

# Zu viel Geld in der Welt

**Geldpolitik** Die Zinsen werden wohl noch lange Zeit tief bleiben. Aktien und Immobilien bleiben daher Alternativen zu Anleihen.

SANDRA WILLMEROOTH

Das Federal Reserve (Fed) hat die per September herbeigesehnte Zinserhöhung erneut aufgeschoben. Noch sei die Wirtschaftslage in den USA zu unsicher, die Erholung auf dem Arbeitsmarkt zu wenig nachhaltig und die Inflation zu niedrig, begründete Janet Yellen, die Vorsitzende des Fed, den Entscheid des Gremiums. Nun wird im Oktober oder spätestens im Dezember mit einer beginnenden «Normalisierung» der Geldpolitik gerechnet. Werden die Zinsen dereinst aus dem historischen Tief gehievt, wird das unzweifelhaft heftige Folgen für die internationalen Märkte haben. Doch nach Einschätzung von Ökonomen

**Hohe Sparquoten wirken sich längerfristig negativ auf das Wirtschaftswachstum aus.**

wie Ben Bernanke, Larry Summers oder Carl Christian von Weizsäcker wird das nichts am Tiefzinsniveau in der westlichen Welt ändern. Sie sehen strukturelle Ursachen für das niedrige Zinsniveau in den USA, in Japan und Europa, die weit aus tiefer reichen. «Kommt die Zinswende, ist das zwar ein Event, ökonomisch betrachtet handelt es sich allerdings eher um einen Non-Event», sagt auch Andreas Höfert, Chefökonom der UBS. Er rechnet im Fall eines Zinsschritts mit einer kurzfristigen Erhöhung der Volatilität an den Finanzmärkten, aber auch mit einer rasch einsetzenden Besinnung darauf, dass dieser erste Schritt – der seiner Meinung nach noch in diesem Jahr erfolgen muss – keine übermässigen Konsequenzen auf die Realwirtschaft in den USA haben wird.

**Asiens Altersvorsorge in USA angelegt**

Am langfristigen Ende der Zinskurve dürfte eine erste Anhebung kaum etwas ändern. Dort wirken andere Determinanten. Ben Bernanke hat bereits 2005 in einer Rede die weltweit sehr hohen Sparquoten als Grund für die sehr niedrigen Renditen an den Anleihenmärkten in den Industrieländern genannt. Die Talfahrt der Zinsen hat bereits Ende der 1980er-Jahre begonnen, lange bevor das Fed einen expansiven Kurs in der Geldpolitik einschlug. Eine Schlüsselrolle spielten dabei die Schwellenländer. Dort sind, bedingt durch den wachsenden Wohlstand seit Mitte der 1990er-Jahre, stetig mehr Ersparnisse angehäuft worden.

Dieses Geld wurde vornehmlich ausserhalb Asiens investiert und floss vor allem in die USA und nach Europa, weil es sich dabei um vergleichsweise «sichere» Märkte handelt. Enorme Summen wurden in westliche Staatsanleihen und in Anleihen von Unternehmen erster Güte inves-

tiert, was zu den sehr niedrigen Renditen führte. Der deutsche Ökonom Carl Christian von Weizsäcker teilt Bernankes Ansicht bezüglich der Ersparnisschwemme und erklärt den Fluss des Geldes von Ost nach West ebenfalls mit dem Sicherheitsaspekt. Erschwerend hinzu komme die Überalterung der Gesellschaft, ergänzt Weizsäcker. Parallel zur Alterung der Bevölkerung wachse das Vermögen, das jeder einzelne für die Altersvorsorge «auf die Seite legt».

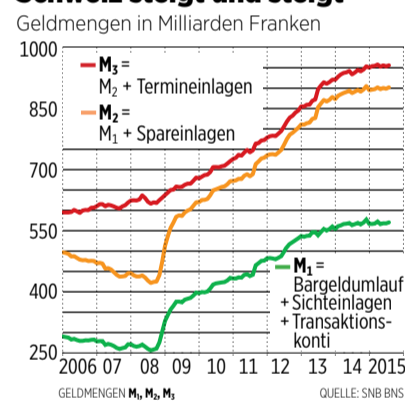
So wuchsen beispielsweise die von den schweizerischen Pensionskassen verwalteten Vermögen in den vergangenen zehn Jahren um beinahe die Hälfte von 0,5 auf 0,75 Billionen Franken. Die Sparquote wird weltweit auf mittlerweile 11 Prozent der globalen Wirtschaftsleistung geschätzt. Ein weiteres Argument für die These, dass «zu viel Geld in der Welt» auf das Zinsniveau drückt, ist das der Umverteilung. «Die Null-Zins-Politik führt zu einer Fehlallokation an den Finanzmärkten, und je länger diese Politik dauert, desto schwieriger wird es, zurück zu einer Normalisierung zu finden», sagt UBS-Mann Höfert. Die Reallöhne stagnieren

oder sinken sogar, gleichzeitig häufen sich immer grössere Vermögen an – das dämpft die Nachfrage. Gemäss dem OECD-Bericht «Why Less Inequality Benefits All» hat die grösser werdende Schere zwischen Einkommen und Kapital das Wirtschaftswachstum innerhalb der OECD-Staaten in den Jahren von 1990 bis 2010 um rund 5 Prozentpunkte geschmälert. Die Wirtschaftsleistung Deutschlands würde sogar 6 Prozentpunkte höher liegen, gäbe es weniger Ungleichheit, ist in dem Bericht zu lesen. In dem viel zitierten Buch «Das Kapital im 21. Jahrhundert» schreibt der französische Ökonom Thomas Piketty, dass das private Kapital die Einkommen um den Faktor 4,5 übersteige und dieser Faktor auf 7 ansteigen könnte.

