

Kein aussergewöhnlicher Zyklus



Von Prof. Dr. Erwin W. Heri
Dozent an den Universitäten
Basel und Genf
Chairman Valartis Group AG, Baar

Vierorts scheinen die wirtschaftlichen Eckdaten seit ein paar Wochen ausser Rand und Band zu sein. Auf der einen Seite stimmen – mit Ausnahme der USA – nicht nur die Konjunkturzahlen, sondern auch die entsprechenden Aussichten, und die Industrie zeigt vernünftige bis gute Unternehmensab-

schlüsse. Und auf der anderen Seite bricht die Börse zusammen – nicht nur bei den Banknotierungen, sondern auf breiter Front –, und allenthalben werden irgendwelche Rezessionsgeister an die Wand gemalt.

Was ist geschehen? Seit fünf Jahren erleben wir doch einen wunderbaren Wirtschaftsaufschwung mit entsprechendem Börsenboom. Kann die Subprime-Krise in den USA, die gegenwärtig die Medien weltweit monopolisiert, tatsächlich eine weltweite Konjunkturkrise auslösen oder gibt es vielleicht tieferliegende Prozesse, die einen nachdenklich stimmen sollten?

Kein Blitz aus heiterem Himmel

Wenn man sich einen etwas breiteren volkswirtschaftlichen Datenkranz ansieht, dann erkennt man, dass die gegenwärtige Situation nicht so aussergewöhnlich ist; vor allem aber nicht ganz aus heiterem Himmel kam.

Der geneigte Leser dieser Kolumnen mag sich vielleicht an meine Überlegungen von Mitte 2006 zurückerinnern, als unter dem Titel «Konjunktur-euphorie» von heranziehendem Unwetter an der US-Konjunkturfront die Rede war. Wir haben die damals verwendete Grafik weitergeführt. Noch selten hat sie enttäuscht: Die obere Kurve enthält einen Indikator der US-

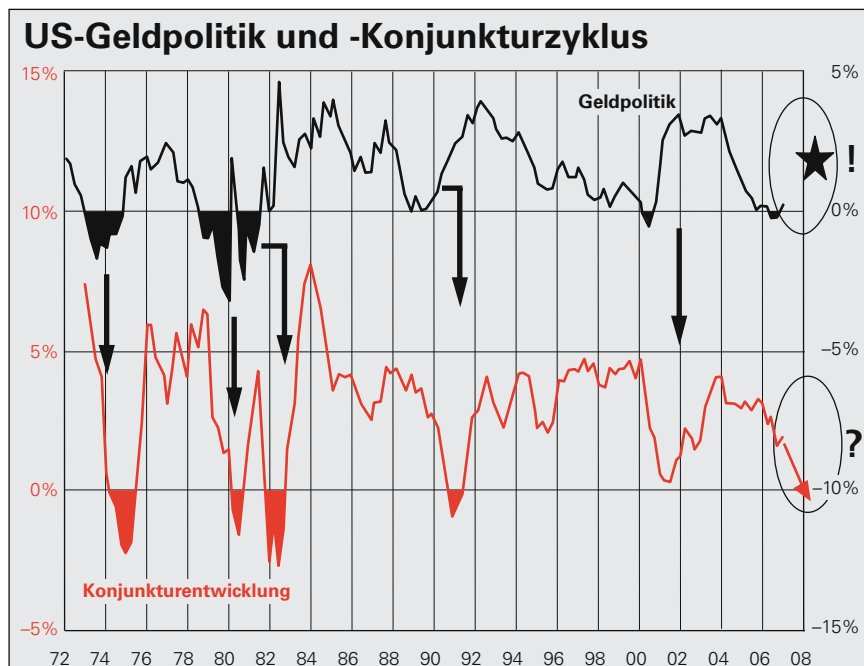
Geldpolitik, und die untere Kurve zeigt den Konjunkturzyklus in den USA über die letzten 25 Jahre. Als Indikator für die Geldpolitik verwenden wir die Situation der Zinsstrukturkurve – die Differenz zwischen kurzfristigen (3-Monats-Geldern) und langfristigen Zinsen (Rendite 10jähriger Staatsanleihen).

Die kurzfristigen Zinsen werden üblicherweise von der Zentralbank gesteuert, während die Situation der langfristigen Zinsen in den Kredit- und Bondmärkten definiert wird. Ohne hier auf die Details eingehen zu wollen, beeinflusst die Zinsstrukturkurve vor allem die Kreditsituation in der Volkswirtschaft. Je grösser die Differenz zwischen den lang- und den kurzfristigen Zinsen, desto profitabler die Fristentransformation für kreditgebende Institute. Über die Kontrolle der kurzfristigen Zinsen kann die Zentralbank deswegen grundsätzlich die Wirtschaftsentwicklung beeinflussen, da die Kreditvergabe wie Öl im Motor der Wirtschaft wirkt.

Zusammenhänge wirken

Die Grafik zeigt, dass diese Zusammenhänge offensichtlich wirken. Die Kurve der Geldpolitik fällt immer dann in den negativen Bereich (schraffiert), wenn die Zinskurve invers wird (die kurzen liegen dann über den langen Zinsen). Dies führt tendenziell zu einer Kreditkontraktion – der Konjunkturaufschwung wird gebremst. Und das gleiche wirkt in der anderen Richtung. Aus der Abbildung geht deutlich hervor, dass jegliche Inversion der Zinsstrukturkurve – sprich, eine Bremsübung der US-Zentralbank (Fed) – in den letzten 25 Jahren dramatische Auswirkungen auf die Konjunkturentwicklung hatte, in der Regel in Form einer Rezession (die rote Kurve fällt in den schraffierten Bereich).

