



Aquila & Co. AG | 29. März 2016

## Die EZB und die Bank of Japan befinden sich in einer Sackgasse

### **Die Bank of Japan verfolgt die aggressivste Geldpolitik aller grossen Notenbanken.**

Die EZB und die Bank of Japan (BoJ) überbieten sich gegenseitig mit geldpolitischen Lockerungsmassnahmen. So pumpt die EZB jeden Monat 80 Milliarden Euro in die Finanzmärkte und belastet die Geschäftsbanken mit einem Negativzins von 0.4% für ihre Guthaben. Die BoJ ihrerseits kauft pro Monat für umgerechnet etwa USD 60 Milliarden Wertschriften und verrechnet den Geschäftsbanken ebenfalls einen Negativzins. Im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung des Landes verfolgt die BoJ die aggressivste Geldpolitik aller grossen Notenbanken.

### **Die geldpolitischen Aktionen der BoJ und der EZB haben ihren Zenit längst überschritten.**

Obwohl es verschiedene Erklärungen zum harzigen Wirtschaftswachstum der letzten Jahre gibt, setzen die Notenbanken vollumfänglich auf die Theorie der säkularen Stagnation. Diese gilt es nach allgemeiner Auffassung mit Null- oder Negativzinsen zu bekämpfen. So verwundert es nicht, dass die EZB wie auch die Bank of Japan den Erfolg über eine stetige Ausweitung ihrer geldpolitischen Lockerungsprogramme erzwingen wollen. Dabei vergessen sie, dass Albert Einsteins Definition von Irrsinn „das wiederholte Machen gleicher Sachen in Erwartung unterschiedlicher Resultate“ ist. In der Tat wehren sich die EZB wie auch die Bank of Japan gegen die Erkenntnis, dass ihre Geldpolitik den Zenit längst überschritten hat und mittlerweile kontraproduktiv ist.

### **Negativzinsen hemmen die Kreditvergabe der Banken anstatt sie zu fördern.**

So soll zum Beispiel die Kreditfähigkeit der Banken angekurbelt werden. Mit den Negativzinsen und den durch die Obligationenkäufe flacher gewordenen Zinskurven untergraben die Notenbanken aber die Profitabilität der Banken und hemmen so die Kreditvergabe anstatt sie zu fördern. Zudem erzielen die Sparer wegen der Geldpolitik der Notenbanken auf ihren Guthaben keine Erträge mehr. Das dämpft den Konsum anstatt ihn zu steigern. Ferner erlauben die tiefen Kapitalkosten das Weiterbestehen von Unternehmungen, die in einem normalen Zinsumfeld ihre Waffen schon längst gestreckt hätten. Das ist einer der Gründe für das weltweite Überangebot an Gütern und Dienstleistungen, das preissenkende Wirkung zeitigt. Dies aber widerspricht dem erklärten Ziel der Notenbanken, die Inflation anzukurbeln. Diese Aufzählung ungewollter Effekte der Geldpolitik ist nur beispielhaft, illustriert jedoch die Inkonsistenz der Geldpolitik der EZB und der BoJ.

### **Die Fehlallokation von Kapital führt zu Vermögensblasen die früher oder später platzen.**

Während die vorgenannten Beispiele je nach Standpunkt als unvermeidliche Nebenwirkungen im Sinn des Ganzen abgetan werden, ist es unbestritten, dass die aktuelle Geldpolitik der EZB und der BoJ den Zins seiner Signal- und Leitfunktionen beraubt. Unvermeidbare Folge davon ist eine Fehlallokation des Kapitals. Dadurch bilden sich zwangsläufig Vermögensblasen, die früher oder später platzen. Das wiederum führt zu

Kapitalvernichtung, Überschuldung, Deflation oder gar zu einer Depression.

