

Aquila Deep Thoughts

Models & More



Gefährdet die Geldpolitik den Wirtschaftsaufschwung, die Börsenhausse, die Freiheit und was hat das mit Zombies zu tun?

Wir schreiben Klartext und analysieren die mittel- und langfristigen Effekte der Geldpolitik auf die Finanzmärkte, die Wirtschaft, das Verhalten der Marktteilnehmer und die bürgerlichen Freiheitsrechte. Wir zeigen auf, dass die geldpolitischen Munitionskammern derzeit weitgehend leer sind und in der nächsten Finanz- und Wirtschaftskrise ein weiteres Zurückdrängen marktwirtschaftlicher Prinzipien, die Abschaffung des Bargeldes sowie der Verlust bürgerlicher Freiheiten zu befürchten sind.

Zentralbanken kauften Anleihen und Aktien in grossem Stil, um die globale Finanzkrise zu bekämpfen

Als Antwort auf die Finanzkrise hatten die Zentralbanken ECB, BOE, SNB und BOJ ihre Bilanzen durch den Ankauf von Anleihen und Aktien (SNB und BOJ) während einem Jahrzehnt massiv vergrößert. Die FED beispielsweise hatte Anfang 2008 eine Bilanzsumme von rund 900 Milliarden US-Dollar. Im September 2015 erreichte die Bilanz ein Maximum von 4500 Milliarden US-Dollar.

Ankaufprogramme trieben Preise von Aktien und Anleihen in die Höhe

Der Ankauf von Anleihen und Aktien durch die Zentralbanken hatte einen direkten positiven Effekt auf die Preise derselben. Der Einfluss auf das Realwirtschaftswachstum hingegen war eher enttäuschend. Dieses hängt mehr vom Wachstum höherer Geldmengenaggregate ab, beispielsweise vom Wachstum von M3 (im wesentlichen Bargeld und Sichteinlagen bei Banken). Während der letzten Jahre war das Wachstum der höheren Geldmengenaggregate, trotz der Aufkauf-Programme der Zentralbanken, „enttäuschend tief“. Warum? Ganz einfach: Die Zentralbanken kauften von den Banken Anleihen und Aktien. Die Banken erhielten von den Zentralbanken „Cash“. Dieses „Cash“ floss direkt in Form von Überschussreserven sofort wieder zurück zu den Zentralbanken. Dieses „Angstsparen der Banken“ führte dazu, dass die dem Bankensystem durch die Zentralbanken zugeführten liquiden Mittel nur in ungenügendem Umfang für die Ausweitung der Kreditvergabe genutzt wurden. Als Folge wuchs das Angebot an M3 oder anderen höheren Geldmengenaggregaten weniger stark als von den Zentralbanken beabsichtigt und für ein kräftiges Wirtschaftswachstum „notwendig“. Die Tatsache, dass die Kreditnachfrage aufgrund des mickrigen Wirtschaftswachstums ungenügend schnell wuchs, ist natürlich auch ein Teil der Erklärung (hier versteckt sich die Huhn und Ei-Problematik: was war zuerst da? Das schwache Wachstum der Kreditnachfrage aufgrund der schwachen Wirtschaftslage, so dass die Banken gar keine Kredite vergeben konnten oder das schwache Wachstum des Kreditangebotes, welches dann zu einem schwachen Wirtschaftswachstum führte?).

Aktionäre und Immobilienbesitzer profitierten mehr als die Realwirtschaft und die Lohn- und Gehaltsempfänger

Fazit: die QE-Programme begünstigten in erster Linie die Aktionäre, Immobilienbesitzer und Anleihen-Investoren in Form höherer Preise (Primäreffekt). Der erwünschte positive Effekt auf die Realwirtschaft war ungenügend. Durch die höheren Preise der Aktien hätten eigentlich die Investitionen angekurbelt werden sollen (Sekundäreffekt). Ein Unternehmer hat grundsätzlich 2 Möglichkeiten: Er kann eine Unternehmung kaufen (an der Börse) oder eine Unternehmung selbst durch Investitionen kreieren. Je teurer es ist, die Unternehmung zu kaufen, desto vorteilhafter wird es, die Unternehmung selbst zu erstellen und nicht über die Börse zu kaufen (Tobin's Q). Seit der globalen Finanzkrise war das Investitionswachstum leider anämisch. Auch die Ankurbelung des Konsums gelang nur in ungenügender Masse.

