

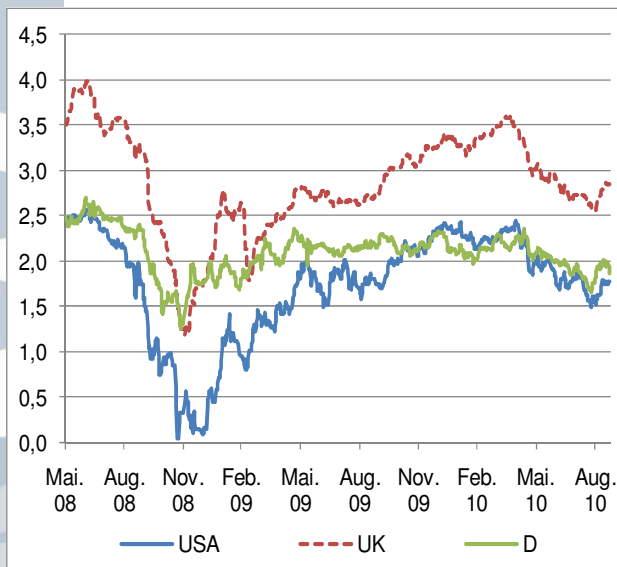
MAKROPERSPEKTIVEN

Nr. 5, Oktober 2010

Inflation gegen Deflation oder Warren Buffett gegen Bill Gross

Vor kurzem konnte man in den Medien lesen, dass Warren Buffett die Duration seiner Rentenbestände verkürzt hat, weil er in den USA mit einem Anstieg der Inflation rechnet. Bill Gross, der legendäre Rentenfondsmanager von Pimco, tat genau das Gegenteil: er erhöhte die Duration durch den Zukauf langlaufender US-Staatsanleihen, um von der Abschwächung der US-Konjunktur und rückläufigen Inflationsrate zu profitieren. Was sind die Motive der beiden Finanzmarktikonen?

Grafik 1: Die Inflationserwartungen sind seit April wieder rückläufig



Seit Beginn der Finanzkrise im Jahr 2007 flammte die Furcht vor einer deflationären Abwärtsspirale immer wieder auf. Sie ist allerdings seit Mitte letzten Jahres im Zuge der weltweiten konjunkturellen Erholung und der expansiven Geldpolitik der Notenbanken in den Hintergrund getreten. Erst seit einigen Wochen hat die Diskussion wieder an Brisanz gewonnen. Der Gouverneur der Federal Reserve Bank von St. Louis und Mitglied des Offenmarktausschusses, James Bullard, erschreckte die interessierte Öffentlichkeit mit

der Aussage, dass die Vereinigten Staaten Gefahr laufen, in eine deflationäre Liquiditätsfalle a la Japan zu geraten. Um dies zu verhindern, rät er der FED nicht nur zu einer Beibehaltung der aktuellen Nullzinspolitik für längere Zeit, sondern auch zu einer Neuaufgabe des Programms zum Kauf amerikanischer Staatsanleihen (*Quantitative Easing* oder abgekürzt QE) über das bisher genannte Maß hinaus, d.h. mehr als nur die Reinvestition der freigewordenen Mittel aus Couponzahlungen und Fälligkeiten. Als Vorbild für diese Politik nennt er die Bank of England, deren aggressivere QE-Politik zu Inflationserwartungen von 2,8% über die nächsten 10 Jahre geführt hat, während die Inflationserwartungen in den USA seit Monaten wieder nachgegeben haben und sich aktuell bei knapp 2% befinden (vgl. Grafik 1).

