

Die Weisheit «Dieses Mal ist alles anders» endet oft in einem Tag der Abrechnung

Für Anleger lautet die Gretchenfrage, wann die Zinsen wieder ein normales Niveau erreichen. Je länger die künstliche Niedrigzinsphase anhält und dadurch Fehlallokationen gefördert werden, umso eher platzt die Vermögensblase. Von Alexander Ineichen

Der amerikanische Ökonom Edgar Fiedler wurde einmal wie folgt zitiert: «The herd instinct among forecasters makes sheep look like independent thinkers.» Zu Beginn des Jahres 2014, also gerade einmal vor vier Jahren, waren steigende Zinsen die Konsensmeinung. Nicht weniger als 72 von 72 vom Finanzdatenanbieter Bloomberg befragten Finanzstrategen sagten damals voraus, dass die Zinssätze in Amerika während des Jahres steigen würden. Es kam, wie es kommen musste, der Preis des Geldes tat nichts dergleichen, die Zinsen fielen im Jahresverlauf. Eine Fehlerrate von 100% wie 2014 ist zwar die Ausnahme, eine solche von über 50% ist allerdings die empirisch belegte Regel.

Zinsen am unteren Extremwert

Die langfristigen Zinsen sind schwierig zu prognostizieren. Für Langzeituntersuchungen der langfristigen Zinsen werden oft Gilts herangezogen, das heisst die Renditen von langfristigen englischen Staatspapieren. Dies, weil deren Zeitreihe einige hundert Jahre umfasst. Eine Betrachtung dieser Renditen über die letzten gut 300 Jahre zeigt, dass die Extremwerte in der jüngeren Vergangenheit erreicht wurden. Die Höchstwerte dieser Gilt-Renditen wurden in den Inflationsjahren der 1970er und frühen 1980er Jahre des vergangenen Jahrhunderts beobachtet, analog zu den Renditen der Staatsobligationen zahlreicher anderer Industrienationen.

Weitere Langzeituntersuchungen, die in den letzten Jahren herungereicht wurden, zeigen die langfristigen Zinsen in den Niederlanden seit dem 16. Jahrhundert, und eine Untersuchung versucht sogar, das allgemeine Zinsniveau seit Anbeginn der Zivilisation aufzuzeigen, das heisst die Zinsentwicklung der letzten 5000 Jahre. Was alle diese Untersuchungen gemein haben, ist der untere Extremwert. Dieser untere Extremwert ist «jetzt» erreicht; in den USA zum Beispiel mit 1,3% für zehnjährige Treasuries, in der Schweiz mit -0,6% für «Eidgenossen» mit gleicher Laufzeit, beides verzeichnet im Juli 2016. Ob diese Untergrenze Bestand hat, ist heute unklar.

Eine Gesetzmässigkeit bei Zinsen und Kurs-Gewinn-Verhältnissen in den Aktienmärkten ist die «mean reversion», die Rückkehr zum Mittelwert. Investoren nennen dies im Zusammenhang mit den Finanzmärkten sogar «eisernes Gesetz» oder «Kardinalregel». Die Notierungen an den Aktienmärkten folgen in der Regel dem Gewinnverlauf der Unternehmen. Der Gewinnverlauf zeichnet grob den wirtschaftlichen Konjunkturverlauf nach. Diese Konjunkturzyklen, die sich über die Geldpolitik der Zentralbanken beeinflussen lassen, dauern im Durchschnitt fünf bis sieben Jahre.

Die Zyklen der langfristigen Zinsen, die ebenfalls mittels Geldpolitik manipuliert werden können, sind länger und werden oft als Kreditzyklen verstanden. Oft wird argumentiert, dass wir uns seit dem Sieg gegen die Inflation der Konsumentenpreise Anfang der 1980er Jahre in ein und demselben Zins- oder Kreditzyklus befinden. Das Ende dieser Obligationenhausse und die endgültige Zinswende sind Gegenstand zahlreicher Fehlprognosen der letzten Jahrzehnte. Für die Prognose für das soeben begonnene Jahr ist diese Rückkehr zum Mittelwert nur bedingt hilfreich.

Die «Anziehungskraft» des Mittelwerts ist der Grund dafür, warum viele Prognostiker in den letzten Jahren einen Zinsanstieg in ihren Tarotkarten gelesen haben wollen. Die zyklische Natur der Sache lässt dies zu. Es gibt nun vermehrt Stimmen, die argumentieren, Prognostiker, die versuchten, die Zukunft ernsthaft vorauszusehen, sollten ihren dunklen Geschäftsanzug ablegen, sich einen Zigeunerschal umwickeln und einen dieser spitzen Zauberkapuzen mit Sternen und Mondsichel aufsetzen. Auf diese Weise würde jeder Investor augenblicklich erkennen, wie es mit der Eintreffwahrscheinlichkeit der Prognose stände.

