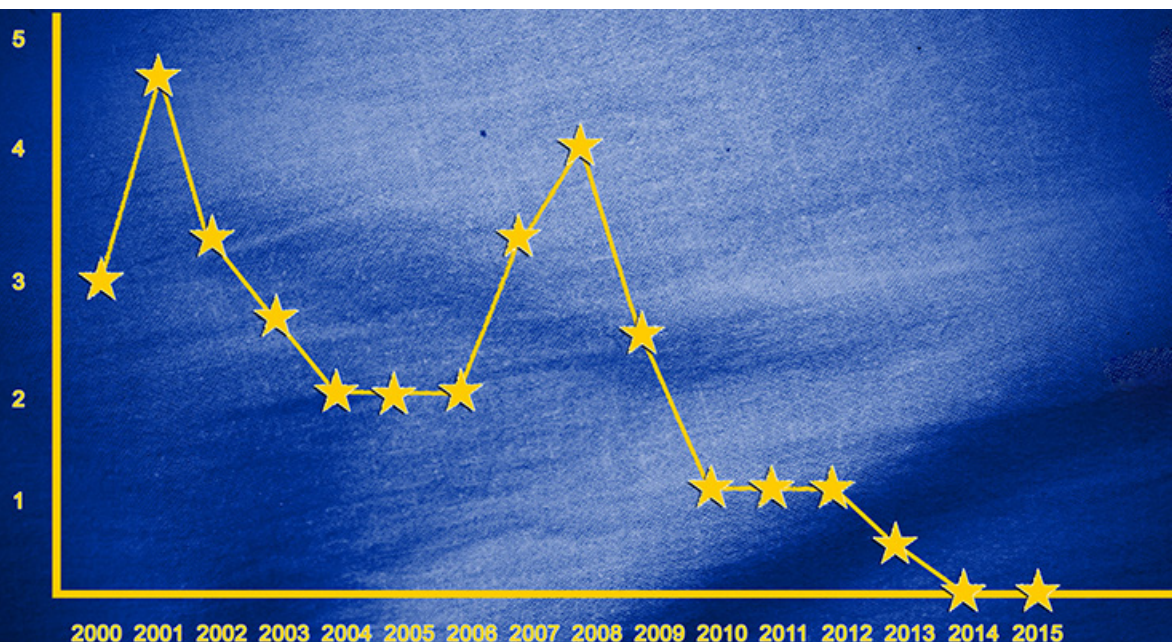




ZUGERBERG FINANZ
AKTIENGESELLSCHAFT



Weshalb Geldpolitik uns alle angeht

14. April 2015

Vor der Finanzkrise hat man sich im Allgemeinen kaum um die Notenbanken gekümmert. Die Sicherung von Preisstabilität als vorrangiges Ziel wurde in ruhigen Sitzungen besprochen und mit wenig spektakulären Massnahmen umgesetzt. Bei der Ableitung der Geldmengenziele ging man von einem jährlichen Preisanstieg von mehr oder weniger zwei Prozent aus.

Mittlerweile sind die Vorsitzenden von Zentralbanken wie Janet Yellen (amerikanische Federal Reserve), Mario Draghi (Europäische Zentralbank) und Thomas Jordan (Schweizerische Nationalbank) bekannt wie Popstars. Nicht nur ihre Referate, sondern ihre Mimik oder gar einzelne Worte wie "geduldig" und "temporär" werden genau verfolgt, um eine Veränderung festzustellen. Die Protokolle aus den Sitzungen, mittlerweile von vielen Zentralbanken veröffentlicht, werden von hunderten Analysten und Markstrategen auf kleinste Hinweise hin geprüft und interpretiert.



ZUGERBERG FINANZ
AKTIENGESELLSCHAFT



Von links nach rechts: Schweizerische Nationalbank; Europäische Zentralbank; amerikanische Federal Reserve

In der Krise wurde die Geldpolitik massiv gelockert, um die Wirtschaft zu stabilisieren und die Vermögenswerte zu bewahren. In China war die Lockerung stärker als in den USA, in Europa und in Japan. Massiv war sie allorts, auch in der Schweiz. Im zeitlichen und instrumentellen Vorgehen waren Unterschiede erkennbar, die jetzt verzögert dazu führen, dass man rückblickend den Erfolg der jeweiligen Massnahmen zu unterscheiden vermag. So hat die FED jedenfalls eine grössere Finanzkrise in den USA durch resolutes Vorgehen verhindert und eine Rückführung der Wirtschaft an ihr Wachstumspotenzial ermöglicht.