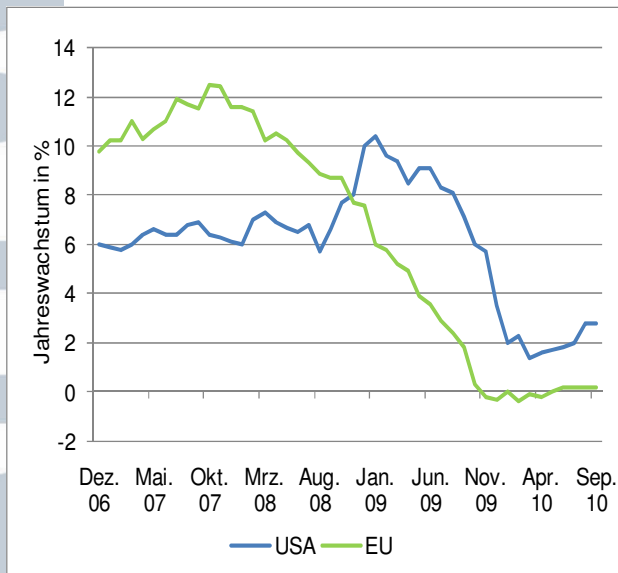
Innerhalb der FED sind allerdings Bullards Thesen nicht unumstritten, wie aus den Protokollen der Notenbanksitzungen abzulesen ist. Da auch Ben Bernanke persönlich in jüngster Zeit wenig Neues oder Erhellendes zu diesem Thema verlauten ließ, müssen sich die Finanzmärkte ihr eigenes Bild von der Situation machen.

Rentenmärkte auf dem Weg in japanische Verhältnisse

Seit April sind die Renditen 10jähriger US-Staatsanleihen um 1,5%-Punkte auf mittlerweile 2,5% gefallen. Deutsche Staatsanleihen haben im August mit 2,1% ein neues Allzeitrenditetief erreicht. Allein diese Zahlen legen einen Vergleich mit Japan nahe. Trotz aller geldpolitischer Maßnahmen der Notenbanken – man denke nur daran, dass sich die Bilanzsumme der FED zwischen 2008 und heute von \$1.000 Mrd. mehr als verdoppelt hat – ist das Geldmengenwachstum in den USA und

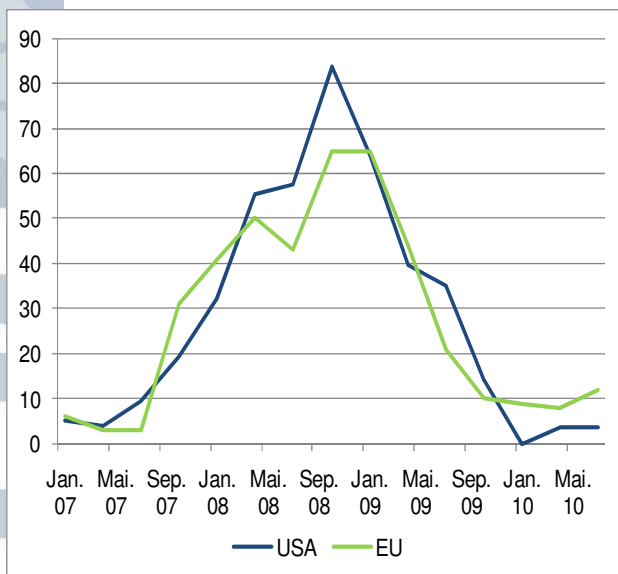
der EU immer noch weit von seinem Vorkrisenniveau entfernt (vgl. Grafik 2).

Grafik 2: Das Geldmengenwachstum bleibt trotz aller Anstrengungen niedrig



Die Erklärung hierfür war bisher die Zurückhaltung der Banken bei der Vergabe neuer Kredite. Dieses Argument trifft aber nicht mehr uneingeschränkt zu. Neueste Umfragen der FED und der EZB deuten nämlich nicht auf eine Verschärfung der Kreditbedingungen hin (vgl. Grafik 3).