Wie dies im Detail abläuft – die Dynamik des Abschwungs –, ist bei einer beginnenden Kreditkontraktion nicht steuerbar und kaum vorauszu- sehen. Es handelt sich dabei um die Entwicklung eines adaptiven dynamischen Systems, wie wir sie in der letzten Kolumne beschrieben haben. Für



solche Entwicklungen haben Ökonomen keine vernünftigen Modelle.

Die letzte Bremsübung des Fed begann etwa 2005. Wahrscheinlich war man damals bereits besorgt über gewisse Entwicklungen in einzelnen Segmenten des US-Kreditmarkts. Diese Bremsübung resultierte dann Mitte 2006 in der Inversion der Zinsstrukturkurve. Nicht wenige Marktteilnehmer haben damals auf dieses Signal reagiert. Die Dynamik der Kreditkontraktion war und ist diesmal aber deswegen besonders heftig, weil sie einen überhitzten Hypothekenmarkt traf, der seit Jahren komische Blüten getrieben hatte. Dies, und nur dies, ist das Spezielle an der gegenwärtigen Situation. Der Rest ist traditionelle aktivistische Geldpolitik à la US Federal Reserve. Durchsichtig und voraussehbar. Entsprechend sind auch die kürzlichen Zinssenkungen des Fed zu interpretieren.

Natürlich mussten einem übermächtig gestressten System gewisse Geldspritzen verabreicht werden – das gehört zum täglichen Handwerk einer Zentralbank. Die tieferliegende Intention war aber die Normalisierung der

Zinsstrukturkurve, nachdem der US-Konjunkturmotor plötzlich zu stottern begann. Aus der Grafik geht auch hervor, dass immer dann, wenn die US-Konjunktur schliesslich die Talfahrt beginnt, das Fed bereits wieder «Gas gibt», um den nächsten Aufschwung zu akkommodieren.

Inzwischen normalisiert sich die Zinsstrukturkurve wieder (die aktuelle Situation ist mit einem Stern gekennzeichnet), das Fed «gibt Gas». Ob dies reicht, um eine Rezession abzuwenden, ist unklar. Die Dynamik der im Moment ablaufenden Prozesse ist zu komplex. Aber das Fed bewegt sich auf sehr konventionellen Pfaden und würde nicht zögern, die Zinsen bei Bedarf noch wesentlich weiter zu senken. Ob Herr Bernanke der US-Volkswirtschaft mit diesem Aktivismus auch längerfristig hilft oder ob wir uns damit nicht vielleicht immer grösser werdende strukturelle Probleme einhandeln, müssen wir auf eine nächste Kolumne verschieben. Dass die europäischen Zentralbanken in diesen Fragen eine völlig andere Meinung vertreten als die USA, ist in den letzten Wochen offensichtlich geworden.

Und die Moral von der Geschicht' für den Anleger?

Und der Aktienmarkt? An den Aktienmärkten wird die Zukunft gehandelt. Nicht selten reagieren Aktienmärkte deswegen – vermeintlich irrational – früh auf Signale von der Konjunkturfront. Entwicklungen der Zinsstruktur werden auch hier oft als Signale interpretiert. Es ist deswegen auch nicht verwunderlich, dass Börsenentwicklungen in vielen Ländern im Index der vorauslaufenden Indikatoren geführt werden.

Soll ein Investor selber auf solche Signale reagieren und jeweils aktiv werden? Wer in Einzeltitel investiert und bewusst Risiken in zyklischen und/oder antizyklischen Titeln eingeht und meint, die Dynamik zu verstehen, sollte sich diese Geschichten wohl zu Herzen nehmen. Wer langfristig investiert und auf die Indizes setzt, sollte eher passiv bleiben, weil die Unvorhersehbarkeit der Entwicklung und vielleicht seine eigenen Emotionen ihn sonst dazu verleiten könnten, immer gerade im falschen Moment zu handeln.

www.valartis.ch •



Ein Geschäftsbereich der IIR Deutschland GmbH

2. IFF-Kongress in Kooperation mit der  European Business School

FAMILY OFFICE 2008

Marktentwicklung – Mandantenbetreuung –
Rechts- und Steuerfragen

9.-11. Juni 2008, Steigenberger Frankfurter Hof, Frankfurt/Main



Fachliche Leitung:

Dr. Peter Schaubach,

CFFO Center for Family Office der EBS Finanzakademie

Über 20 aktuelle Expertenberichte aus dem In- und Ausland u.a. von:



Michael von
Brauchitsch
VON
BRAUCHITSCH



Frank
Henkelmann
Buchanan
Capital Partners



Thomas
Knipp
Brunswick
Group



Dr. Stefan
Kolb
Deutsche
Bank



Prof. Heinrich
Liechtenstein
IESE Business
School



Reinhard
Panse
UBS
Sauerborn



Jürgen
Raeke
Berenberg
Private Capital



Alexander
Ruis
Wilhelm
von Finck



Dr. Stephan
Scherer
Shearman &
Sterling

www.iir.de/family-office2008 • +49 (0) 211 / 96 86 – 34 24

Z1006