Zentralbankpolitik begünstigte Vermögende und schädigte zukünftige Sparer

Die quantitativen Aufkauf-Programme stellten eine riesige Vermögensumverteilungsmaschine dar: Kapitalbesitzer profitierten, Lohn- und Gehaltsempfänger die sich in der Ansparphase befanden oder noch befinden, wurden geschädigt. Da „alles“ teuer wurde, sanken die zukünftig erzielbaren Renditen von Aktien, Immobilien und Anleihen. Wer bereits hatte, dem wurde gegeben, wer noch nichts hatte, dem wurden die zukünftigen Anlagechancen vermiest, da „alles“ nur noch teuer im „Antschlussverkauf“ gekauft werden kann. Damit fand eine massive Schädigung zukünftiger Sparer, Pensionäre, usw. statt.

Negativer Einfluss auf zukünftiges Produktivitäts- und Wirtschaftswachstum durch Subventionierung von Zombiefirmen und Zombieländer

Weniger offensichtlich ist, dass die effizienten „guten“ Unternehmer geschädigt wurden. Angemessen hohe Fremdfinanzierungskosten sind nötig, damit der notwendige Darwin'sche Selektionsprozess in der Wirtschaft stattfinden kann. Wenn der Anlagenotstand der Anleihen-Investoren nur gross genug ist, wird im Vertrauen, dass die Zentralbanken alle grossen Unternehmungen retten (sie haben ja in deren Anleihen, teilweise sogar in deren Aktien investiert), sogar in „Zombieunternehmungen“ und „Zombieländer“ investiert. Was sind Zombies? In der Finanzwelt sind dies Unternehmungen und Staaten, die ihre Fremdkapitalzinsen nur dadurch finanzieren können, indem Sie immer mehr zusätzliches Fremdkapital emittieren. Mit anderen Worten, ihre operativen Cash Flows oder ihre Steuereinnahmen reichen nicht aus, um die ausstehende Schuld zu bedienen, so dass die fälligen Schulden, Zinsen und das operative Geschäft (die Staatsausgaben) nur durch noch höhere Schulden finanziert werden können.

Produktivitätswachstum negativ beeinflusst

Dadurch kommt es zu einer ineffizienten Allokation, der Strukturwandel (Schumpeter'sche Wettbewerbsprozess) wird behindert. Die Zombies können sich weiter auf Kosten der Gesunden ernähren und die Gesunden anstecken (wenn die Zombiestrategie gut funktioniert, warum diese nicht imitieren?).

Moral Hazard: leichtsinnige Schuldner werden belohnt, die Vorsichtigen bestraft

Die Zentralbankpolitiken untergraben somit anständige bürgerliche Tugenden: Statt dem Grundsatz „Ein anständiger Kaufmann, Investor oder Familienvater sorgt für schlechte Zeiten vor“, wird der Grundsatz „ein rationaler Kaufmann, Investor und Familienvater geht davon aus, dass sich Verschulden lohnt, die Zentralbanken Aktionäre und Schuldner weiterhin subventionieren und „Zombieunternehmungen“ und „Zombiefirmen“ bis an den Sankt-Nimmerleinstag durchfinanzieren werden“.

