

# Märkte

Alle Börsen, Devisen, Obligationen, Rohstoffe im Monitor ab Seite 28

- 16 Kein Durchatmen im Handelsstreit
- 16 Zweite Verlängerung für den Brexit
- 17 Warum Notenbanken unabhängig sind
- 21 «Anleger müssen wieder mehr denken»

## «Die Geldpolitik wird noch extremer»

James Grant, Herausgeber des «Grant's Interest Rate Observer», rechnet mit expansiven Zentralbanken, denn sie wollten nicht, dass die Börse fällt.

Die Notenbanken haben die vermeintliche Nullzinsgrenze ins Negative geschoben und mit ihren Bilanzen ungekannte Höhen erreicht – die Geldpolitik ist ausgereizt. Oder doch nicht? James Grant prophezeit, dass die Zentralbanken kreativ bleiben und die Geldpolitik verblüffend sein wird. Etwas vom Schlimmsten sei das fehlende Preissignal an den Anleihenmärkten, sagt der Herausgeber des «Grant's Interest Rate Observer» in New York. Grant setzt auf Gold (vgl. Box «Zur Person»). Er weilte auf Einladung von FuW in der Schweiz.

**Herr Grant, das Fed und die EZB haben die Normalisierung der Geldpolitik sistiert. Wie geht es weiter?**

Um es zurückhaltend auszudrücken: Das Vorgehen der Zentralbanken wird immer innovativer werden. Sie improvisieren künftig noch mehr. Radikale Geldpolitik erzeugt noch radikalere Geldpolitik.

**Nützen sich die Massnahmen ab?**

Genau. Es braucht eine immer grössere Infusion, um das gleiche stimulierende Resultat zu erzielen. Es verhält sich ganz ähnlich wie bei der Verabreichung eines Medikaments.

**Was unternimmt das Fed, wenn die Wirtschaft in eine Rezession fällt?**

Um ein Zitat von EZB-Präsident Mario Draghi zu borgen: «Whatever it takes», also alles, was nötig ist. Vermutlich werden sie das Anleihenkaufprogramm wieder aufnehmen. Es gibt kein Regelwerk, das das Fed einschränkt. Es existiert nichts dergleichen wie im klassischen Central Banking mit einem Rahmen, an den die Geldpolitiker sich halten sollten. Sie sind frei, sich im Werkzeugkasten mit neuen Schraubenschlüsseln, Hämmern und Kettensägen zu bedienen.

**Zieht das Fed Negativzinsen in Betracht?**

Ja, die Notenbanker sprechen recht offen darüber. Die Distriknotenbank San Francisco hat einen Aufsatz veröffentlicht, in dem eruiert wird, weshalb negative Zinsen notwendig sein könnten. Ich glaube, das Fed ist offen für alle radikalen Methoden.

**Die EZB hat Negativzinsen und kaum mehr Munition, wenn eine Rezession eintritt.**

Sie werden sich etwas ausdenken und noch radikaler vorgehen. Die Geldpolitik wird noch extremer, noch verblüffender.

**Wie beim Vorreiter, der Bank of Japan?**

Die japanische Zentralbank ist nicht gerade ein ermutigendes Beispiel. Sie hat mit ihren Interventionen den Anleihenmarkt zerstört. Mario Draghi hat den Anleihenmarkt ebenfalls zerstört.

*«Preise am Markt sind nicht mehr ein Indikator für den Wert, sondern für die Aktionen der Zentralbank.»*

**Woran ist die Zerstörung des Obligationenmarkts in Europa sichtbar?**

Vor gut einem Jahr beispielsweise hatte Telecom Italia kurzlaufende Schuldtitel ausstehen, mit einem Rating im spekulativen Bereich. Der Marktzins lag bei 0,8%. Eine Ramschanleihe rentiert mit einer Null vor dem Komma? Vielleicht ist das mein altmodischer Bezugsrahmen, aber ein Junk Bond mit einer solchen Rendite ist schlicht Wahnsinn.

**Tiefe Zinsen stützen die Unternehmen.**

Der Markt soll einen korrekten Messwert geben für die Kreditwürdigkeit der Unter-



«Es hat sich erwiesen, dass die Schweiz in der Geopolitik des Geldes nicht neutral sein kann.»

nehmen, die sich Geld ausleihen. Die Funktion des Markts besteht darin, die angebotenen Wertschriften zu bewerten und zu beurteilen, ob die Qualität gut oder schlecht ist, solid oder spekulativ.