Zwei gegensätzliche Szenarien

Etwas vereinfacht ausgedrückt, gibt es zwei Szenarien für den Wirtschaftsverlauf der Zukunft, die Hausse und die Baisse. Beim ersten Szenario, auch «Goldilocks» genannt, bliebe alles beim Alten. Die Wirtschaftswachstumsraten ziehen allgemein weiter an, die Zinsen bleiben stabil oder steigen nur gemächlich, externe Schocks gibt es keine nennenswerten, Kim Jong Un und Donald Trump drehen nicht durch, institutionelle Anleger finden Smart Beta weiterhin smart, die jüngsten Investoren kaufen weiterhin Bitcoin zu Beträgen im fünfstelligen Bereich, die reichsten Investoren kaufen weiterhin Ferrari GTO aus den Sechzigern zu achtstelligen Preisen, Ölbilder zu solchen im neunstelligen Bereich und Immobilien an der Bahnhofstrasse für zehnstellige Summen, und die Bilanzen der Zentralbanken steigen weiter an, ohne dass es jemanden ernsthaft belastet.

Das Ganze ist etwas künstlich und experimentell, aber was soll's: Man muss die Partys feiern, wie sie fallen. Man ist versucht, Churchill umzuschreiben: Nie zuvor hatten so viele Investoren so wenigen Zentralbankern so viel zu verdanken. In einem solchen Goldilocks-Szenario bleiben die Renditen der meisten Anlagen positiv, und die Korrelationen zwischen den Anlagekategorien bleiben hoch – Freude herrscht.

Das Negativszenario sieht diametral anders aus. Oft wird in diesem Zusammenhang der Begriff «everything bubble» oder «Allesblase» verwendet. Einerseits ist dies ein Wortspiel, das sich an die Internetblase von 2000 und die Immobilienblase von 2008 anlehnt. Andererseits soll es die Auswirkungen der überdurchschnittlich lange anhaltenden Periode des billigen Geldes auf den Punkt bringen.

Die künstlich tief gehaltenen Zinsen führen nämlich in grossem Stil zu Investitionen, die bei normalen und marktgerechten Zinsen nicht getätigt würden. Hinzu kommt, dass die Inflation aller Anlagekategorien den Wirtschaftsakteuren einen Anreiz gibt, nicht in Projekte zu investieren, sondern auf Finanzinstrumente und Sachwerte aller Art zu spekulieren. Attraktive Gewinne in der kurzen Frist erscheinen wahrscheinlicher als bescheidene und unsichere Erträge in der langen Frist. Die «greater fool theory» findet ihre Anwendung. Demnach ist es lohnenswert, bereits überbewertete Vermögenswerte zu kaufen, weil jemand zu einem späteren Zeitpunkt bereit ist, dafür noch mehr zu zahlen. Positive Rückkoppelungseffekte sorgen schliesslich dafür, dass es länger so bleibt, als die meisten Investoren sich das vorstellen können.

Die an die österreichische Schule der Ökonomie angelehnte Logik besagt, dass die Liquiditätsspritzen der Zentralbanken dazu führen, dass Fehlinvestitionen getätigt und nicht mehr korrigiert werden. Dies führt zu einer Fehlallokation des Kapitals und verzerrt die Anreize aller Akteure. Mit Fremdkapital finanzierte Aktienrückkäufe sind ein Beispiel hierfür. Die Schlussfolgerung dieser Logik ist, dass jede Party einmal zu Ende geht. Eine Art «Tag der Abrechnung», die Korrektur der Fehlallokation, das Platzen der «everything bubble» steht noch aus.

Die gegenwärtige Situation ist ohne Präzedenz. Schön wäre es, zu wissen, ob die Party 2018 endet bzw. ob die Musik so lange noch spielen wird. Prognostizieren lässt sich dies nicht. Enden wird die Party allerdings dereinst. In Anlehnung an Mark Twain: Die Geschichte wiederholt sich nicht, aber sie reimt sich. «Dieses Mal ist es anders» ist bekanntlich der gefährlichste Satz aus Investorensicht überhaupt. Ein Motto, das im Risikomanagement oft zur Anwendung kommt, dürfte auch 2018 von Nutzen sein: «Hope for the best, prepare for the worst, and expect to be surprised.»

Alexander Ineichen ist Inhaber von Ineichen Research and Management.

«Nie zuvor hatten so viele Investoren so wenigen Zentralbankern so viel zu verdanken.»