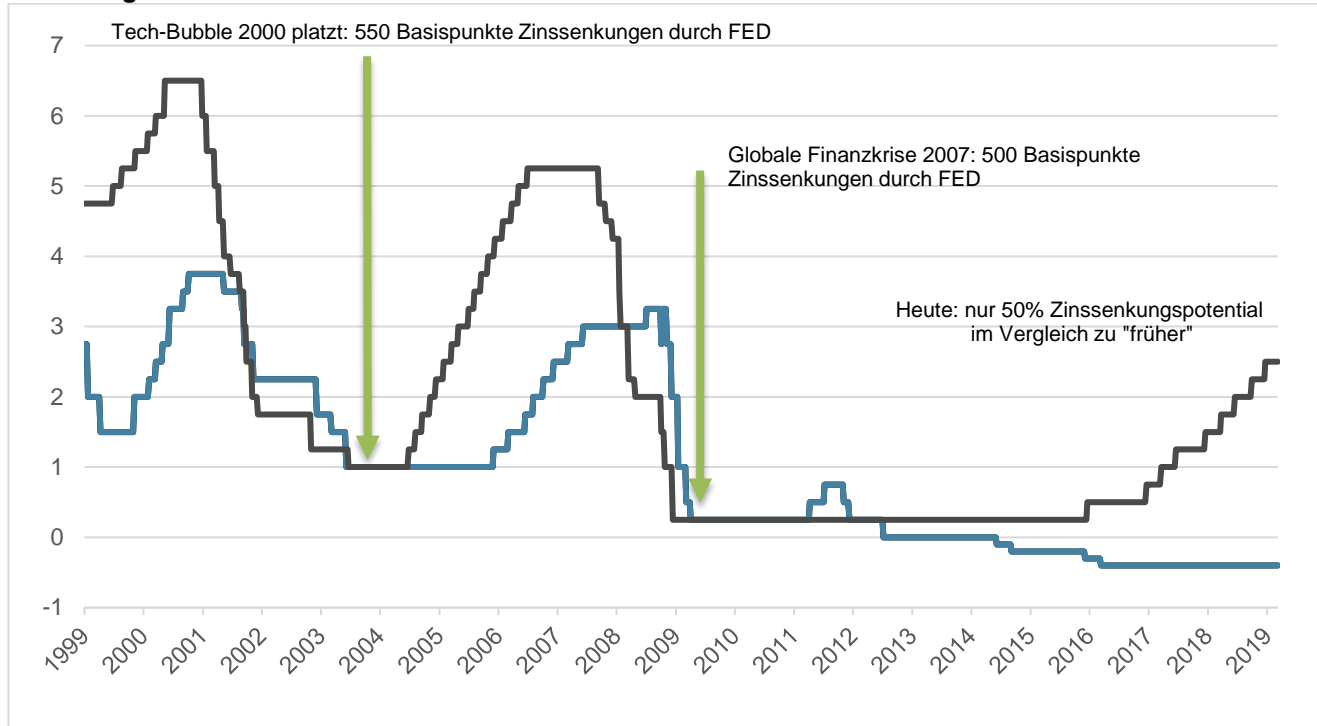
FED hat seit einigen Jahren ihre geldpolitische Munitionskammer zaghaft aufmunitioniert

Seit Oktober 2017 fährt die FED ihre Bilanz zurück. Dabei wurde die Geschwindigkeit der Bilanzschrumpfung von monatlich 10 Milliarden US-Dollar auf monatlich 50 Milliarden US-Dollar beschleunigt. Bisher wurde die Bilanz um 500 Milliarden US-Dollar zurückgefahren. Auch die Zinsen wurden langsam von praktisch null bis auf eine Spanne von 2.25 – 2.5% erhöht.

Traditionelle geldpolitische Instrumente können die nächste Rezession nicht mehr bekämpfen

Im Gegensatz zur FED haben die anderen Zentralbanken keine Aufmunitionierung betrieben. Ihre geldpolitischen Munitionskammern sind weitgehend leer. Es ist wahrscheinlich, dass die Zentralbanken die nächste Rezession mit traditionellen Mitteln fast nicht bekämpfen können. Dies soll Abbildung 1 verdeutlichen.