**Totes Kapital vermeiden**

Für den amerikanischen Ökonomen und ehemaligen US-Finanzminister Larry Summers führt diese Entwicklung zu einer Stagnation der Wirtschaft und einer langfristigen Periode mit unterdurchschnittlichem Wachstum. Sparquoten und Investitionen müssen sich einander angleichen, das ist eine Grundvoraussetzung für

**Die Geldmenge in der Schweiz steigt und steigt**



Die Debatte darüber, wo die Ursachen der historisch tiefen Zinsen liegen, ist nicht nur akademischer Natur, sondern hat direkte Konsequenzen für die Finanzmärkte und ihre Akteure. «Wenn sich die ökonomische These der Ersparnisschwemme als richtig erweist, wird die globale Wirtschaft wegen des wachsenden Überschusskapitals auf lange Sicht auf einem extrem niedrigen Zinsniveau verharren», bestätigt auch Dominic Rossi, Anlagechef Aktien von Fidelity, und weist vor allem auf das Problem der Wiederanlage hin.

**Wiederanlagerisiko wächst**

«Die grösste Gefahr für festverzinsliche Anlagen ist nicht der kurzfristige Kapitalverlust, sondern die Frage nach der langfristigen Wiederanlage des Vermögens. Diese ist aus heutiger Sicht nur noch zu niedrigeren Renditen möglich», erklärt Rossi und rät Investoren dazu, im Portfolio Umschichtungen vorzunehmen. Anstelle eines hohen Obligationenanteils sollen Aktien mit hohem und gesicherten Dividendenzahlungen sowie Immobilienanlagen gekauft werden.

**IN**  
Schweiz  
Autoneum  
★★★★ Vorwoche ★★★★★  
210 in Franken  
200 190 180 170  
2015 Aug Sep  
TeleTrader.com Publisher

Europa/USA  
Adidas  
★★★★ Vorwoche ★★★★★  
75 in Euro  
72 69 66 63  
2015 Aug Sep  
TeleTrader.com Publisher

**LUSSERS AKTIENTIPP**

**Andreas M.E. Lusser**  
theScreener Investor Services, Zug, ist Spezialist für unabhängige Bewertungen von Aktien, Fonds und ETF weltweit

**Chancenprofil**  
★★★★ Sehr gut  
★★★ gut  
★★ mittel  
★ schwach  
● spekulativ

**OUT**  
Schweiz  
UBS  
★★★★ Vorwoche ★★★★★  
22.5 in Franken  
21.5 20.5 19.5 18.5  
2015 Aug Sep  
TeleTrader.com Publisher

Europa/USA  
Morgan Stanley  
★★★★ Vorwoche ★★★★★  
41.0 in Dollar  
38.5 36.0 33.5 31.0  
2015 Aug Sep  
TeleTrader.com Publisher

**ANLEGERFRAGE**  
«Das leichte Spiel liegt bereits hinter uns»

**Wie beurteilen Sie das derzeitige Investitionsumfeld?**  
Lucio Soso: Der Wirtschafts- und Finanzzyklus, der im Frühjahr 2009 begann, erreicht langsam seinen Reifepunkt. Es kommt zu immer mehr wirtschaftlichen Ungleichgewichten und die Volatilität an den Märkten wird stärker: Wir haben einen 50-Prozent-Preiserfall beim Rohöl erlebt, die plötzliche Aufwertung des Francs und in letzter Zeit die Abwertung der Währungen von aufstrebenden Märkten und Schwellenländern.

**Wo kaufen Sie zu?**  
Wir nehmen den chinesischen Aktienmarkt verstärkt in den Fokus, aber noch kaufen wir nicht. China leidet an einer rasanten Anhäufung von Inlandschulden und sein Wirtschaftsmotor läuft immer langsamer. Andererseits zeigt sich die chinesische Währung

**Welche Positionen stossen Sie ab?**  
Wir sind vorsichtig bei Brasilien, das unter folgenden Faktoren leidet: Schnell wachsender Schuldenberg, schwächelnde Währung und rückläufige Rohstoffpreise. Die Kurse für brasilianische Wertpapiere könnten weiter fallen.

**Welches war Ihr erfolgreichster Anlageentscheid der letzten Wochen?**  
Das Portfolio defensiv zu positionieren und das Exposure gegenüber Risikoanlagen herunterzufahren. Der Zyklus neigt sich dem Ende zu und das leichte Spiel liegt bereits hinter uns. Wir erwarben eine kleine Position in griechischen Staatsanleihen, als sich die Krise in Griechenland zuspitzte, und mittlerweile erholen sich die Kurse sehr schnell.

**Und welcher Entscheid war der schlechteste?**  
Das ist eine schwierige Frage, da wir dieses Jahr eine gute Performance aufweisen können. Auch wenn wir mit griechischen Staatsanleihen letztlich Geld verdient haben, so war der Ausgang des Referendums damals völlig unklar. Eine Roulettesituation – ein äusserst unangenehmes Gefühl.

INTERVIEW: PETER MANHART