Grafik 3: Kreditbedingungen in den USA und der EU wieder auf Vorkrisenniveau

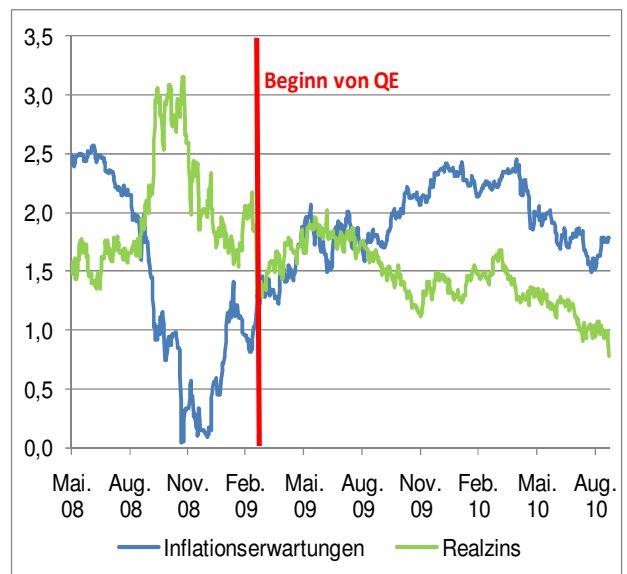


Dass die Geldmenge nicht stärker wächst, muss also an der Kreditnachfrage liegen, die vor allem in den USA infolge des Entschuldungsprozesses der Haushalte weiterhin schwach ist. Hieran konnte auch die Politik der FED nichts ändern.

Waren die geldpolitischen Maßnahmen der FED und insbesondere das umstrittene QE also wirkungslos? Zugegeben, die Belebung der Kreditnachfrage und damit der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage hat die FED nicht im gewünschten Ausmaß erreicht.

Allerdings hat sie gerade über das QE einen Kollaps der Inflationserwartungen, d.h. die Erwartung sinkender Preise in der Bevölkerung – also des Phänomens, das wir seit 15 Jahren in Japan beobachten können – bisher erfolgreich verhindert. Während aber die Ankündigung im März 2009 einen lehrbuchmäßigen Anstieg der Inflationserwartungen und einen deutlichen Rückgang der Realverzinsung bewirkte, haben sich die Inflationserwartungen seit April wieder zurückgebildet, sogar noch dann, als bereits klar war, dass die FED eine Neuauflage von QE plant (vgl. Grafik 4).

Grafik 4: QE hat noch nicht nachhaltig Inflationserwartungen und Realzins beeinflusst



Viele Marktbeobachter hätten sich deshalb von Ben Bernanke bei der jüngsten Zentralbanktagung in Jackson Hole ein ähnlich deutliches Statement zur Deflationsbekämpfung gewünscht wie in seiner legendären Rede von 2002, die ihm den Spitznamen „Helicopter Ben“ eintrug. Aber außer der bereits von den Finanzmärkten erwarteten Reinvestition freigewordener Mittel aus Couponzahlungen und Fälligkeiten beschränkte er sich auf die Wiederholung der Aussage, dass die Zinsen noch längere Zeit niedrig bleiben werden. Alternative Maßnahmen zur Deflationsbekämpfung wie die Senkung des Zinssatzes, den Geschäftsbanken auf ihre Einlagen bei der FED erhalten, die Ausdehnung von QE auf Anleihen privater Emittenten (z.B. Hypothekensanleihen oder Unternehmensanleihen) oder als ultima ratio die Anhebung des inoffiziellen Inflationsziels auf beispielsweise 3% wurden bislang von Bernanke abgelehnt. Genauso wenig wiederholte er seine Forderung von 2002 nach einer durch Geldschöpfung finanzierten Steuersenkung, die er im Übrigen auch immer wieder der japanischen Zentralbank vorgeschlagen hatte.