Abbildung 1: Leitzinsen der FED und der EZB seit 1999



Quelle: Thomson Reuters / Datastream & Bloomberg

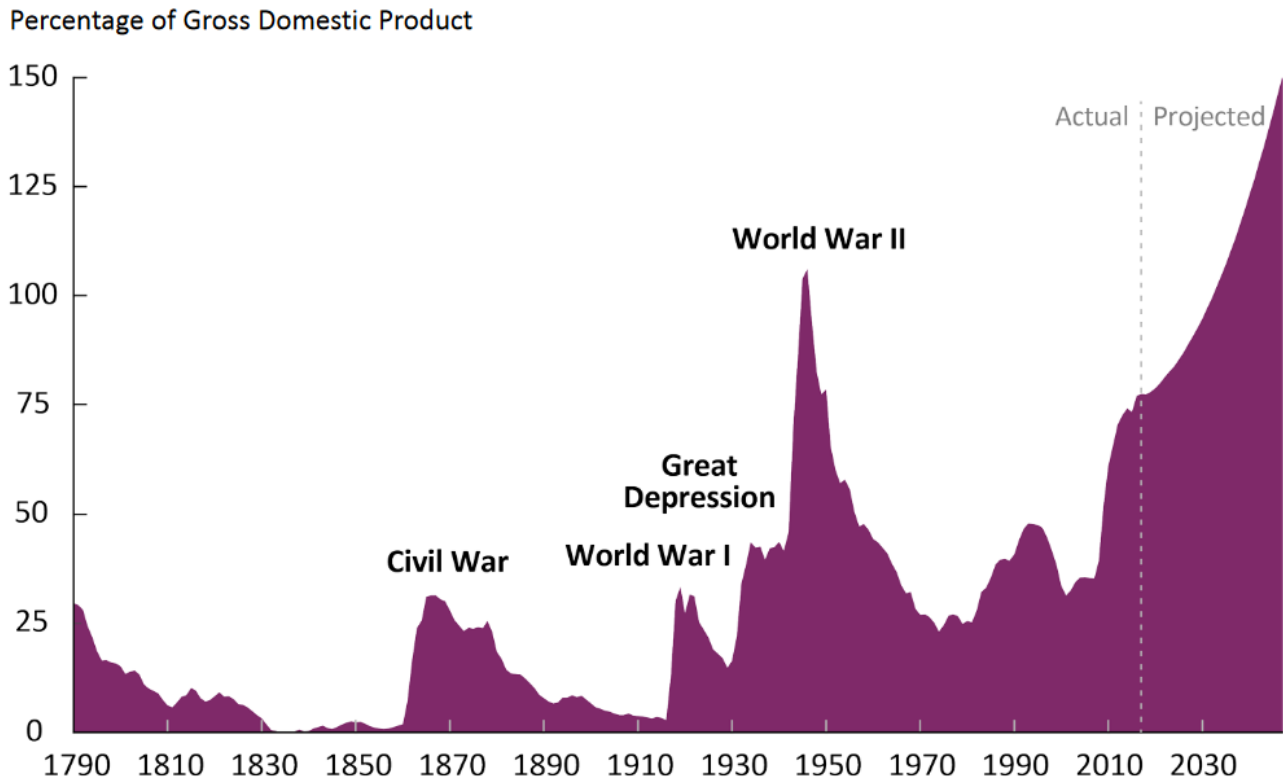
Die negativen Auswirkungen des Platzens der Tech-Bubble 2000 und der globalen Finanzkrise 2007 wurden durch Zinssenkungen im Ausmass von 5.5%, bzw. 5% durch die FED bekämpft. Das heutige Zinssenkungspotential ist halb so gross wie in der Vergangenheit. Die EZB kann keine Leitzinssenkungen mehr durchführen, ohne dass das Bargeld abgeschafft wird, da die Anleger ansonsten ihre Einlagen bei Banken abziehen würden oder das europäische Bankensystem weitgehend bankrottgehen würde, ohne kompletten Ersatz privater Einklagen durch Zentralbankkredite an das Bankensystem.

Fiskalpolitik auch weitgehend ausgereizt

Verschärft wird die Problematik „Leere geldpolitische Munitionskammern“ durch die hohe Staatsverschuldung der meisten Staaten. Viele Staaten werden Schwierigkeiten haben, die nächste Rezession durch eine Erhöhung der Staatsausgaben zu bekämpfen, was den Druck auf die Geldpolitik erhöhen dürfte. Zombiefirmen und Zombiestaaten ähneln analytisch den sogenannten Ponzi-Spielen. Alle Ponzi-Spiele haben ein unschönes Ende. Während die Anfangsinvestoren in Ponzi-Spiele, Zombiefirmen und Zombiestaatsanleihen viel Geld verdienen können, droht Mitspielern, die zu spät einsteigen der Totalverlust. An dieser Tatsache können auch Zentralbanken nichts ändern. Sie können nur die Spieldauer, nicht aber das Spielendergebnis beeinflussen.

Abbildung 2 zeigt die Entwicklung der US-Staatsschuld in Prozent des Bruttoinlandproduktes seit 1790 und Prognosen der zukünftigen Entwicklung des Congressional Budget Office.

Grafik 2: Entwicklung und Prognose der US-Staatsschuld relativ zum Bruttoinlandprodukt
Federal Debt Held by the Public



CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE

5

Quelle: US Congressional Budget Office

Trotz der sehr optimistischen Annahmen (u.a. keine Rezession bis 2027!) prognostiziert das CBO, dass die Staatsverschuldung die alten Rekordhöchststände aus der Nachkriegszeit bei weitem übertreffen wird und das in Friedenszeiten, denn ein Krieg ist selbstverständlich in den CBO Projektionen nicht vorgesehen.

