

## Was ist mit den Zinsen los?

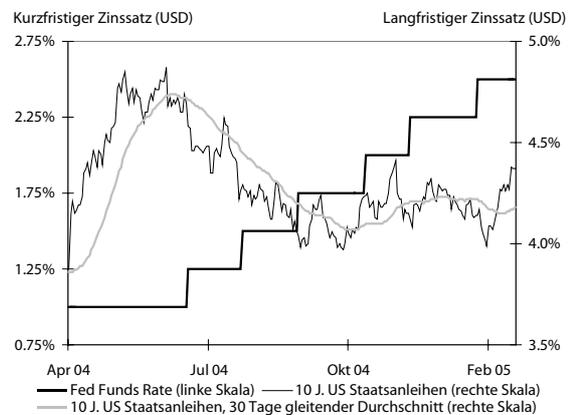
### 1. Neu im Wortschatz: „conundrum“

Dass Notenbankchefs in Rätseln zu sprechen pflegen, ist allgemein bekannt, und es gibt auch gute Gründe dafür. Denn eine allzu klare Sprache würde es den Marktteilnehmern erlauben, die nächsten Handlungen der Notenbank durch eigene Dispositionen vorwegzunehmen, was einerseits einige von ihnen in ungerechtfertigter Weise begünstigen würde und andererseits die monetären Aktionen auch gefährden könnte. Eine Sprache zu pflegen, die langfristig nichts als Glaubwürdigkeit schafft und kaum weiteres errahnen lässt, erfordert eine hohe Begabung und Erfahrung. Der langjährige Fed-Gouverneur Alan Greenspan hat im Laufe seiner Tätigkeit eine wahre Meisterschaft darin erlangt, in sehr langen Reden sehr wenig mitzuteilen. Kurz vor Abschluss der Greenspan-Ära ist nun aber doch noch ein Lapsus passiert.

Greenspan sprach nämlich anlässlich eines Hearings vor dem Senat am 16. Februar 2005 nicht selber *in* Rätseln, sondern *über* ein Rätsel. Und erst noch über eines, das er selber nicht zu lösen vermag. Er wählte für den Zustand seiner Desorientierung, noblesse oblige, aber selbstverständlich nicht das Wort „puzzle“, sondern den viel gewählteren Begriff „conundrum“, und dieses Conundrum beschäftigt seither die gesamte Finanzwelt. Zurecht. Denn Greenspans Desorientierung betrifft ja nicht irgendeinen nebensächlichen Punkt, sondern die absolut zentrale Frage jeglicher Geldpolitik, nämlich jene bezüglich der Zinssituation. Wenn ein Notenbankchef in einer Sache nicht desorientiert sein dürfte, dann bei den Zinsen. Geldpolitik ist ja gleichbedeutend mit der Gestaltung der kurz- und indirekt (über die Erwartungsbildung) auch der langfristigen Zinssätze einer Währung. Wenn die oberste Instanz einer Notenbank zu verstehen gibt, sie könne die gegebene Situation nicht interpretieren, geschweige denn für ihre Geldpolitik die richtigen Schlüsse ziehen, dann ist das schon ziemlich bemerkenswert.

Dies umso mehr, als eigentlich sein Wirken während der ganzen Amtszeit darauf ausgerichtet war, durch den legendären *Gradualismus*, das heisst Zinsanpassungen in homöopathischen Dosierungen, die Finanzmärkte unter Kontrolle zu halten. Oder anders gesagt: Durch die Handlungen bzw. Unterlassungen der Notenbank keine unnötige Aufregung auszulösen und mit geldpolitischen Massnahmen nicht als zusätzlicher Unruheherd zu wirken. Greenspan schien die Zinsen sozusagen „im Griff“ zu haben. Und nun das „conundrum“. Das Rätsel, vor dem selbstverständlich nicht nur Greenspan steht, sondern das uns alle beschäftigt, besteht darin, dass die langfristigen Zinsen bislang nicht das getan haben, was sie eigentlich hätten tun müssen: Sie wollen und wollen nicht steigen.

### Geldpolitik ohne Folgen?



Quelle: Bloomberg

Das Wirtschaftswachstum in den USA bewegt sich auf (real) satten 3 bis 4 Prozent, und die (nominellen) Langfristzinsen sind nur unwesentlich höher. Geld ist zu absoluten Spottpreisen zu haben. Im Sommer 2004 begann die amerikanische Notenbank, sachte, aber dennoch unmissverständlich, die (kurzfristigen) Geldmarktsätze anzuheben, um damit, dem flotten Wirtschaftswachstum entsprechend, die hohe Liquidität etwas zu reduzieren. Das Resultat dieser Aktion war aber nicht eine Verteuerung des Geldes über alle Laufzeiten hinweg, sondern eine Verflachung der Zinskurve mit der nicht ganz unproblematischen Auswirkung, dass beispielsweise langfristige Hypotheken zu extrem günstigen Konditionen

angeboten werden. Der amerikanische Immobilienmarkt boomt entsprechend, und die Verschuldung der amerikanischen Haushalte nimmt immer ungewohntere Ausmasse an.

