



Betrachtungen zur Jahresmitte

- Tiefe Rezession
- Offene Geldschleusen
- Gigantische Konjunkturprogramme
- Anlagenotstand

Die Weltwirtschaft befindet sich in der tiefsten Rezession der Nachkriegszeit. Die OECD prognostiziert, dass die Weltwirtschaft 2009 um 2.2% schrumpfen wird. Die Weltbank ist diesbezüglich noch pessimistischer und sieht einen Rückgang von 2.9%. Die grossen Schwellenländer wie China und Indien wirken stabilisierend. So soll China 2009 mit 7.7% und Indien mit 5.9% wachsen. Für 2010 sieht die OECD ein Weltwirtschaftswachstum von 2.3%. Die höchsten Wachstumsraten werden von China (9.3%), Indien (7.2%), Brasilien (4.0%), USA (0.9%) und Japan (0.7%) erwartet. Von Europa ist bei der OECD wie bei der Weltbank kaum die Rede. Daraus wird ersichtlich, wo die Wirtschaftsaktivität herkommt. Auch wenn die Prognosen eintreffen, ist klar, dass die Wirtschaft 2010 deutlich unter ihrem Potenzialwachstum zulegen wird.

Die Geldschleusen der Notenbanken sind weit geöffnet. In den USA, in Japan, in Grossbritannien und in der Schweiz herrscht Nullzinspolitik. Die EZB gibt Geld zu 1% und hat in der letzten Juniwoche den Banken unlimitiert Liquidität bis zu einem Jahr zur Verfügung gestellt. Daneben betreiben alle wichtigen Notenbanken das sogenannte „quantitative easing“, bei dem sie Obligationen direkt am Markt kaufen. Das führt zu einer starken Ausweitung der Notenbankbilanzen. So ist die Bilanz des Federal Reserve Board innert kürzester Zeit von USD 800 Mia. auf über USD 2'200 Mia. gestiegen. TARP, TALF, CPFF, TLGP lauten die Programme, unter denen dem Markt in den USA bis dato fast USD 2'000 Mia. an Liquidität zugeführt wurden. In der EU summieren sich die entsprechenden Kapitalspritzen auf EUR 700 Mia. Dies entspricht knapp 6% der Wirtschaftsleistung der EU. Auch wenn ein Teil dieser Liquidität über fällig werdende Obligationen automatisch wieder zurückgeführt wird, entbrennt angesichts solcher Tatsachen natürlich die Diskussion um die Inflation. Diejenigen, die eine Inflation befürchten, argumentieren, dass die Liquidität, die im Moment noch im Bankensystem schlummert, aktiv wird und dann zu hohen Preissteigerungen führt. Das andere Lager argumentiert mit der Liquiditätsfalle und dem „output gap“, also der tiefen Kapazitätsauslastung. In jedem Fall ist zu bedenken, dass solch säkulare Kräfte wie Produktivitätsfortschritt, Deregulierung und Globalisierung, die geholfen haben, die Inflation in den letzten zwei Jahrzehnten tief zu halten, in Zukunft nicht mehr im gleichen Ausmass wirken werden.

Die Fiskalpolitik ist so expansiv wie nie zuvor in der Geschichte. Die Konjunkturprogramme sind gigantisch. Die Wirtschaftsankurbelungsprogramme in den USA summieren sich auf USD 787 Mia. Das sind über 5% des GDP. China spielt, zumindest relativ gesehen, in einer noch höheren Liga. Das Programm von rund USD 700 Mia. entspricht fast einem Drittel der chinesischen Wirtschaftsleistung. Eine Folge dieser Programme ist, dass die öffentlichen Defizite steigen.

In den USA rechnet man mit einer Neuverschuldung für das Rechnungsjahr 2009 von USD 1'700 Mia., was über 11% des GDP ausmacht. In Europa liegt die Zahl der Neuverschuldung bei rund 6% des GDP. Spitzenreiter unter den bedeutenden Ländern ist Grossbritannien, wo die Neuverschuldung 14.5% des GDP beträgt. Mit den öffentlichen Defiziten steigt auch der staatliche Refinanzierungsbedarf. Allein die USA werden bis Ende Jahr für USD 3'250 Mia. Treasuries refinanzieren müssen. In normalen Jahren liegt diese Zahl eher bei USD 900 Mia. Fundierte Schätzungen gehen davon aus, dass dieses Jahr weltweit Staatspapiere im Umfang von USD 5'300 Mia. auf den Markt kommen. Das sind rund 9% des globalen GDP. Da sich auch der nichtstaatliche Bereich in erheblichem Ausmass refinanzieren muss, ist zu erwarten, dass Staatsanleihen, Bankpapiere und Unternehmensanleihen zunehmend um die Gunst der Investoren buhlen werden. Auch muss die Frage gestellt werden, ob die Investoren diese Volumina finanzieren können und wollen, und wenn ja, zu welchen Konditionen. Trotz all dieser bekannten Tatsachen verharren die Zinsen weiterhin auf tiefem Niveau.

Riesige Mengen von Liquidität warten darauf, investiert zu werden. Bargeldumlauf und Bankreserven in den USA betragen im Moment rund dreimal den Wert der gesamten Börsenkapitalisierung der Aktienmärkte. Während der letzten 20 Jahre war diese Zahl die meiste Zeit nur halb so gross. Kurz vor dem Höchststand der Aktienmärkte im Jahr 2007 lag diese Grösse sogar bei 0,9. Es herrscht in der Tat eine Art Anlagenotstand. Gebrannt von den Ereignissen der letzten 18 Monate, sind die Investoren vorsichtig. Wenn man die einzelnen Anlageklassen analysiert, ist das nicht weiter erstaunlich. Qualitativ hochstehende Staatsanleihen gelten, nicht zuletzt wegen des grossen Angebots und der nach wie vor tiefen Zinsen, als eher teuer. Unternehmensanleihen haben ein markantes Rally hingelegt. Wenn Neuemissionen innerhalb von einer Stunde ausverkauft sind, liegt der Gedanke an eine Überhitzung nahe. Hedge Fonds sind nach dem Madoff-Debakel und der letztjährigen Performance weitgehend entzaubert und brauchen Zeit, um wieder Vertrauen zu schaffen. Commodities sind 2008 mit den Aktienmärkten eingebrochen. Das lässt Zweifel an ihrer Diversifikationseigenschaft aufkommen. Private Equity, zumindest diejenige in der Form von „listed private equity“, hat 2008 über 60% verloren. Dieses Jahr liegt der Index LPX50 allerdings um fast 20% im Plus. Die Nettoinventarwerte gehen aber zurück. Bleiben noch die Aktien. Nach minus 40% für den MSCI World und minus 50% für die Emerging Markets im Jahr 2008, sahen die Investoren 2009 eine Fortsetzung des Trauerspiels bis zum 9. März. Das anschliessende Rally brachte die meisten Indices der etablierten Märkte wieder in die Nähe der Jahresanfangsniveaus und die Emerging Markets wurden klar in die Pluszone katapultiert. Die Anleger sind untergewichtet, verunsichert und zwischen zwei Ängsten hin- und hergerissen. Einerseits herrscht Angst, nochmals markante Kurseinbussen hinnehmen zu müssen und andererseits befürchten die Anleger, bei einem Aufschwung der Märkte nicht dabei zu sein.

Die Betrachtungen zur Jahresmitte lassen es als ratsam erscheinen, die Duration weiterhin kurz zu halten und bei den Aktien eine leichte Untergewichtung zur Strategie fortzuführen.

Aquila Investment AG
Investment Center, 15. Juli 2009