**Diese Differenzierung wird durch die Notenbank nicht verhindert.**

Wenn die Zentralbank alles kauft, gibt es keine Leerverkäufe im Markt, kein Short Selling, sondern alle Anleger sind investiert, gemäss dem Anleihenindex. Die grundlegende Funktionsweise des Markts ist zerstört. Die Preise sind nicht mehr ein Indikator für den Wert, sondern ein Indikator für die Aktionen der Zentralbank. Ist das gesund, ist das sinnvoll? Die Zinsen sind die wichtigsten Preise in einer Marktwirtschaft. Preise sollten in einem Entdeckungsverfahren gefunden werden und nicht staatlich verwaltet sein.

**Wird es immer so weitergehen?**

Die Zentralbanken gehen den Weg des geringsten Widerstands. Sie wollen kein Geschirr zerschlagen. Sie wollen nicht, dass der Aktienmarkt fällt, und sie wollen nicht, dass die wirtschaftliche Expansion aufhört. Zu diesem Zweck, mit diesem Ziel vor Augen, werden sie weiterhin expansiv sein. Sie entscheiden sich im Zweifel für niedrigere Zinsen, nicht für höhere.

**Was birgt das für Gefahren?**

Sehr tiefe Zinsen spornen an zu Spekulation, leiten Investitionen an den falschen Ort und stimulieren eine höhere Verschuldung. Dadurch stauen sich Gefahren auf. Das beobachtete schon Walter Bagehot im 19. Jahrhundert, er war Chefredaktor des «Economist» und erklärte: «John Bull kann alles ertragen, aber 2% hält er nicht aus.» Mit solch niedrigen Zinsen könne der Bullenmarkt nicht umgehen.

**Heute fürchten sich die Märkte aber vor steigenden Zinsen.**

Uncle Sam hält 3% nicht aus: Möglicherweise erträgt die amerikanische Wirtschaft einen Zins von nur schon 3% nicht. Das könnte der Kippunkt sein, wegen der hohen Verschuldung und der damit verbundenen Schuldzinsen. Ich bin nicht sicher, ob das stimmt. Aber es ergäbe eine scharfe Anklage gegen die Politik der Zentralbanken, unter deren Aufsicht die Schulden dermassen gewachsen sind.

**Gibt es neben den hohen Schulden weitere unerwünschte Nebenwirkungen?**

Die niedrigen Zinsen schwächen die wirtschaftliche Dynamik, dazu haben OECD-Ökonomen vorletztes Jahr einen Aufsatz publiziert. Demnach wird die Arbeitsproduktivität gebremst, weil Zombie-Unternehmen länger leben als früher – solche Firmen haben permanent Probleme, ihre Schuldzinsen zu bezahlen. Die Zombies bremsen das Wachstum von produktiven Unternehmen, indem sie ihnen den Zugang zum Markt erschweren und weil sie Kapital und Fachleute binden. In der Tiefzinswelt nimmt ausserdem die Marktkonzentration zu, und die Reichen werden bevorteilt gegenüber den Ärmeren.

*«De facto übernimmt das Fed eine duale Funktion als Brandstifter und Feuerwehrmann.»*

**Wie wirkt das alles auf die Finanzmärkte?**

Die Zentralbanken versuchen, Wohlstand zu schaffen, indem sie die Preise für Aktien, Anleihen und Immobilien in die Höhe treiben. Damit entstehen Blasen respektive Boom-Bust-Zyklen. Das offizielle duale Mandat der US-Notenbank besteht darin, für stabile Preise und Vollbeschäftigung zu sorgen. De facto übernimmt das Fed eine duale Funktion als Brandstifter und Feuerwehrmann.

**Wo sind die Probleme am augenfälligsten?**

Eine groteske Verzerrung bei uns in den USA ist die Bewertung der Unicorns. Das

### FuW-Forum

James Grant referierte am vergangenen Donnerstag am Fund Experts Forum 2019 der «Finanz und Wirtschaft» in Rüslikon. Das Thema seines Vortrags lautete: «What the Central Banks Didn't Think of». [www.fuw-forum.ch/fund-experts-forum-2019](http://www.fuw-forum.ch/fund-experts-forum-2019)

FINANZ und WIRTSCHAFT FORUM

sind defizitäre Start-up-Unternehmen, oft aus der Technologiebranche. Sie verlieren viel Geld, was ihnen durch die sehr niedrigen Zinsen und die sehr gut zugänglichen Kapitalmärkte ermöglicht wird. Eines der grössten Probleme in den USA sind aber die Studentenkredite. Diese Schulden betragen 1500 Mrd. \$.

**Was geschieht mit den Studentenkrediten?**

Ich bin überrascht, dass noch kein einflussreicher und skrupelloser Politiker gesagt hat, diese Schulden müssten gestrichen werden. Ich könnte die Rede gleich selbst halten: «Wir müssen nur diese Schulden erlassen und alle werden glücklicher sein. Wir sind reich genug und können uns das leisten. Es geht um Generationengerechtigkeit und um unsere jungen, aufstrebenden Leute. Retten wir sie vor dem Zwang dieser lebenslangen Belastung. Sie haben es schwer genug.»