Langfristzinsen: Sie werden nicht von einer einsamen Maske in einem Notenbankpalast bestimmt und auch nicht von einem klandestinen Gremium verschworener Gnome, die irgendwelche geheimen Pläne einer mit der Politik verbandelten „Hochfinanz“ verfolgen. (Die Kritik an Notenbanken unterstellt ja oft solche Verschwörungstheorien.) Vielmehr handelt es sich um die aggregierte und täglich, minütlich und sekundlich festgelegte „Meinung“ von Millionen von Teilnehmern in einem der liquidesten Märkte überhaupt. Niemand unter diesen Teilnehmern ist gezwungen, zu den durch den Markt festgelegten Preisen für Geld, den Zinsen, ein Engagement einzugehen. Da die Kapitalmärkte weltweit weitestgehend offen sind, können die Marktteilnehmer jederzeit und mit geringen Transaktionskosten eine andere Währung mit anderen Zinskonditionen aussuchen. Langfristzinsen dürften deshalb zu den am wenigsten manipulierbaren und manipulierten Preisen überhaupt gehören. Selbstverständlich ist die aggregierte Meinung aber keineswegs gefeit vor Irrtümern, gemeinsam begangenen Übertreibungen beispielsweise. So kann die Einschätzung von Kreditrisiken über eine gewisse Zeit hinweg deutlich zu tief sein und irgendwann durch Schuldnerausfälle desavouiert werden. Die gegenwärtig sehr tiefen Risikoprämien, welche zum Beispiel von Schwellenländern bezahlt werden müssen, weisen auf die Möglichkeit eines solchen aggregiert begangenen Irrtums hin. Dennoch: Die „richtige“ Meinung wird sich immer wieder durchsetzen, weil man damit Geld, unter Umständen sehr viel Geld verdienen kann. Insgesamt kann deshalb die Bedeutung der Langfristzinsen als sehr objektiver Informationslieferant für die Beurteilung der Wirtschaftslage kaum überschätzt werden. Wenn die Information widersprüchlich scheint, ist das Grund genug, dass nicht nur Greenspan nervös wird.

## 2. Was Langfristzinsen aussagen

Wer über eine lange Frist Geld an einen Dritten hingibt, der rechnet unter anderem damit, dass es bei Fälligkeit der Schuld diesen Dritten immer noch gibt und dass er zahlungsfähig sein wird. Irgendwelche Informationen, die an diesen künftigen Sachverhalten Zweifel aufkommen lassen könnten, würden sich in einer Erhöhung des Preises für die Geldhingabe niederschlagen. Eine hohe *Risikoprämie* ist deshalb im Umkehrschluss ein Hinweis auf eine erhöhte konjunkturelle Absturzgefahr, denn Rezessionen ziehen in der Re-

gel auch Schuldnerausfälle nach sich. Tiefe Kreditrisikoprämien, wie wir sie derzeit erleben, weisen demgegenüber auf die im Markt allgemein anerkannte und damit auch relevante Meinung hin, dass aufgrund des voraussichtlichen Wirtschaftswachstums die Rückzahlungswahrscheinlichkeit relativ hoch ist.

Wer über eine lange Frist Geld hingibt, der rechnet aber unter anderem auch damit, dass die Kaufkraft des Geldes bei der Rückzahlung der Schuld noch dieselbe ist wie zum heutigen Zeitpunkt. Falls es Hinweise darauf gibt, dass sein Geld während der Ausleihfrist an realem Wert abnehmen könnte, wird der Geldgeber im Ausmasse der Abwertungswahrscheinlichkeit eine Prämie einfordern – die Zinsen werden höher vereinbart werden müssen. Diese Prämie entspricht der *Inflationserwartung*. Wenn allerdings sämtliche Anzeichen auf konjunkturelle Überhitzung hinweisen, dann werden die Langfristzinsen eine höhere Risikoprämie für die zu erwartende Inflation wiedergeben. Die Zinskurve wird steiler. Und vice versa wird sich die zuvor hohe Inflationsprämie bei zu erwartender, deutlicher Versteifung der Geldpolitik durch die Notenbank reduzieren, die Zinskurve dementsprechend flach oder sogar invers (sinkend) werden. Die Steilheit der Zinskurve sagt mit anderen Worten etwas aus über die von der Allgemeinheit der Marktteilnehmer erwarteten künftigen Teuerungsraten.

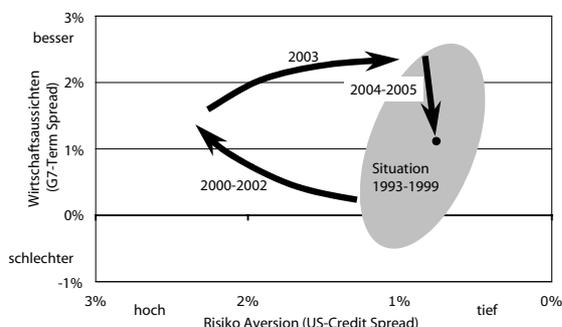
Allerdings sind die Schlüsse, die man aus der Steilheit der Zinskurve ziehen kann, dann leider doch nicht so eindeutig. Weil die Zinsen verschiedener Laufzeiten ja letztlich durch das Aufeinandertreffen einer Nachfrage nach Kapital und einem Angebot für die Hingabe von Kapital beruhen, widerspiegeln hohe Langfristzinsen eben auch noch ein im Markt vorhandenes Bedürfnis nach längerfristigen Finanzierungen. Solche braucht es normalerweise vor allem für investive Tätigkeiten wie die Erstellung von Infrastruktur, Fabriken, Bürogebäuden und dergleichen. Ist die Nachfrage für langfristiges Kapital hoch, dann werden auch die Langfristzinsen relativ höher sein als in Zeiten mit tiefer Investitionsneigung. Investitionen wiederum ist man nur zugeneigt, wenn man davon ausgeht, dass sie sich in Zukunft finanziell auch rechtfertigen. Aus diesem Grunde kann man aus dem Verhalten der Langfristzinsen auch herauslesen, wie sich die aggregierte Marktmeinung bezüglich mittel- und langfristiger *Wirtschaftsaussichten* präsentiert.