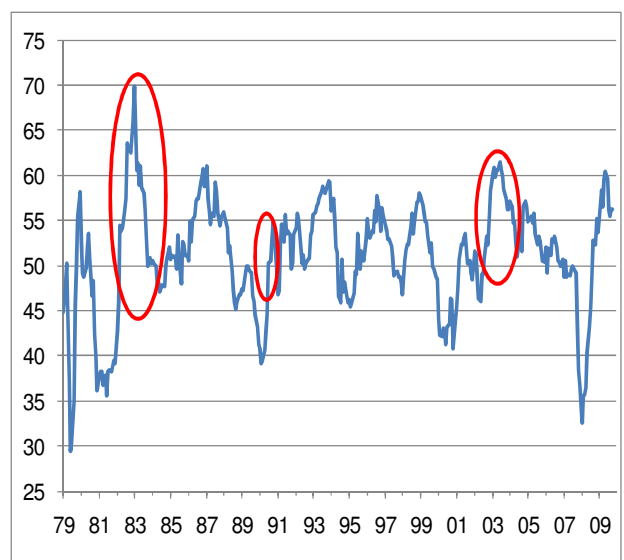
Hinzu kommt, dass die Obama Regierung auf die erneute Eintrübung der Wachstumsaussichten bislang kaum reagiert hat. Die oppositionellen Republikaner haben der amerikanischen Öffentlichkeit weisgemacht, dass das Konjunkturpaket von 5,7% des Bruttoinlandsprodukts aus dem Frühjahr 2009 zu keiner dauerhaften konjunkturellen Belebung geführt hat und nur dazu diente, den Einfluss des Staates zu Lasten des Privatsektors zu vergrößern (Stichwort „big government“). Auch wenn diese Behauptungen von unabhängigen Experten widerlegt wurden – ohne Konjunkturpaket läge beispielsweise die Arbeitslosenquote bei 12% und nicht wie tatsächlich bei 9,6% - bleibt die amerikanische Regierung weitgehend untätig. Daran ändert auch das angekündigte Ausgabenprogramm über \$ 50 Mrd. für Infrastrukturmaßnahmen und Forschungsförderung wenig, zumal es

wahrscheinlich vom Kongress vor den Wahlen gar nicht mehr verabschiedet werden wird. Die Regierung hofft vielmehr auf weitere Maßnahmen der FED, die sich aber ähnlich passiv wie sie selber verhält. Diese Konstellation hat Bill Gross in den letzten Wochen in die Hände gespielt. Da vor den Wahlen auch nicht mit einer wesentlichen Änderung der Situation zu rechnen ist, wird seine Wette kurzfristig weiterhin aufgehen.

Wie kann ein „Double Dip“ verhindert werden?

Obwohl ein sogenannter „Double Dip“, d.h. das erneute Abgleiten der Konjunktur in die Rezession innerhalb eines Jahres nach ihrem Tiefpunkt, in der Vergangenheit selten war – in den 32 Konjunkturerholungen in den USA seit 1854 stellte sich dieses Phänomen nur drei Mal ein - ist es nicht untypisch, dass Finanzmärkte in dieser Phase des Konjunkturzyklus Angst vor einer erneuten Rezession haben, wie zum Beispiel in den Jahren 1984, 1992, und 2004 (vgl. Grafik 5).

Grafik 5: Vorübergehende Abschwächung des ISM nach starker konjunktureller Erholung nicht ungewöhnlich



In dieses Schema passt auch das Jahr 2010. Allerdings gibt es diesmal eine Sondersituation:

Zum ersten Mal seit der Weltwirtschaftskrise befindet sich die amerikanische Volkswirtschaft in einer Liquiditätsfalle, in der die klassische Geldpolitik weitgehend unwirksam geworden ist, d.h. Liquidität ist im Überfluss vorhanden, wird aber weder ausgegeben noch den Kapitalmärkten zugeführt. Gleichzeitig ist durch das Platzen der Immobilienblase der Privatsektor (Haushalte und Unternehmen) nicht mehr bereit, sich weiter zu verschulden, sondern versucht im Gegenteil, mehr zu sparen. Um zusätzliche Nachfrage zu schaffen, muss der Staat seine Ausgaben erhöhen, was auch geschehen ist, aber offensichtlich nicht ausreichend war.

