



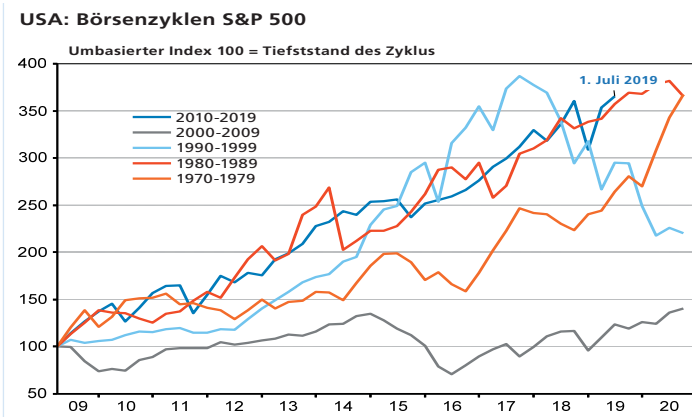
Die Zentralbanken und das Diktat der Märkte

Im Juni kam es nicht nur beim Wetter zu Hitzerekorden, sondern auch bei den Finanzmärkten. Welche Verbindung besteht zwischen den Höhenflügen an der Börse und dem Absturz der Zinsen in Europa? Die Bewegungen lassen sich mithilfe traditioneller Konzepte wie Wirtschaftsnachrichten, politische Ereignisse oder Risikoaversion bzw. -appetit der Anleger nur schwer einteilen. Die Ausrichtung von Aktien und Anleihen wurde von den gelinde gesagt ambiziosen Erwartungen der Geldpolitik bestimmt, die nach Ansicht der Anleger zu Leitzinssenkungen, einer Wiederaufnahme des Anleihekauf-programms (QE) und zur Bereitstellung neuer Liquidität durch die Zentralbanken führen würden. Vor diesem Hintergrund sind die Zinssätze für kurze und lange Laufzeiten einerseits drastisch gesunken, andererseits hat die Aussicht auf neue Liquidität den Aktien wieder neuen Schwung verliehen. Börsentitel und Anleihen haben daher vielmehr wegen der steigenden Handelspreise zugelegt und nicht wegen des eigentlichen wirtschaftlichen Wertes dieser Anlagen.

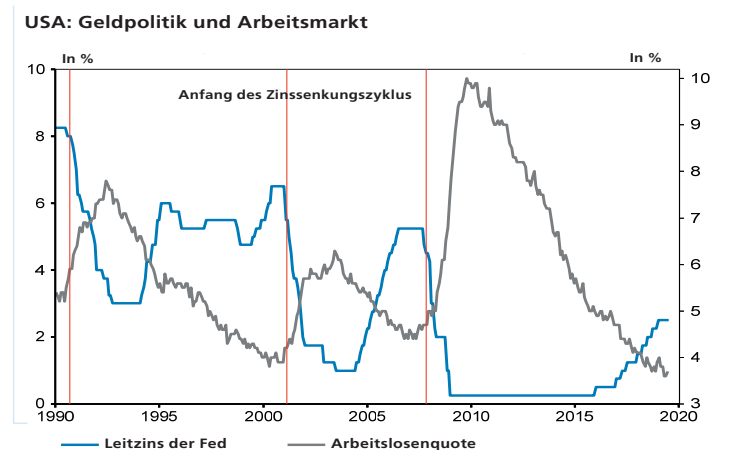
eine Wiederaufnahme der Wertpapierkäufe durch die Zentralbanken, um eine Normalisierung der Liquidität zu vermeiden. Natürlich führt die Vollbeschäftigung, die sich in den USA mit der Schaffung von 225 000 neuen Arbeitsplätzen und in Europa mit einer historisch tiefen Arbeitslosenquote von 7,5 % bestätigt, zu einer moderaten Lohninflation, wobei sich diese übrigens nicht in den Endpreisen niederschlägt. Die Gründe hierfür sind konjunkturell (Produktivität) und strukturell. Dies führt zu stabilen Preisen bei einer Teuerung, die in den letzten Jahrzehnten eher um 1 % als um 2 % lag.