Es sind mit anderen Worten ökonomische Schlüsselinformationen, mit denen man es im Zusammenhang mit den Zinsen zu tun hat. Dies nota bene umso mehr, als es sich nicht einfach um für

den Befragten folgenlose Umfrageergebnisse handelt, sondern um in Franken und Rappen, Dollars und Cents bezahlte Preise. Freiwillig wird niemand den falschen Preis bezahlen wollen.

In unserem Bankhaus verwenden wir seit einiger Zeit eine grafische Darstellung, welche beide Grössen, die Kreditrisikoprämie und die Steilheit der Zinskurve, auf einen Blick zusammenfasst. Interessant ist die Grafik insbesondere, wenn man die Datenpaare über eine längere Zeit hinweg verfolgt und im Wissen um gehabte konjunkturelle Konstellationen Rückschlüsse auf die Entwicklung der Dinge bis zum heutigen Tag ziehen kann. Dies erlaubt es, die Aussage zu wagen, ob man sich in einer günstigen oder aber möglicherweise in einer weniger günstigen Situation befindet, und das ist unter Umständen schon sehr viel.

### Seltsame Bewegungen



Quelle: Datastream, Analyse

Es ist selbstverständlich ein sehr grobes Bild mit einer ziemlich wagemutigen Verallgemeinerung, welches aus der Kombination von amerikanischen Daten (Kreditrisikoprämie im US-Markt, horizontale Achse) mit globalen Erhebungen (Term Spread, d.h. Differenz zwischen Lang- und Kurzfristzinsen der G7-Länder, vertikale Achse) fließt. Ein Blick auf die zurückliegende Datenreihe, insbesondere jene Datenpunkte aus den Jahren 2000 bis 2003, zeigt aber, dass die Ausserordentlichkeit der damaligen Situation sehr wohl zum Ausdruck kam, was wir im übrigen damals den Lesern des Anlagekommentars auch mitgeteilt hatten (Anlagekommentar Nr. 214 vom 18. März 2002). Was die heutige Situation betrifft, so fällt einerseits die relativ tiefe Kreditrisikoprämie auf, welche am Markt verlangt wird. Sie lässt auf grosse *Zuversicht* bezüglich der künftigen Rückzahlungsfähigkeit der Schuldner schliessen und ist ein Hinweis auf eine im Markt vorhandene konjunkturelle *Zuversicht*. Dagegen *sinkt* der anhand der Steilheit der Zinskurve ablesbare *Glaube* an eine Fortsetzung des *Wirtschaftsaufschwungs* seit einigen Monaten kontinuierlich. Und damit sind wir wieder bei Greenspans „conundrum“ angelangt.

Im Sommer 2004 begann das Fed unter seiner Leitung die Zinsen vorsichtig anzuheben, weil einerseits die Sondersituation der Jahre 2000 bis 2003 eindeutig überwunden schien und weil andererseits alle Zeichen auf robustes Wachstum standen. Man wollte offensichtlich jeglichen Reaktionen zu einem Hauch von Inflation zuvorzukommen. In der Zwischenzeit haben sich nun nicht nur die Inflationsgefahr nicht eingestellt, sondern auch das Wachstum leicht abgeschwächt und insbesondere auch die Wachstumserwartungen reduziert. Anders kann die Verflachung der Zinskurve auf den ersten Blick kaum interpretiert werden. Nicht zu vergessen ist dabei, dass diese seltsame Konstellation mit anderen, ebenfalls ziemlich ausserordentlichen Daten zusammentrifft. So wiesen wir vor bald einem Jahr auf die seltsam tiefen Volatilitäten an den Aktienbörsen hin, auf eine (vor allem nach den aufregenden Vorjahren) beinahe beängstigende Unaufgeregtheit an den Märkten. Zunächst tippten wir auf eine Art Patt zwischen sehr günstigen und sehr negativen Erwartungen. Später verwarfen wir diese These, weil ein solches Patt unmöglich so lange andauern könnte, und wiesen auf namhafte strukturelle Veränderungen an den Finanzmärkten hin, welche den Ausgleich zwischen Angebot und Nachfrage deutlich verbessert haben und auf diese Weise tiefere Volatilitäten induzieren.

An den tiefen Volatilitäten hat sich seither nichts geändert, aber noch immer gibt es Analysten, die dafür eine tiefe Verunsicherung der Marktteilnehmer verantwortlich machen. Dies, obschon tiefe Volatilitäten genau das Gegenteil von Verunsicherung aussagen. Wenn sich die Kurse über längere Zeit relativ unmassgeblich verändern, dann bedeutet dies, dass zwischen den Verkaufswilligen und den Käufern weitgehende Übereinstimmung bezüglich der Preise besteht, dass man mit dem gegebenen Niveau einigermaßen einverstanden ist. Und dies selbst angesichts der allseits bekannten Möglichkeiten für Unbill aller Art, seien es erneute Terroranschläge, sei es eine Katastrophe im Finanzsystem, sei es eine erneute Welle von Bilanzfälschungen. All das, aber auch die Möglichkeit, dass alles viel besser kommt, ist offensichtlich in den Aktienkursen „eingepreist“, zumindest so, dass nur sehr wenige glauben, die Situation durch aggressive Verkäufe oder Käufe verändern zu müssen. Dennoch: Wenn die Zinssituation uns bezüglich künftiger Konjunkturentwicklung und Inflationserwartung ein „conundrum“ aufgibt, dann müsste doch aus diesem Rätsel wenigstens ein ganz klein wenig Aufgeregtheit an den Aktienmärkten resultieren! Denn es ist für die Bewertung künftiger Cash Flows doch nicht ganz unwesentlich, ob von 2 oder von

5 Prozent Wachstum ausgegangen werden kann! Somit haben entweder die Aktienmarktteilnehmer recht, und das Rätsel ist gar kein Rätsel, oder wir haben es mit einer Art „Doppelconundrum“ zu tun: Sollte die grosse Mehrheit von Teilnehmern eines riesigen, globalen Aktienmarktes nicht aufgeregt sein, wenn uns die (möglicherweise teilweise identischen) Teilnehmer des ebenfalls riesigen, globalen Geld- und Bondmarktes völlig widersprüchliche Signale bezüglich der wichtigsten ökonomischen Grössen von sich geben?