Damit solche Maßnahmen aber auch wirken, ist eine enge Abstimmung zwischen Geld- und Fiskalpolitik nötig. Während allerdings Notenbanken in den letzten zwei Jahrzehnten gelernt haben, welche bedeutende Rolle Erwartungen, v.a. Inflationserwartungen spielen, hat sich das offenbar bei den für die Fiskalpolitik Verantwortlichen noch nicht herumgesprochen. Ein erneutes Konjunkturpaket wird nicht seine volle Wirkung auf das Wachstum und bei der Bekämpfung deflationärer Tendenzen entfalten können, wenn Politiker in der aktuellen Phase des Konjunkturzyklus unentwegt die Notwendigkeit der Haushaltskonsolidierung betonen und sich diese Erwartungen in der öffentlichen Meinung festsetzen. In diesem Falle wird der Privatsektor nämlich mit erhöhten Sparanstrengungen reagieren, da er in Zukunft mit Steuererhöhungen zur Haushaltskonsolidierung rechnet. Als warnendes Beispiel kann wiederum Japan dienen, wo die Fiskalpolitik in den 90er Jahren ständig zwischen expansiv und restriktiv wechselte und als Konsequenz zwar die Budgetdefizite immer größer wurden, aber weder Wachstum, noch Inflation anstiegen.

Hier kommt nun Bernankes Vorschlag aus dem Jahr 2002 ins Spiel: Die Finanzierung von Steuersenkungen und/oder Staatsausga-

benerhöhungen über den Kauf von Staatsanleihen durch die FED, d.h. über QE. Diese Maßnahmen hätten zwei Vorteile: zum einen würde der Privatsektor vermutlich nicht mit Ausgabenkürzungen auf die höheren Staatsausgaben reagieren, da diese ja mit der Notenpresse finanziert werden und gerade nicht über höhere Steuern in der Zukunft. Zum anderen würde der Privatsektor seine Inflationserwartungen nach oben anpassen, was immer noch das wirksamste Mittel zur Deflationsbekämpfung ist. Um dieses Ziel zu erreichen, müssten allerdings die amerikanische Regierung und die FED ihre Politik stärker aufeinander abstimmen. Die Zeichen mehren sich, dass dies erst nach den Kongresswahlen im November passieren wird, wenn Präsident Obama über ein entschlosseneres Vorgehen seine Chancen auf eine Wiederwahl 2012 zu verbessern sucht.

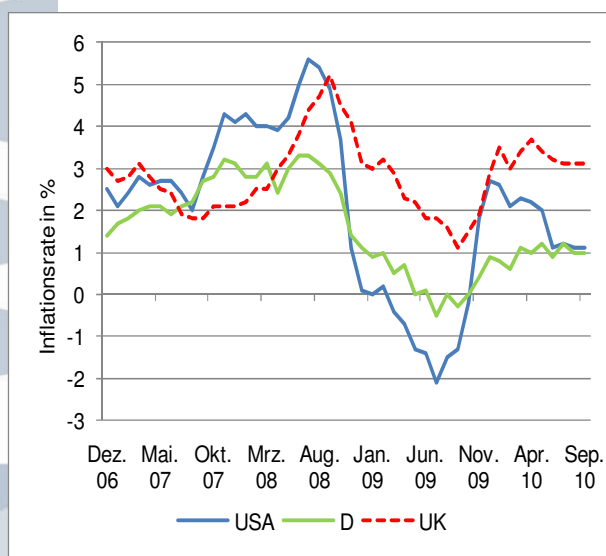
Die geschilderte Kombination aus expansiver Fiskalpolitik und QE wurde in den USA bereits erfolgreich praktiziert: Zur Finanzierung des 2. Weltkriegs dehnte die US-Regierung die Verschuldung von 44% auf 106% der Wirtschaftsleistung durch die Emission von Staatsanleihen aus, welche zu einem großen Teil von der FED gekauft wurden, um die kurz- und langfristigen Zinsen zu stabilisieren. Der daraus entstehende konjunkturelle Impuls sorgte zwischen 1940 und 1944 für einen Rückgang der Arbeitslosenquote von 15% auf 2% und für ein Wirtschaftswachstum von 12% p.a. Der einzige Wermutstropfen war damals der Anstieg der Inflationsrate nach Kriegsende. Aber das ist ja aktuell die geringere Sorge der FED.

Wann kommt die ersehnte Inflation?

