

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 61, November/Dezember 2009

Minsky Reloaded

Derzeit liegen an den Finanzmärkten die Weltsichten so weit auseinander wie seit dem Jahr 2006 nicht. Die **Aktienmärkte** sind der festen Überzeugung, dass die schlechten Zeiten vorbei sind, dass die Zeit des billigen Geldes zurückgekehrt ist und dass es sich wieder lohnt, Risiken einzugehen. Aktien, die besonders stark von der konjunkturellen Entwicklung abhängen, sind seit den finsternen Monaten um die letzte Jahreswende besonders stark gestiegen.

Der Konjunktur wird eine V-förmige Erholung vorhergesagt: Nach dem großen Absturz kommt der große Aufschwung. Der fallende Dollar bringt die Amerikaner wieder auf die Füße und kuriert die großen Ungleichgewichte, die das Drama von 2008 erst ermöglicht hatten: Das Leistungsbilanzdefizit der USA schrumpft, die Sparquote steigt und die Schwellenländer verringern ihre Exportabhängigkeit zu Gunsten einer stärkeren Binnenkonjunktur.

Die **Rentenmärkte** existieren auf einem anderen Planeten. Dort sind auch die mittel- und langfristigen Zinsen niedrig geblieben, was nur Sinn macht, wenn die Konjunktur so bald nicht auf die Beine

kommt. Die Kurse der Anleihen sagen eine U-förmige Erholung voraus und halten eine W-Formation („double dip“, nach dem Schema von 1980 und 1981/82) für durchaus möglich. Sie gehen davon aus, dass das Niveau von Arbeitslosigkeit und Kapazitätsauslastung sich so weit verschoben hat, dass deren disinflationärer (vulgo: deflationärer) Effekt bestehen bleibt, auch wenn die Konjunktur sich überraschend gut erholt. Auf mittlere Sicht sind Preiserhöhungen praktisch ausgeschlossen.



Alles wird gut.

Obwohl Aktien- und Rentenmärkte bezüglich der konjunkturellen Erwartung völlig verschiedener Ansicht sind, herrscht doch Einigkeit in der Beurteilung der Politik der Zentralbanken. Beide gehen davon aus, dass die amerikanische *Federal Reserve* die Zinsen auch weiterhin extrem niedrig halten wird. Die Fed wird eher eine leichte Inflation tolerieren, als den Aufschwung frühzeitig abzuwürgen. Die Anleihemärkte steigen, weil in einer Welt mit Zinsen nahe dem Nullpunkt jede Anleihe, die mehr als nichts abwirft, eine gute Investition ist. Die Aktienmärkte steigen, weil die Zahlungsströme (Dividenden) der Unternehmen in einer Zeit, in

der die amerikanische *Federal Reserve* die Zinsen auch weiterhin extrem niedrig halten wird. Die Fed wird eher eine leichte Inflation tolerieren, als den Aufschwung frühzeitig abzuwürgen. Die Anleihemärkte steigen, weil in einer Welt mit Zinsen nahe dem Nullpunkt jede Anleihe, die mehr als nichts abwirft, eine gute Investition ist. Die Aktienmärkte steigen, weil die Zahlungsströme (Dividenden) der Unternehmen in einer Zeit, in

der die amerikanische *Federal Reserve* die Zinsen auch weiterhin extrem niedrig halten wird. Die Fed wird eher eine leichte Inflation tolerieren, als den Aufschwung frühzeitig abzuwürgen. Die Anleihemärkte steigen, weil in einer Welt mit Zinsen nahe dem Nullpunkt jede Anleihe, die mehr als nichts abwirft, eine gute Investition ist. Die Aktienmärkte steigen, weil die Zahlungsströme (Dividenden) der Unternehmen in einer Zeit, in

der Anleihen fast nichts bringen, immer wertvoller werden.¹ Und die Devisenmärkte sehen es genauso und lassen den Dollar fallen, weil man sich in dieser Währung noch unabsehbar lange fast zinslos verschulden kann - um das Geld anderswo gewinnbringender anzulegen.