US-Notenbank reagiert auf weltweite Wachstumsabschwächung

Marktteilnehmer waren überrascht, als der FED-Vorsitzende, Jerome Powell kommunizierte, dass der Zinserhöhungszyklus bei entsprechender Datenlage bereits beendet sei. Ebenfalls kommuniziert wurde, dass die adäquate Grösse der FED-Bilanz „grösser, als zuvor gedacht“ sein könnte. Konkret hat die FED kommuniziert, dass sie ab Mai die Bilanzreduktion verlangsamen und im September endgültig einstellen wird. Die Leitlinien der FED sehen auch keine weitere Zinserhöhung in diesem Jahr vor. Damit reagierte die US-Notenbank auf die weltweite Wachstumsabschwächung, obwohl die amerikanischen Konjunkturindikatoren sehr gute Werte anzeigten. Die Wachstumsverlangsamung in den USA findet, im Gegensatz zu Europa und Japan, vor dem Hintergrund eines extrem hohen Ausgangsniveaus statt. Mit anderen Worten, der Weg der USA zu einer Rezession ist relativ weit, während Teile des Eurolandes (Italien) sich bereits in der Rezession befinden. Fast könnte sich denn auch der Eindruck aufdrängen, dass die FED Wiederwahlhilfe für Präsident Trump betreibt und die Forderungen des Präsidenten nach einer taubenhaften Zentralbankpolitik somit schlussendlich doch noch erhört wurden.

Kehrtwende der FED verlängert Hausse-Phase

Die Kehrtwende der FED führte dazu, dass die „verspätete Weihnachtsrallye“, wohl besser als „Jahresanfangsrallye“ betitelt, sich bis jetzt weiter fortsetzen konnte. Standardargumente für den Kauf von Aktien lauten: 1. Don't fight the Central Banks, 2. Man kann doch nicht in Staatsanleihen mit negativem oder extrem tiefen (Real)zins investieren. Durch Ausstreichen, in was man nicht investieren kann, landet man dann automatisch bei Aktien.

Langfristige Gefahr / Prognosen:

Die Zentralbanken dürften vom linken und rechten politischen Spektrum weltweit unter massiven Druck geraten. Die formale Unabhängigkeit der Zentralbanken dürfte stark gefährdet sein. Faktisch sind die Zentralbanken schon seit langem nicht mehr unabhängig, sondern durch die Finanzmärkte versklavt. Diesen Vorwurf werden die Zentralbanken in Zukunft noch stärker von der linken Seite, aber auch von der rechtspopulistischen Seite zu hören bekommen. Es ist möglich, dass der Druck auf die Zentralbanken und der Druck, das Weltfinanzsystem grundsätzlich neu zu erschaffen, erst dann gross genug ist, wenn die Zentralbankpolitik die letzten Trümpfe verspielt hat.

Zentralbanktrumpf Nummer 1: Einführung massiv negativer Zinsen bei gleichzeitiger Abschaffung des Bargeldes. Würde das Bargeld nicht abgeschafft werden, könnte kein deutlich negativer Zins eingeführt werden, da die Anleger sonst ihre Einlagen bei den Banken abziehen würden. Achtung: Wer Bargeld abschafft, der schafft die Freiheit – nach Ansicht mancher Zeitgenossen, sogar die Menschlichkeit – ab. Der gläserne Bürger würde entstehen, der Staat wüsste über jeden Kauf- und Verkauf aller Bürger Bescheid. Weitgehende Enteignungen per Knopfdruck wären technisch durchführbar. Ein riesiges Umverteilungsprogramm könnte bei entsprechenden politischen Mehrheiten durchgeführt werden. Wird Trumpf Nummer 1 gespielt, würden die Mitspieler „Menschlichkeit“ und „Freiheit“ verlieren.

Zentralbanktrumpf Nummer 2: Weitgehender Aufkauf von Aktien, Anleihen, Immobilien, „Allem“. Wird Trumpf Nummer 2 gespielt, würde dies bedeuten, dass der Sozialismus oder das kommunistische Wirtschaftssystem doch den Kampf gegen die Marktwirtschaft gewonnen hätten, da die Zentralbanken (letztendlich der Staat) zum Haupteigentümer an den Produktionsmitteln würde und die Zentralbanken (die schon jetzt den sozial optimalen Zins für jede Laufzeit und jedes Risikospektrum in Anmassung von Wissen zentral planen) ununterscheidbar von Gosplan, dem Zentralkomitee für die Wirtschaftsplanung der Sowjetunion werden würden. Auch das Ausspielen dieser Trumpfkarte würde bewirken, dass die Mitspieler „Menschlichkeit“ und „Freiheit“ verlieren würden.