### 3. Was alles anders sein könnte

Aus welchen Gründen könnten die Langfristzinsen derart tief liegen? Es gibt unseres Erachtens etwa vier unterschiedliche, aber durchaus miteinander kombinierbare Erklärungen, nämlich:

- die Annahme einer Wachstumsschwäche,
- eine zu tiefe Inflationserwartung,
- eine durch die Geldpolitik induzierte Zinsarbitrage,
- eine deutliche Veränderung der Angebots- und Nachfragestruktur für „langes“ Geld.

Wir werden im folgenden die vier Erklärungsversuche behandeln und bewerten und danach die Konsequenzen für den Anleger zu ziehen versuchen. Zur ersten Argumentation: Es könnte durchaus sein, dass wir, sprich die US-Wirtschaft und nachgelagert auch der nach Amerika liefernde Teil Asiens, in eine veritable *Wachstumsdelle* schlittern. So, dass (im nachhinein gesehen) die Zinserhöhungen des Fed gar nicht gerechtfertigt gewesen wären. Und so, dass bald wieder einmal die Deflationsgefahr oder gar die Angst vor einer Depression Thema der Wirtschaftspostillen werden könnte. Grund für die Wachstumsdelle: In erster Linie das in diesem Ausmass keinesfalls nachhaltige Verhalten des amerikanischen Staates und des amerikanischen Konsumenten, die sich beide in hohem Ausmass verschulden und die ihre (asiatischen) Lieferanten veranlassen, amerikanische Währung anzuhäufen. Eine Situation, aus der man mit einer Tiefzinspolitik aber keinesfalls herausfinden kann. Denn solange die Zinsen tief sind, ist das Schuldenmachen sowohl des Staates als auch der Bürger eine zu wenig schmerzhaft Angelegenheit. Gefragt wäre mit anderen Worten eine rigide Geldpolitik mit hohen Zinssätzen zur kreativen Schumpeter'schen Zerstörung der bestehenden Finanzierungsstrukturen des „easy money“. Und nur mit höheren Zinsen wäre man in der Lage, die Asiaten als Käufer von US Dollars bei Laune zu halten. Die Frage bei diesem ersten, in sich selbst durchaus konsistenten Erklärungsversuch ist lediglich, wes-

halb dann angesichts eines insgesamt ziemlich grauenhaften Szenarios praktisch keine Risiko-prämien für drittklassige Schuldner und für Schwellenländer verlangt werden und weshalb die Aktienmärkte dermassen unaufgeregt sind. Conundrum.

Zweite Erklärungsmöglichkeit: Die *Inflationserwartungen* sind aus irgendwelchen Gründen *zu tief*. Oder die Inflation wird falsch gemessen, wie uns das der „Economist“ jüngst vorexerziert hat („The Economist“, 26.2.05, Seiten 12f und 68f). Im amerikanischen Konsumentenpreisindex sind die Immobilienpreise nicht adäquat eingeschlossen, und diese sind in den letzten Jahren in den USA rasant gestiegen. Wohnen gehört zum Leben wie Cornflakesessen, und die Wohnungspreise gehören mithin zu den Lebenskosten. Somit ist es völlig unverständlich, wenn man den Preisanstieg im Immobiliensektor für die Messung der Teuerung ausser Acht lässt. Der Economist veranschlagt die um die Wohnkosten bereinigte Teuerungsrate auf beinahe 6 Prozent (anstelle der offiziellen 2 Prozent), was die höchste Teuerungsrate seit 1982 wäre. Die Argumentation hat zwar einiges für sich, ist aber unter zwei Gesichtspunkten dennoch fragwürdig. Erstens stellt sich trotz allem angesichts des sehr hohen Eigenheimbestands in den USA die Frage, ob der Einbezug von Immobilienpreisen im Teuerungsindex tatsächlich gerechtfertigt ist. Denn die Crux mit dem Anstieg von Assetpreisen liegt darin, dass sich dadurch ja auch die Vermögenslage verbessert – dass der finanzielle Spielraum durch die Preisentwicklung also höher und nicht kleiner wird. Das verträgt sich konzeptionell nicht mit den Lebenskosten, bei deren Anstieg sich der finanzielle Spielraum verringern müsste und die man genau aus diesem Grund ja auch misst und unter Kontrolle halten will. „Asset-Inflation“ ist zwar ein in Analytikerkreisen und in Finanzblättern oft genanntes Gespenst; eine konsistente Beschreibung in der volkswirtschaftlichen Literatur gibt es aber nicht. Zweitens ist nicht einzusehen, weshalb eine grosse Gemeinde von Finanzmarktteilnehmern, denen die gestiegenen Immobilienpreise in den USA durchaus bekannt sind, weil viele von ihnen nämlich in entsprechend immer teurer werdenden Objekten wohnen, keine Anstalten macht, durch eine klar höhere Preisstellung ihrer Anlagen dieser (scheinbar unerkannten) Inflationsgefahr zu begegnen. Es würde sich also um eine der berühmten „Bubbles“ handeln, und die halbe Welt wäre wieder einmal dumm, ausser der „Economist“. Ein, mit Verlaub, etwas elitärer Standpunkt.