Sollte also präventiv mit für Krisenzeiten geeigneten Waffen gegen diese strukturellen Veränderungen, die zu tieferen, neutralen Gleichgewichtszinssätzen, die weder zu einer Stimulation noch zu einer Verlangsamung der Wirtschaft führen, vorgegangen werden? Die Antwort des Ökonomen lautet: "Nicht präventiv", die des Anlegers auf der Suche nach Rendite lautet hingegen: "So schnell und umfangreich wie möglich", so als ob er den politischen Diskurs, der die (kommerziellen) Spannungen schürt und Lösungen bei den Währungsbehörden sucht, noch bekräftigen wolle.

Darum dreht sich heute im Grunde genommen die ganze Debatte zwischen Ökonomen und Marktanalysten. In der Vergangenheit stützte sich die US-Notenbank Fed vor der Auslösung eines Lockerungszyklus auf Signale wie: den Rückgang des Geschäftsklimas (ISM Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe unter 50 und/oder zusammengesetzter ISM verarbeitendes Gewerbe & Dienstleistungen zwischen 50 und 55), den Anstieg der Arbeitslosenquote oder keine Schaffung neuer Arbeitsplätze. Keines dieser Signale ist zurzeit vorhanden. Die Anzeichen für eine Krise sind bisher fast ausschliesslich politischer Natur und die Zentralbanken haben ihre Unabhängigkeit gegenüber ihren jeweiligen Regierungen bisher verteidigen können! Die Erwartung einer Kettenreaktion seitens der EZB und der SNB ist nicht weniger übertrieben, selbst wenn die Risiken für das Wachstumsszenario gestiegen sind.



In dieser durch einen wirtschaftlichen Abschwung gekennzeichneten Phase des Konjunkturzyklus, wobei der Abschwung vor allem im verarbeitenden Gewerbe zu beobachten ist, gewinnt die Stimmung der Anleger angesichts in den Hintergrund gedrängter Fundamentaldaten im Entscheidungsprozess zunehmend an Bedeutung. Die Ungewissheit im Hinblick auf die wirtschaftliche Entwicklung angesichts des Drucks einer sich im Umbruch befindlichen Automobil- und Halbleiterindustrie, einer Aufwertung des Dollar und Spannungen im Welthandel, liefert Stoff zum Nachdenken und räumt der Stimmung mehr Platz und Einfluss ein. Das geht so weit, dass die Zentralbanken davon überzeugt werden sollen, dass eine Änderung der geldpolitischen Ausrichtung unerlässlich ist. In Zeiten von Finanz- und Staatsschuldenkrise und angesichts deflationärer Risiken haben die Zentralbanken unkonventionelle Mittel eingesetzt, um eine finanzielle und wirtschaftliche Depression zu vermeiden. Zu einem Zeitpunkt, an dem die Börsenkurse (vor allem in den USA) ein mit den lukrativsten Phasen in den 1970er und 1980er Jahren vergleichbares Niveau erreicht, an dem von einem beispiellosen Rückgang der Zinssätze angetriebene Anleihen keine Obergrenze mehr zu kennen scheinen, besteht da die stabilisierende Rolle der Zentralbanken wirklich darin, die Renditen der Anleger zu steigern oder vielleicht doch eher darin, für Preisstabilität bei Gütern und Dienstleistungen zu sorgen? Die Anleger wollen Ersteres glauben, indem sie die entgegenkommenden Aussagen der Zentralbanker vom Juni zu Interventionen machen, die einer Krise würdig wären: ein erwarteter Rückgang der US-Leitzinsen um 75 Basispunkte in diesem Jahr, eine weitere Senkung der Negativzinsen in bisher ungekannte Tiefen und



Asset-Allokation: Qualität vs. Quantität

In einem Umfeld, in dem die Stimmung der Anleger die Preissensibilität bei Anleihen und Aktien deutlich erhöht hat, bleiben wir nach wie vor wachsam. Langfristige Wertentwicklung basiert auf der dauerhaften Schaffung von Unternehmensvermögen und nicht auf künstlichen Schwankungen der Preise von Kapital oder Schulden. Wir engagieren uns auch weiterhin in der Schaffung von Vermögen durch die Auswahl von Qualität und zwar stets mit der gebotenen Wachsamkeit, denn die derzeit vorherrschende Stimmung ist zweifelsohne völlig unberechenbar.