Die Märkte hängen also, wie so häufig, nicht so sehr an der Realität, sondern an ihrer Prognose des Verhaltens der Zentralbank. Solange die Zinsen kuschelig niedrig bleiben, solange das über Anleihenkäufe, 12-Monats-Tender und ähnliche Innovationen in den Markt gepumpte Geld („Quantitative Easing“) nicht abgezogen wird, können die Preise von Aktien, Anleihen, Rohstoffe und sogar von Damian Hirsts Formaldehyd-Haien weiter steigen. Es ist viel Geld im System und Politik, Zentralbanken und Märkte fühlen sich wohl damit.

Irgendwann und irgendwie wird das Geld aber wieder abgezogen, weil sonst unweigerlich neue Blasen entstehen. Es lässt sich argumentieren, dass dies mancherorts (chinesische Immobilien, britische Staatsanleihen) bereits der Fall ist. Wenn das Geld wieder teurer wird, kommen Aktien- und Anleihemärkte ins Rutschen.

Lies nach bei Minsky

Die Märkte werden wieder nervös werden, wenn nach der Aufregung des Jahres 2009 wieder etwas Ruhe einkehrt und die Marktstrategen Zeit finden, bei Hyman Minsky etwas weiter zu lesen, als dies bisher geschehen ist. Minskys Analysen betreffen die systemimmanente Instabilität des Banksektors. Sein vielleicht wichtigstes Buch, *Stabilizing an Unstable Economy*, war der Geheimtip der Jahreswende 2008/09, denn darin wird sich mit erschreckender Präzision beschrieben, wie es zur Kernschmelze des Jahres 2008 ge-

kommen ist. Der 1996 verstorbene Minsky hat sein Buch im Jahr 1987 geschrieben (Wir hatten seine Theorie im Februar 2008 im [Börsenblatt Nr. 45](#) ausführlich beschrieben). Leider scheint in der Hektik kaum jemand dazu gekommen zu sein, das Buch zu Ende zu lesen, denn Minsky beschreibt dort nicht nur, wie es zur Kernschmelze kommt, sondern auch wie es danach weiter geht. Jemand mit einer derart tiefen Kenntnis des Zusammenhangs von Finanzmarkt und Realwirtschaft hat sicher guten Rat bei der Entscheidung der Frage, ob die Hoffnung der Aktionäre oder die Angst der Rentiers berechtigter ist.

Minsky sagt, dass durch die Interventionen der Zentralbanken, wie wir sie im letzten Jahr gesehen haben, das Problem nicht beseitigt, sondern nur vertagt wird und dass **das Vermeiden einer Depression nur um den Preis einer Inflation zu haben ist.** Er hält es also für unwahrscheinlich, dass die Rentenmärkte richtig liegen und erwartet hier teils erhebliche Kursverluste. Hohe Arbeitslosigkeit, sinkende Löhne, geringe Kapazitätsauslastung und Ausverkauf der Lager haben zwar alle einen deflationären Effekt. Aber dieser Effekt wird bald überlagert von den staatlichen Interventionen. Der Eingriff des Staates ist nach dem Platzen einer Kreditblase zwar unvermeidlich, um das Abgleiten in eine Depression zu vermeiden. Insofern ist der Staat ein Segen. Aber die daraus resultierende **Erhöhung der Staatsquote führt zu Inflation.** Der Staat gibt mehr Geld aus für direkte Transferleistungen (Kurzarbeiter, Rentner, Staatsdiener) und Investitionen, deren Notwendigkeit man bislang nicht gesehen hatte. Finanziert wird dies auf Pump, da die Steuereinnahmen sich in der Krise stark vermindern. Stark vermindert ist aber auch das Warenangebot, da die Unternehmen in der Krise ihre Kapazitäten deutlich reduzieren - und im Fall et-

¹ Eines der plausibelsten Bewertungsmodelle ist das sogenannte *Gordon Growth Modell*, wonach die Zahlungsströme der Unternehmen an die Aktionäre abdiskontiert werden. Je niedriger dieser Zinssatz, desto höher der Wert der Dividenden und damit der Aktien.