#### 4. Fed: Opfer seiner selbst?

Dritter Erklärungsversuch: Die tiefen Langfristzinsen sind das Resultat einer über lange Zeit sehr voraussehbaren Geldpolitik des Fed. Das Fed würde also sozusagen Opfer seiner selbst, weil nämlich alle Welt annimmt, dass die Notenbank keinesfalls die Kurzfristzinsen so ansteigen lassen würde, dass sie höher zu liegen kämen als die Langfristzinsen, und weil mithin die Inversion der Zinskurve ein quasi unmögliches Szenario darstellt, kann männiglich eine risikolose Spekulation „aus Kurz mach Lang“ vornehmen. Man nennt diese Spekulationen „carry trades“, und klassischerweise waren sie früher dem Bankensystem vorbehalten, dessen volkswirtschaftliche Funktion ja unter anderem genau in der Fristentransformation liegt. Wenn nun aber nicht nur das durch Liquiditätsvorschriften und andere stabilitätsorientierte Bestimmungen hochregulierte Bankensystem Fristentransformation ausübt, sondern ein weiterer Kreis völlig anderer Marktteilnehmer dazustösst, dann wird aus der (vielleicht irrtümlichen?) Annahme, das Fed werde „es“, das heisst den Bestand einer steigenden Zinskurve, schon richten, eine Art gigantischer „Moral Hazard“. Er wird noch verschärft durch eine zweite (vielleicht irrtümliche?) Annahme, dass „es“ das Fed schon richten werde, und zwar bezüglich der Kreditrisiken, indem die Notenbank, ähnlich wie beim LTCM-Fall von 1998, die Sicherheit der wesentlichsten Gegenparteien im Finanzsystem auf alle Zeiten garantiere. Die extrem tiefen Risikoprämien wären durch diese Art „Garantie“ jedenfalls erklärbar. Nur: Das Lustige an der Situation ist, dass sich die Mitspieler in einem solchen Spiel quasi selber kannibalisieren. Denn die Differenzen zwischen Kurz und Lang respektive zwischen AAA-Schulden und Junkbonds sind durch das aggressive Investieren dermassen gering geworden, dass das Spiel nicht mehr so richtig profitabel ist. Und wehe, wenn sich dennoch einmal ein wenig Inflationserwartungen oder eine kleine Schuldenkrise abzeichnen würden! Es gibt an den Finanzmärkten nichts schlimmeres, als wenn eine vermeintliche Arbitrage (d.h. ein sogenannt risikoloses Geschäft) zum Hochrisiko wird. Es bräuchte nur relativ geringfügige Bewegungen in den Langfristzinsen oder bei den Risikoprämien, und das ganze Spekulationsgebäude käme zum Einsturz.

Der dritte Erklärungsversuch für die spezielle Zinssituation weist einige Attraktivität auf. Nachgelagert stellen sich aber einige gravierende Fragen. Wir haben weiter oben gesagt, dass das Fed sozusagen „Opfer seiner selbst“ geworden sein könnte. Dass der über Jahre hinweg praktizierte Gradualismus Greenspans, das immer klarer zu-

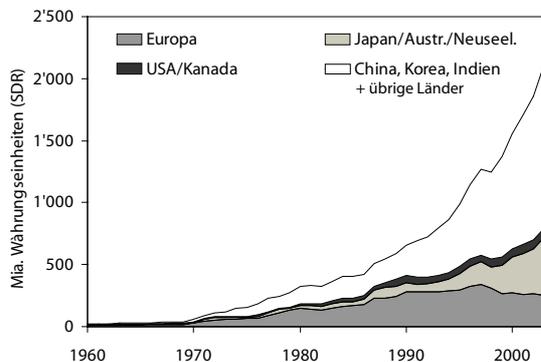
tage getretene Schielen der Notenbank auf die Bondmärkte zu einer Art tautologischer Schlaufe geworden ist. Dass die Absenz überraschender Handlungen der Notenbank eine gefährliche Gemütlichkeit aufkommen liess, eine Gemütlichkeit „risikoloser“ Gewinne, an der eine immer grössere Anzahl von Marktteilnehmern partizipieren wollte und immer noch will. Eine Gemütlichkeit, die zu immer gewagteren Finanzierungspraktiken geführt hat – der „carry trade“ ist ja erst richtig interessant, wenn er über einen durch Verschuldung erzeugten, genügend grossen Hebel verfügt. In der Masse praktiziert, kann eine solche Konstellation gefährlich werden. Wenn wir den derzeitigen Leverage des Finanzsektors betrachten, dann kann durchaus die dumpfe Ahnung aufkommen, dass die nun schon sehr lange andauernde Gemütlichkeit in eine deutlich unangenehmere Stimmung umschlagen könnte. Irgendwie macht es derzeit den Anschein, als wäre aus der Erwartungshaltung der Märkte, die Notenbank werde „es“ schon richten, durch das Ausmass der darauf bauenden Geschäfte eine Art Diktat der Märkte geworden. Aber gäbe es Alternativen dazu? Wäre es beispielsweise richtig, wenn eine Notenbank, um das Aufkommen von zuviel Gemütlichkeit zu verhindern, ab und zu und völlig überraschend die Märkte erschrecken sollte? Ein gewisses Mass an *Unberechenbarkeit*: Wer über ein wenig Führungserfahrung verfügt, der weiss, dass man ohne dieses Element die Disziplin kaum aufrechterhalten kann. Vielleicht müsste die vielgepriesene Unabhängigkeit von Notenbanken um den Begriff „Unberechenbarkeit“ ergänzt werden...