**Wer bezahlt dann die Schulden?**

Das Fed wird dafür bezahlen – ich versuche, mir vorzustellen, was als Nächstes geschieht. Das Fed übernimmt Schulden – so weit könnte es durchaus kommen. Ein anderer schlimmer Auswuchs sind die Marktzinsen für Staatsanleihen in der Eurozone. Das schwächste Land in Europa kann sich Geld leihen für weniger als 1%.

**Die geringen Eurozinsen sind ein Problem für die Schweizerische Nationalbank.**

Ich bin sehr froh, dass ich nicht Chef der SNB bin, und ich weiss nicht, was ich an seiner Stelle tun würde. Die Schweiz ist bekanntlich geopolitisch neutral, doch es hat sich erwiesen, dass sie in der Geopolitik des Geldes nicht neutral sein kann. Das Ziel der SNB, einen Wechselkurs des Frankens zu erhalten, der nicht jedes Exportunternehmen in den Konkurs treibt, ist vertretbar. Aber auch da sind die Folgen grotesk: Die SNB kauft Fremdwährungen, investiert einen Teil davon in Dollar und hat dabei mehr amerikanische Aktien angehauft als viele Anlagefonds.

**Wie beurteilen Sie die Zukunft des Euros, nach dem sich die SNB richtet?**

Der Euro ist ein Stück Papier, dessen Bestimmung ein geringer künftiger Wert ist. Um diese Entwertung mitzumachen,

### Zur Person

Gold werde dereinst zum «wichtigsten überlebenden monetären Vermögenswert», sagt James Grant (72). Er warnt seit Jahren vor den negativen Folgen der expansiven Geldpolitik. **1983 lancierte er sein Investmentbulletin «Grant's Interest Rate Observer»**, dessen Büros an der Wall Street liegen. Für viele Investoren ist die Publikation Pflichtlektüre. Das Bulletin zeichnet sich aus durch reichhaltiges Hintergrundwissen, vielfältige Anlageideen und trockenen Humor. Grant begann seine Karriere als Bondspezialist Mitte der Siebzigerjahre. Später **verfasste er eine Zinskolumne für das Anlegermagazin «Barron's»**. Inzwischen hat er sieben Bücher publiziert, das jüngste trägt den Titel «The Forgotten Depression 1921: The Crash that Cured itself». Grant wohnt in Brooklyn und sagt, **er wisse nicht, wann Gold zum wichtigsten monetären Asset werde** – er gebe es seinen Grosskindern.

BILD: IRIS C. HITTER

kauft die SNB Devisen, was meines Erachtens nicht zu dem passt, wofür die Schweiz in geldpolitischen Angelegenheiten steht. Doch als Amerikaner werde ich nicht urteilen, sondern beobachten.

**Wo führt das alles hin?**

Unter dem Goldstandard gab es Regeln. Wenn Gold aus einem Land abfloss, erhöhte die Zentralbank die Zinsen, um es zurückzulockern. Die Zentralbank monetisierte keine Staatsschulden. Heute gibt es keine Regeln.

**Der Goldstandard ist wegen seiner starren Regeln gescheitert.**

Er ist das am wenigsten schlechte System – keines ist perfekt oder absolut sicher. Die Schwäche jedes Geldsystems liegt nicht notwendigerweise in der Natur des Geldes oder in den Regeln für die Zentralbank. Schwierigkeiten drohen vom Kreditwesen, von den Institutionen der Geldleihe. Die allgegenwärtige Frage lautet: Wie zählt man die offenbar inhärente Tendenz zur Übertreibung mit Krediten? Und die zweite allgegenwärtige Frage: Wie geht man mit Fehlschlägen um?

**Wie also sollen wir mit Krisen umgehen?**

In unserem gegenwärtigen System ist alles darauf ausgerichtet, das Anerkennen von Fehlern und Misserfolgen hinauszuschieben. Unter dem Goldstandard musste man sich diesen Problemen stellen, die Bankrotte waren heftiger, aber die Gesundung verlief schneller.

*«In unserem System ist alles darauf ausgerichtet, das Anerkennen von Misserfolgen hinauszuschieben.»*

**Krisen zulassen statt auffangen?**

Was ist wünschbar, was wollen die Leute? Sollen wir kurzfristig Leid ertragen, im Interesse von mehr Dynamik und schnellerer Erholung. Oder soll niemand wirklich leiden, und wir stolpern vorwärts, mit mehr und mehr Zombies und immer weniger Dynamik. Das ist die Wahl.

INTERVIEW: PHILIPPE BÉGUÉLIN