Geht die ganze Sache schief, würde die Marktwirtschaft, die Opfer wäre, zu Unrecht als Täter angeklagt, möglicherweise verurteilt und (teilweise) abgeschafft werden

Die Vorwürfe von der linken Seite, dass die Marktwirtschaft und der Kapitalismus nicht funktionieren würde, würden salonfähig, möglicherweise sogar mehrheitsfähig werden. Der Ruf nach korrigierenden Staatseingriffen würde noch lauter werden. Diese Vorwürfe wären natürlich in keinsten Weise gerechtfertigt. Warum? In einem wahrhaft marktwirtschaftlichen System darf der Staat, die Zentralbank, kein Monopol auf das gesetzliche Zahlungsmittel haben. Stattdessen müssten die gesetzlichen Zahlungsmittel in einem wettbewerblichen Prozess erschaffen und ständig gegeneinander antreten. Gerade weil die Marktwirtschaft im Bereich der Geldwirtschaft abgeschafft wurde und durch zentrale Planer ersetzt wurde, die immer mehr Bereiche der Wirtschaft zentral kontrollieren und planen, würde das Wirtschafts- und Finanzsystem wie wir es kennen, kollabieren. Beschuldigt und verurteilt, weggesperrt und abgeschafft würde ein komplett Unschuldiger: Die (soziale) Marktwirtschaft. Lassen wir den Wirtschaftsnobelpreisträger des Jahres 1974, Friedrich August von Hayek zu Wort kommen. Er schreibt, dass die Geschichte des staatlichen Umgangs mit Geld mit Ausnahme einiger kurzer, glücklicher Perioden eine Geschichte von unablässigem Lug und Trug gewesen sei. Die Gefahr, dass die (soziale) Marktwirtschaft einen Dauerschaden erleidet, noch mehr als bisher abgeschafft wird, ist hoch. Die ökonomische Effizienz, wir alle, wären Verlierer, auch die „anständigen unabhängigen Zentralbanken“, deren Fortbestand ebenfalls gefährdet wäre.

Zentralbanken sollten ihre Unabhängigkeit nicht als gottgegeben betrachten

Zentralbanken sollten bei ihren nächsten Schritten die obigen Analysen und die politische Dynamik mit in ihre Erwägungen einfließen lassen und ihre Unverwundbarkeit gegenüber dem politischen Druck von links und rechts nicht als

gegeben annehmen. Die Wut gegen die Zentralbanken wächst auf der Seite der Sparer und auf der Seite der Links- und Rechtsradikalen. Zentralbanken sollten ihre Unabhängigkeit nicht als gottgegeben betrachten.

Wie weiter, gibt es ein Happy End?

Der Autor wünscht sich sehnlichst ein richtiges Happy End!

Ein richtiges Happy End eines Zombiefilms bestünde darin, dass alle Zombies vollständig geheilt und eine phänomenale Wir-haben-uns-wieder-Verbrüderungsparty feiern würden. Das blosser Entkommen und Überleben der Gesunden wären völlig ungenügend! Ein richtiges Happy End bestünde auch darin, dass alle Zombiefirmen und Zombiestaaten geheilt, die Investoren kein Geld verlieren und die Zentralbanken ihre Politik nicht mehr auf das Überleben der Zombies (Verlängerung der Ponzi-Spiele) ausrichten müssten.

Es stellt sich nun bloss die Frage, gibt es Zombie-Filme mit einem richtigen Happy End?

Kontakt

Thomas Härter, Aquila AG | Bahnhofstrasse 43 | CH-8001 Zürich
www.aquila.ch | Telefon +41 58 680 60 44 | Fax +41 58 680 60 01

Disclaimer: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Ansichten beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Dennoch können wir weder für die Zuverlässigkeit noch für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Quellen garantieren. Diese Informationen und Ansichten begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Tätigung sonstiger Transaktionen. Interessierten Investoren empfehlen wir dringend, ihren persönlichen Anlageberater zu konsultieren, bevor sie auf der Basis dieses Dokumentes Entscheidungen fällen, damit persönliche Anlageziele, finanzielle Situation, individuelle Bedürfnisse und Risikoprofil sowie weitere Informationen im Rahmen einer umfassenden Beratung gebührend berücksichtigt werden können.