#### 5. Mehr Nachfrage, weniger Angebot?

Schliesslich noch eine vierte Art, die tiefen langfristigen Zinsen zu erklären. Sie läuft schlicht darauf hinaus, dass sich in der Struktur von Angebot und Nachfrage für langfristiges Geld sehr wesentliche Veränderungen ergeben haben. Das eine Stichwort ist dabei gewiss der Aufbau von Devisenreserven durch die asiatischen Notenbanken. Diese sind das Resultat des Ungleichgewichts in den Zahlungsströmen zwischen Asien und Amerika bzw. der Fixierung der asiatischen Wechselkurse auf einem angesichts des Ungleichgewichts deutlich zu tiefem Niveau. Devisenreserven sind nicht irgendwelche Dollarnoten im Keller von Zentralbanken, sondern Wertschriftenanlagen in den jeweiligen Fremdwährungen. Sie werden am Markt aufgekauft, und normalerweise handelt es sich um Obligationen erstklassiger Schuldner. Die im Billionenbereich liegenden asiatischen Reserven (46 Prozent der US-Treasuries werden durch Ausländer gehalten)

sind mit Sicherheit ein wesentlicher Marktfaktor, der die Nachfragekurve deutlich beeinflusst. Je höher die Nachfrage nach solchen Obligationen, desto tiefer die Rendite. Nicht umsonst kommt deshalb eine gewisse Nervosität auf, wenn eine der asiatischen Notenbanken ankündigt, ihre Devisenreserven künftig besser zu diversifizieren, was im Klartext nichts anderes bedeuten würde, als dass Dollarbonds verkauft und Bonds in Euro gekauft würden. Dass der grosse Exodus aus der amerikanischen Währung noch nicht stattgefunden hat, erklärt sich aus der oben beschriebenen Einseitigkeit der Handelsstruktur zwischen beiden Kontinenten. Solange die Asiaten zu so tiefen Preisen so viel exportieren wollen, müssen sie Dollars anhäufen. Und solange werden auch die Bondrenditen immer wieder nach unten gedrückt werden.

### Währungsreserven aus dem Lot?



Quelle: IMF/IFS; eigene Darstellung

Ein zweites Element in dieser *Strukturveränderung* auf der Nachfrageseite dürften die institutionellen Anleger, also die Versicherer, insbesondere die Lebensversicherer und die Pensionskassen, sein. Sie betreiben in einem ganz anderen Ausmass als früher die Steuerung der Fristigkeit der Verpflichtungs- und der Anlagenseite ihrer Bilanz. Bis vor relativ kurzer Zeit, nämlich noch zu Beginn der Neunzigerjahre des letzten Jahrhunderts, war es eine äusserst mühselige Sache, das Zinsrisiko eines Obligationenportefeuilles, ausgedrückt in der sogenannten Duration, zu berechnen. Der Autor dieser Zeilen erinnert sich an den Besuch des Finanzchefs einer damals angesehenen und grossen schweizerischen Versicherungsgesellschaft bei der damals noch ziemlich unbekanntem und kleinen Bank am Bohl in St. Gallen, um sich von dem dort tätigen Team von HSG-Studenten die Berechnung der Duration vorstellen zu lassen. Man hatte es bei unter grossem Aufwand geschafft, eine entsprechende Formel in die damals noch ziemlich archaische Tabellenkalkulation einzubauen. Die Frage des Finanzchefs, ob man eventuell die

durchschnittliche Duration aller Obligationen der Versicherung auch berechnen könnte, wurde unvorsichtigerweise freudig bejaht, worauf man einen Macintosh-Cluster von mehreren Maschinen zusammenstellen musste, der dann während Stunden das Zinsrisiko der 1500 Obligationen berechnete. Heute sind alle diese Daten auf Knopfdruck und völlig selbstverständlich vorhanden, und man hat mittlerweile auch das Problem gelöst, die Passivseite von Versicherungen bezüglich ihrer Fristenstruktur adäquat zu berechnen.

Das Resultat dieser Entwicklung liegt in einer bei weitem bewussteren *Steuerung der Zinsrisiken* durch die institutionellen Anleger. Es wird versucht, keine unnötigen (und früher unerkannten) Risiken in der Bilanz zu tragen. Die Notwendigkeit, die Risiken sorgfältig zu steuern, ergab sich vor allem durch die nach 2001 eingetretene Wertvernichtung bei den Aktienanlagen von vielen institutionellen Anlegern. Die Risikofähigkeit früher stolzer und eigenmittelschwerer Versicherungsgesellschaften ist immer noch sehr gering; entsprechend vorsichtig müssen die Anlagen ausgewählt werden. Nun liegt es in der Natur der Sache, dass die meisten Verpflichtungen von institutionellen Anlegern relativ weit in der Zukunft liegen. Wenn man Risiken vermeiden will, muss man versuchen, die der Verpflichtung entsprechende Anlage fristenkongruent anzulegen. Man sucht dann nach durchschnittlichen Laufzeiten im Bereich von 10 oder 15 Jahren. Wenn viele institutionelle Anleger zur selben Zeit ungefähr das gleiche machen (müssen), dann hat dies gewiss einen gewichtigen Effekt auf die Nachfrage.

Vermutlich hat sich aber – dies als drittes Element in der Strukturveränderung von Angebot und Nachfrage – in den letzten Jahren auch eine Reduktion von zur Verfügung stehenden Anlagen ergeben. Zum einen gibt es, zumindest in der westlichen Welt, im Vergleich zu früher deutlich weniger sehr langfristig orientierte Projekte wie Staudämme, Kernkraftwerke und dergleichen. Auch von Industrieanlagen verlangt man heute, dass sie sich innert weniger Jahre auszahlen, weil der rasche technologische Wandel keine längeren Amortisationsfristen zulässt. Daraus ergibt sich ein Rückgang im Angebot von Langfristanlagen. Akzentuiert wird dieser Rückgang zum anderen durch die Tendenz namentlich öffentlicher Schuldner, an der wunderbaren Gemütlichkeit einer auf alle Zeiten hinaus steigenden Zinskurve ebenfalls teilzunehmen und sich in der Tendenz eher kurzfristig zu refinanzieren, weil man da deutlich tiefere Zinssätze zu entrichten hat. Auch das ist ein „carry trade“.