**Die Notenbanken der Industriestaaten haben ein grosses Inflationspotential geschaffen.**

Sollte das von den Notenbanken in die Märkte gepumpte Geld aus dem Finanzkreislauf ausbrechen und in den Güterkreislauf fliessen, ergäben sich plötzlich starke Erhöhungen der Konsumentenpreisindices. Am schlimmsten wäre es in Japan. Dort beläuft sich das seit Beginn der Wertschriftenkäufe von der Notenbank neu geschaffene Geld auf fast 50% der Wirtschaftsleistung. In den USA sind es gut 20% und in der Eurozone beträgt die zusätzliche Liquidität jetzt etwa 10% des BIP. Gewagt sind die Aussagen der Notenbanken, dass sie durch rechtzeitige Abschöpfung der überflüssigen Liquidität in der Lage wären, die Inflation zu kontrollieren.

**Es droht der Vertrauensverlust in Papiergeld.**

Trotz beispiellos expansiver Geldpolitik dümpelt das Wirtschaftswachstum in der Eurozone wie auch in Japan vor sich hin. Zudem regt sich die Inflation nicht. Da ist es nicht verwunderlich, dass einige Ökonomen weitergehende geld- und fiskalpolitische Massnahmen fordern. So sagt zum Beispiel der bekannte Fondsverwalter Bill Gross, dass nach der Geldpolitik jetzt die Fiskalpolitik an der Reihe sei, Wirtschaftswachstum und Inflation zu schaffen. Nach seiner Rezeptur würde der Staat die Steuern senken und gleichzeitig die Ausgaben erhöhen. Die Notenbanken würden herangezogen, die zusätzlichen Staatsdefizite durch den Kauf von Staatsobligationen zu decken. Dabei würden die Bilanzen der Notenbanken durch eine unendliche quantitative Lockerung permanent erhöht. Nicht weit davon entfernt ist die Forderung nach Helikoptergeld. Die Idee des Helikoptergeldes, das für die Bevölkerung wie Manna vom Himmel fällt, stammt vom Monetaristen Milton Friedman und soll für Konsum und Inflation sorgen. Sollten die Notenbanken diese nächste Stufe der expansiven Geldpolitik zünden, wäre dies brandgefährlich. Geld zum Nulltarif verliert seine Eigenschaft als

knappes Gut. Der Weg von hier bis zum Vertrauensverlust in Papiergeld ist schnell beschritten. Ist das Vertrauen einmal verloren, drohen Tauschwirtschaft und Währungsreform.

**EZB und BoJ werden ihre geldpolitischen Pfade unbeirrt weiterverfolgen.**

Am erstrebenswertesten aber gleichzeitig am unwahrscheinlichsten ist für uns ein Szenario, indem sich die Notenbanker der EZB und der BoJ von ihren Rollen als Staatsfinanzierer und Makromanager verabschieden und wieder ihre angestammten Verantwortungen wahrnehmen. Ebenfalls eine tiefe Wahrscheinlichkeit ordnen wir der Gefahr zu, dass die von den Notenbanken geschaffene Liquidität ihren Weg in die Gütermärkte findet und dort Inflation verursacht. Wir glauben viel eher, dass die EZB und die BoJ ihre geldpolitischen Pfade unbeirrt weiterverfolgen und den Finanzmärkten immer mehr von der gleichen Medizin verordnen. Die Wahrscheinlichkeit, dass sich EZB und BoJ offen zum Helikoptergeld bekennen, erachten wir als nicht sehr hoch. Viel wahrscheinlicher ist eine verschleierte Version, in der die Notenbanken Steuerenkungen und Infrastrukturprogramme der Staaten über eine unendliche quantitative Lockerung finanzieren.

**Realwerte sollten in den Portfolios ein Übergewicht haben.**

Wir erwarten, dass in einer ersten Phase die risikoreichen Finanzanlagen weiterhin von der geldpolitischen Unterstützung profitieren. In einer zweiten Phase dürften alle Finanzanlagen unter dem Platzen der Vermögensblasen und ihren Folgen leiden. Nachdem die Notenbanken als Antwort darauf in getarnter Form Gratisgeld verteilen, geht wahrscheinlich in einer dritten Phase das Vertrauen in Papiergeld verloren. In dieser Situation ist gut beraten wer Realwerte besitzt und Nominalwerte meidet. Da niemand voraussagen kann, in welcher Sequenz und vor allem zu welcher Zeit sich die Ereignisse abspielen werden, sollten in den Portfolios die Realwerte überwiegen. Innerhalb der Realwerte bevorzugen wir Aktien gegenüber Immobilien und Gold.