Keynesianer erklären Inflation typischerweise durch eine starke Nachfrage, die auf ein kurzfristig starres Angebot trifft (aktuell nicht der Fall), einen plötzlichen Anstieg der Produktionskosten infolge von höheren Löhnen (aktuell nicht der Fall) oder höheren Rohstoffpreisen (zum Teil zutreffend). Für

Monetaristen wird die Inflation hauptsächlich von dem Wachstum der Geldmenge im Verhältnis zum Wirtschaftswachstum bestimmt. Wenn in der Vergangenheit eine Zentralbank wirklich eine Erhöhung der Inflationserwartungen und damit auch der tatsächlichen Inflationsrate anstrebte, dann gelang es ihr auch. Beispielsweise hat die Bank von England im letzten Jahr durch den Kauf von Staatsanleihen im Umfang von GBP 200 Mrd. rechnerisch das gesamte Budgetdefizits Großbritanniens gedeckt. Nicht zuletzt aus diesem Grund ist die Inflationsrate in Großbritannien über die letzten Monate sukzessive auf 3% angestiegen (vgl. Grafik 6).

Grafik 6: Anzeichen von Inflationsdruck nur in UK erkennbar



QE wirkt also, wenn nur die Größenordnung stimmt. James Bullard hat das erkannt und auch Ben Bernake wird wahrscheinlich nicht mehr allzu lange mit der Auflage von QE in der Version 2.0 zögern. Wenn auch noch der beschriebene Schulterchluss zwischen Regierung und FED gelingt, bestehen gute Chancen, dass die Inflationserwartungen wieder deutlich anziehen.

Unter diesem Szenario erscheint die aktuelle erwartete Inflationsrate von 1,7% für die nächsten 10 Jahre zu niedrig. Hierauf setzt

auch Warren Buffett. Er hält einen Rückfall in die Rezession für ausgeschlossen und setzt weiterhin auf die Stärke der US-Unternehmen. Vor diesem Hintergrund sind auch seine langfristigen Wetten auf den US-Aktienmarkt (ab 2018 und darüber hinaus) zu sehen. Wie so häufig bei seinen Investitionen, könnte er zu früh gehandelt haben. Sollte aber weiterhin die alte Börsenweisheit „Don't fight the FED“ gelten, wird sich seine Skepsis gegenüber dem US-Anleihenmarkt auszahlen.

Betrachtet man den jüngsten Anstieg des Goldpreises, kommt man zu einem ähnlichen Ergebnis. Auch wenn der statistische Zusammenhang zwischen dem Goldpreis und der allgemeinen Preisentwicklung nicht mehr so eng wie noch vor einigen Jahren ist, passen Rekordhochs im Gold nicht zu Rekordtiefs bei den Rentenmarkttrenditen.

Im Übrigen setzt auch Bill Gross keinesfalls auf eine längere deflationäre Entwicklung a la Japan. Vielmehr trat er in letzter Zeit als Anbieter von „Versicherungspolices“ gegen einen Rückgang der Verbraucherpreise bis 2020 auf, wofür er knapp \$100 Mio. an Versicherungsprämien einnahm.

Implikationen für die Investmentstrategie

Aus den bisherigen Diskussionen lassen sich folgende Schlussfolgerungen für die Investmentstrategie ableiten:

- Solange in den USA das beschriebene Problem der mangelhaften Koordination von geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen nicht angepackt wird, werden die Anleihenmärkte weiter das Deflationsszenario spielen, d.h. die Anleihenrenditen verharren auf niedrigem Niveau. Deutsche Staatsanleihen werden außerdem von der weiter schwelenden Krise in der Eurozone (zuletzt machte Irland mehr Schlagzeilen als Griechenland) profitieren.

- In einem derartigen Umfeld werden sich alle riskanteren Assetklassen (Aktien, Wandelanleihen, Unternehmensanleihen) schwer tun; wobei Aktien und Wandelanleihen aufgrund der günstigen Bewertung aktuell attraktiver als Unternehmensanleihen sind.
- Erste Anzeichen von QE 2.0 und weiteren fiskalischen Impulsen – unserem bevorzugten Szenario – werden vor allem den Aktienmärkten Auftrieb geben. Damit rechnen wir allerdings erst gegen Jahresende.

Dr. Ernst Konrad

Tel.: +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 sollte nicht als ein Anlagevorschlag gesehen werden 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 nichts anderes vermerkt ist, Bloomberg.