## 6. Ein bisschen von allem?

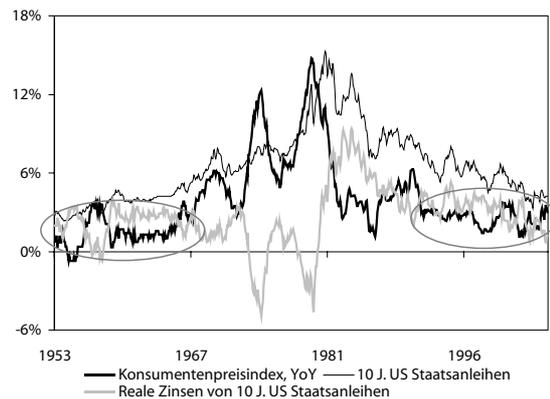
Greenspan's Rätsel, sein „conundrum“, lässt sich offensichtlich nicht durch einfache und eindeutige Erklärungen lösen. Vielmehr kommen mehrere Elemente zusammen, und bezüglich deren Gültigkeit und deren Gewicht gibt es grosse Unsicherheiten. Und es resultieren auch Widersprüche. Wenn nämlich beispielsweise die Zinskurve durch massenhafte „carry trades“ und durch eine nachhaltige Veränderung der Angebots- und Nachfragestruktur für lang gebundenes Kapital gedrückt ist, dann sind sämtliche Wirtschaftsprognosen (inklusive die meisten leading indicators), die auf Steilheit der Zinskurve beruhen, deutlich zu negativ. Wenn es andererseits stimmen sollte, dass die Inflationsraten deutlich unterschätzt werden, dann befinden sich die „carry traders“ und mit ihnen der Staat und die Haushalte als Schuldner in höchster Gefahr. Ein bisschen von allem funktioniert also nicht.

Unseres Erachtens dürfte es die Kombination der Erklärungsversuche 3 und 4 sein, die in der Analyse weiterführt. Dass sich in den letzten Jahren immer mehr Marktteilnehmer die Verlässlichkeit des Fed punkto Zinspolitik zunutze gemacht haben, steht ausser Zweifel. Dass die Nachfrage nach langfristigen Anlagen, gerade unter dem Eindruck (eben!) nicht vorhandener Inflation gestiegen, das Angebot an Anlagen dagegen gesunken ist, weil es einerseits angesichts der tiefen Kurzfristzinsen lustiger ist, sich anstatt im Kapitalmarkt im Geldmarkt zu verschulden, ist ebenfalls einsichtig. Wird dieser strukturellen Argumentation Folge geleistet, dann können der erste, konjunkturelle Erklärungsversuch (die Wachstumsdelle) und der zweite, psychologische Erklärungsversuch (die unrichtige Inflationserwartung) verworfen werden.

Nur: Was machen wir nun mit diesen Erkenntnissen? Können wir beispielsweise eine Aussage machen über die Nachhaltigkeit der Konstellation? Werden die Zinsen, und mithin vor allem die langfristigen Zinsen, noch über längere Zeit tief bleiben? Aus unserer Sicht sind es zwei Bedingungen, die kumulativ über längere Zeit zutreffen müssen, dass von einem anhaltenden Tiefzinsszenario ausgegangen werden kann. Erstens darf sich im Verhältnis der USA zu den asiatischen Handelspartnern nichts Wesentliches ändern. Wenn wir es richtig sehen, besteht zwischen den beiden Parteien so etwas wie eine *Neuaufgabe des Bretton Woods-Systems*, das heisst ein Regime fixierter Wechselkurse, von dem man zwar weiss, dass es irgendwann einmal aufbrechen wird, das aber ein sehr zähes Leben haben kann. Es lohnt sich, dafür einen Blick zurück in die Fünfzigerjahre des letz-

ten Jahrhunderts zu werfen. Interessanterweise zeigt sich eine Phase tiefer Realzinsen, die über mehr als zehn Jahre gedauert hat. Europa erlebte während dieser Zeit einen unglaublichen Aufschwung, vergleichbar mit dem heutigen asiatischen Aufbruch, und insofern besteht schon die Möglichkeit, dass sich die Geschichte für einmal wiederholen könnte.

### Seltensam symmetrisch



Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Zweite Voraussetzung ist unseres Erachtens, dass trotz der beträchtlichen Liquiditätsschwemme der letzten Jahre nicht doch irgendwann Inflation aufkommt. Die Chancen dafür stehen nicht schlecht. Denn es waren ja zwei absolut grundlegende, physische Strukturveränderungen, die uns das inflationsfreie Wachstum der letzten Jahre beschert haben: die Globalisierung einerseits und die Senkung der Informations- und Transaktionskosten durch neue Technologien (insbesondere das Internet) andererseits. Physische Veränderungen werden in der Regel übersehen, falsch interpretiert oder zumindest unterschätzt.