Nun scheint der Moment gekommen zu sein, um vermutlich ab September eine schrittweise Zinserhöhung vorzunehmen. Viele denken vorerst an kleine Schritte von 0.125 oder 0.25 Prozent pro Quartal. Aber es könnte auch deutlich mehr werden. Unklar bleibt, wo die "normalisierten" Zinsen zu liegen kommen werden. An dieser Stelle sei daran erinnert, dass die FED den Leitzins 2001 von 6.50 auf 1.75 Prozent gesenkt hat – wohlgerne innerhalb eines Jahres. Was wäre, wenn der Leitzins innert Jahresfrist diesmal um mehr als 1.00 Prozent erhöht würde?

Das hätte kräftige Verschiebungen in der Bewertung von Währungen und Anlageklassen zur Folge. In Erwartung höherer Zinsen ist der US-Dollar bereits stark angestiegen. Möglicherweise sehen wir schon bald einen US-Dollar bei 1.10 Franken.

Höhere Zinsen beeinflussen auch die Anleihen. Je länger die Laufzeit, desto grösser wird der Kursverlust sein. Schon heute frage ich mich, wie zahlreiche Anleihenfonds die Managementkosten rechtfertigen wollen – bei einer Aussicht auf garantierte Wertvernichtung.

Höhere Zinsen prägen auch die Immobilienwerte. Auch hier dürfte der von der expansiven Geldpolitik erzeugten Immobilienhaushaus die Luft bald ausgehen. Der entsprechende UBS-Index zeigt auch in der Schweiz an, dass er in der Risikozone ist – wo er historisch betrachtet nie lange verblieb.

Höhere Zinsen steigern die Finanzierungskosten in der Unternehmenslandschaft. Bei einem stabilen Bruttoertrag führt dies zu einem sinkenden Gewinn. Der Bankensektor wird von höheren Zinsen tendenziell profitieren, vermutlich auch der Versicherungssektor. Alle anderen geraten unter Druck, insbesondere in



ZUGERBERG FINANZ
AKTIENGESELLSCHAFT

kapitalintensiven Geschäftsmodellen wie Versorger oder Telekommunikationsunternehmen.

In den USA sind Zinserhöhungen eine beschlossene Sache. Die Frage ist nur noch, wann und wie viel. Können wir uns deshalb in Europa zurücklehnen? An der Zentralbanksitzung vom 4. September 2014 wurde ein massives Staatsanleihen-Kaufprogramm besprochen und am 22. Januar 2015 beschlossen. Begonnen wurde am 9. März, und bereits sind die Zinsen in der Eurozone wie auch in der Schweiz auf rekordtiefem Niveau. Aber wie lange noch?

Der Zerfall der Ölpreise und der exportfördernde Währungszerfall haben Europas Konjunktur zusätzlich beschleunigt. Für 2015 erwartet die EU-Kommission in allen "Krisenländern" positive Wachstumsraten und rückläufige Arbeitslosenquoten. Die Stimmungsindikatoren von Einkaufsmanagern wie auch von Verbrauchern sind selbst in Spanien und Italien auf einem Mehrjahreshoch. Die Prognosen müssen laufend aufwärts korrigiert werden, und die Inflationsrate bewegt sich Richtung zwei Prozent. In Norditalien, Katalonien und Süddeutschland drohen überlastete Produktionskapazitäten. Fachkräfte werden knapp. Die jüngsten Tarifrunden sorgen im benachbarten Ausland für kräftige Realloohnerhöhungen. Das Kieler Institut für Weltwirtschaft warnt gar vor einer Überhitzung in der Eurozone im kommenden Jahr.

Die extrem niedrigen Zinsen gehören schon bald der Vergangenheit an. Weiter runter werden die mittel- und langfristigen Zinsen nicht mehr gehen. Die niedrigen Schwankungen in den letzten Wochen haben wohl ein falsches Gefühl der Sicherheit hervorgerufen. Steigen die Zinsen abrupt und stark, entstehen Risiken. Auch hierzulande gilt, dass Zinsen nicht nur fallen können, sondern irgendwann auch wieder steigen werden. Man sollte sich nicht zu sehr an ein bestimmtes, von den Notenbanken "künstlich" herbeigeführtes Zinsniveau gewöhnen. Wer sich jetzt nicht auf eine Zinserhöhung auch in Europa und in der Schweiz vorbereitet, könnte dies bald schon bereuen.

Herzlich,

Maurice Pedergrana
Chefökonom und Geschäftsführender Partner