wa von Fabrikschließungen auch so bald nicht wieder aufbauen können. Wenn das viele Geld des Staates nun auf das verminderte Warenangebot trifft, kommt es zu einem Inflationsschub, der zu einer Lohn-Preis-Spirale führen kann, wenn die Arbeitslosigkeit nicht zu hoch ist. „When Big Government increases faster than the output of the economy inflation is induced; inflation induces inefficiency in investment decisions and is a cruel tax. Thus, Big Government is a curse when it leads to inflation.“² Die historischen Parallelen sind hier eindeutig: „Government policies that sustained profits enabled business and the banks to survive the financial traumas of 1966, 1969-70, 1974-75, 1979-82 and 1983-84; the result was a markup in inflation.“³

Es deutet heute an den Märkten bereits einiges darauf hin, dass Minsky nicht nur die beste Beschreibung des Zusammenbruchs von 2008 geliefert hat, sondern auch für den Morgen danach noch ein guter Führer ist. Etwa für das neuerliche Ansteigen der Immobilienpreise in London, des Goldpreises und der Kunstwerke von Damian Hirst kann die Erklärung nur sein, dass das inflationsfördernde Verhalten des Big Government sich irgendwann auch in höheren Preisen und Löhnen niederschlägt: „However, if money wage increases are expected and thought likely to continue, then investors, particularly investors in financial instruments, will seek out those ventures ... that are expected to maintain or improve their price-level-deflated capital value. Various commodity and artifact bubbles will ensue - be they housing, gold, stamps, diamonds, or even collectibles -



Die erwartete Inflation in den USA (orange) und UK (grün), der Goldpreis und der Kurs des Euro gegenüber dem Dollar sehen alle so aus, als gäbe es immer mehr Minsky-Leser

² Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw-Hill 2008, S. 315.

³ Ebd., S. 291.

and financing terms will be modified to allow for anticipated inflation.“⁴

Minsky sieht die gegenwärtige Lage in seiner Arbeit von 1986 also folgendermaßen: Die deflationären Tendenzen, die der Schock von 2008 nach sich gezogen haben, werden durch die dramatische Ausweitung des Staatssektors bald überkompensiert und **es ist für die Folgejahre mit einer höheren Inflation zu rechnen**. Ob diese sich festsetzt, indem eine Lohn-Preis-Spirale in Gang kommt, hängt in der Hauptsache vom Niveau der Arbeitslosigkeit ab - die historischen Vorbilder der verhinderten Depressionen zwischen 1960 und 1990 legen es aber nahe, demnächst von höheren Inflationsraten auszugehen.

Die Märkte

Für die Märkte bedeutet dies, dass die gegenwärtige Hausse an den Aktienmärkten noch weiter gehen kann, bis sich herausstellt, dass die Aktionäre recht haben und die Anleihemärkte den Erfolg der staatlichen Interventionen unterschätzen.

Wenn dann die Anleihen Kursverluste (und entsprechend steigende Renditen) zu verzeichnen haben, verlieren aber auch Aktien an relativer Attraktivität (nach dem Gordon-Growth-Model) und ein steigender Lohnkostendruck bei gleichzeitig verhaltener Konjunktur wird den Unternehmen nicht gut tun. Für Aktien wird dann auch die Luft dünn. Spätestens ab diesem Zeitpunkt werden die von Minsky genannten Anlageklassen, denen wir noch die damals unbekanntenen *Inflationsgeschützten Anleihen* hinzufügen möchten, noch einmal attraktiver, als sie heute erscheinen. Ihr ge-

genwärtiger Aufwärtstrend dürfte sich dann noch einmal verstärken.

So jedenfalls steht es in dem von Minsky verfassten Drehbuch.

Dr. Georg v. Wallwitz, CFA
+49-89-255 466-0

DISCLAIMER: Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement. GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und ist kein Anlagevorschlag bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quelle für die Grafiken ist, so weit nicht anders vermerkt, Bloomberg.

⁴ Ebd., S. 295.