Die Öffnung der Welt wird für geraume Zeit weiterhin dafür sorgen, dass immer und immer wieder kostengünstigere Produzenten von Gütern an immer neuen Orten gefunden werden. Vielleicht wird sogar Afrika einmal noch als Produktionsstandort entdeckt werden. Durch die Anwendung neuester Technologien auch in entlegensten Gebieten (und durch die Fähigkeit, Technologie brutal zu kopieren und in der Pampa anzuwenden...), wird die globale Arbeitsteilung noch bedeutend weiter getrieben werden. Teuerung kann unter solchen Umständen kaum aufkommen, selbst wenn einzelne Faktorpreise wie jene des Erdöls und anderer Rohstoffe noch weiter steigen werden.

Die effizienzsteigernden Effekte der Internet-Technologie werden systematisch unterschätzt. Dies unter anderem, weil nicht wahr sein darf, was man nicht gerne hat. Das Internet stellt Ver-

triebsstrukturen in Frage. Es verleiht der Vergleichbarkeit von Gütern, Dienstleistungen und Preisen völlig neue Dimensionen. Ein wesentlicher Teil der etablierten Wirtschaft ist aber immer noch Teil traditioneller Vertriebsstrukturen. Unseres Erachtens haben wir im ersten Internetboom 1998 bis 2001 erst einen ganz kleinen Teil der künftigen Entwicklung gesehen. Der Trend zu bei weitem dezentraleren Entscheidungsträgern und zu einer bei weitem individueller gestaltbaren Allokation von Gütern und finanziellen Mitteln wird nicht nur weitergehen, sondern noch zunehmen. Auch unter diesem Titel ist Inflation, die ja eigentlich immer einen territorialen Bezug haben muss, ein nicht sehr gut vorstellbares Szenario.

Es sei an dieser Stelle nicht verschwiegen, dass wir die namhaftesten Veränderungen für die nächste Zeit vor allem im Finanzsektor erwarten, denn gerade dort war und ist der traditionelle Allokationsvorgang ziemlich kanalisiert und kostspielig. Nachhaltig tiefe Renditen an den Zinsmärkten wie voraussichtlich auch bei den Aktien werden den Margenspielraum des Finanzsektors beschränken. Alternative Allokationsprozesse werden neben den bestehenden Strukturen Platz greifen. Dass wir bereits auf dem Wege dazu sind, haben wir weiter oben bei der Erklärung der tiefen Volatilitäten angeführt. An sich sind das „good news“ für den Anleger, denn es ist davon auszugehen, dass eine durch Internetzugriff bei weitem besser informierte und vor allem viel breiter gestreute Anlegerschaft, versehen mit allen Möglichkeiten, die Risiken von Finanzinstrumenten durch alle nur denkbaren Instrumente auf die individuellen Gegebenheiten anzupassen, eher vor den grossen Irrtümern und Übertreibungen gefeit ist als eine hysterische Wall Street. Oder anders gesagt: Die Preisbildung dürfte künftig der Wahrheit näher liegen als zu Zeiten kanalisierter Finanzallokation.

## 7. Prekäre Stabilität

Wir haben in diesem Anlagekommentar versucht, etwas Licht in den Dschungel von kurz- und langfristigen Zinsen, von Währungen und von Volatilitäten zu bringen. Die Schlussfolgerungen laufen auf eine Prognose für weitgehend stabile Verhältnisse, vor allem was die Zinsen betrifft, hinaus. Entsprechend sehen wir keinen Grund für übermässige Befürchtungen bezüglich einer Wachstumsabschwächung und bezüglich stark

ansteigender Inflation. Ein an sich ganz nettes Bild, das wir da malen.

Man muss sich aber bewusst sein, dass diese prognostizierte Stabilität relativ prekär ist. Denn wenn wir über Risiken im Zinsbereich sprechen, und darum handelt es sich ja bei der Analyse der Zinskurve im wesentlichen, dann handelt es sich um *Grossrisiken* mit hohem Zerstörungspotential. Ein Zinsanstieg von nur einem Prozentpunkt auf einem über zehn Jahre laufenden (Zero-)Bond führt zu einem Kapitalverlust von zehn Prozent. Das Eingehen von Zinsrisiken, ob es nun private oder institutionelle Obligationäre seien oder Banken bei der Vergabe von Festhypotheken oder der Staat, wenn er sich am kurzen Ende für seine quasi ewigen Ausstände verschuldet: Wenn man auf dem falschen Fuss erwischt wird, dann kostet das sehr viel.

Der Anleger geht in der Regel davon aus, dass der festverzinsliche Teil eines Vermögens sozusagen sein Sicherheitsteil ist. Entsprechend müsste das Anlageverhalten gestaltet werden! Die gegenwärtige Situation birgt Gefahren. Für sehr wenig Renditevorteile kann man sich nämlich erhebliche Risiken einhandeln. Das Nominalzinsniveau ist absolut tief. Potential zu noch tieferen Zinssätzen ist beileibe nicht vorhanden. Die Situation ist deshalb *asymmetrisch*. Renditesteigernde Laufzeitenverlängerungen müssen durch ein hohes Verlustrisiko erkaufte werden. Analoges gilt bezüglich der absolut sehr geringen Kreditrisikoprämien. Es fragt sich, ob sich geringste Renditeverbesserungen durch den Einkauf schlechter Schuldnerqualität wirklich rechtfertigen. Unseres Erachtens lohnt es sich stattdessen eher, Renditepotential in anderen Bereichen zu suchen.

Einmal mehr und auf die Gefahr hin, langweilig zu wirken, weisen wir deshalb eindringlich auf die Notwendigkeit hin, der Diversifikation genügend Aufmerksamkeit zu schenken. Dem immer möglichen Irrtum über den wahren Stand der Dinge kann nur begegnet werden, wenn quer über alle Anlageklassen, Produktkategorien und über alle Währungen hinweg die Gewissheit besteht, dass man nicht von einer einzigen Grösse abhängig ist.

KH, 7.3.2005