

Schrumpfende Notenbankbilanzen: Eine Chance für aktive Manager

Autor



Robert M. Almeida, Jr.
Portfolio Manager und
Global Investment Strategist

Im Überblick

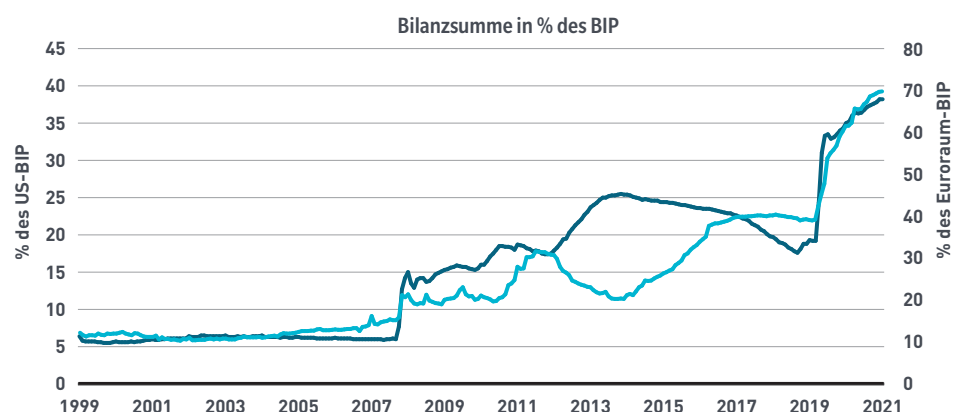
- Die aufgeblähten Notenbankbilanzen haben Verzerrungen an den Märkten und in der Wirtschaft aufrechterhalten.
- In Zeiten hoher Erträge haben passive Investmentansätze floriert. Bei niedrigeren Markterträgen könnte sich das ändern.
- Je niedriger die Erträge sind, desto wichtiger wird Finanzexpertise.

In den letzten gut zwölf Jahren sind die Bilanzsummen der Notenbanken geradezu explodiert – auf 8,7 Billionen US-Dollar bei der Fed und 8,5 Billionen Euro bei der Europäischen Zentralbank (EZB) Ende 2021. Das sind große Zahlen. Ihre wahre Dimension sieht man aber erst, wenn man sie ins Verhältnis zum BIP setzt: Die Bilanzsumme der Fed beträgt über 38% des US-BIP und die der EZB fast 70% des Euroraum-BIP.

Das Anschwellen der Bilanzsummen zeigt meiner Ansicht nach sehr gut das Ausmaß der Finanzrepression in den letzten Jahren – also von Maßnahmen, die für einen Zins unter der Inflationsrate sorgen, sodass sich die Staaten günstiger verschulden konnten. Das führte zu starken Verzerrungen.

Abbildung 1: Aus dem Gleichgewicht: Die Bilanzen von Fed und EZB

■ Fed (links) ■ EZB (rechts)



Quelle: Bloomberg. Monatsdaten vom 31. Dezember 1999 bis zum 31. Dezember 2021.



Fehlsignale

Ob Aktien oder Anleihen, Nägel oder Schrauben: Alles hat einen Preis, und diese Preise haben eine wichtige Funktion. Sie liefern Investoren, Produzenten, Verbrauchern und selbst Aufsichtsbehörden wichtige Signale. Soll man die Produktion erhöhen oder ein billiges Gut durch ein teureres ersetzen? Preissignale sind wichtig für die weltweite Kapitalallokation.

Wenn die Signale aber verzerrt sind, falsch-positiv wie falsch-negativ, in der Realwirtschaft wie an den Finanzmärkten, kommt es zu Ungleichgewichten. Es wird zu viel oder zu wenig bestellt, produziert oder investiert. Aber welches Ausmaß hat die Fehlallokation?

Leider ist das nicht leicht zu messen. Wie sagte schon Einstein? „Nicht alles, was man zählen kann, zählt – und nicht alles, was zählt, lässt sich zählen.“ Schwer zu zählen sind auf jeden Fall die Jahre der Finanzrepression mit ihren wachsenden Ungleichgewichten, Ineffizienzen und Risiken. Den Notenbanken fällt das genauso schwer wie uns. Aber nur, weil man ein Risiko nicht sieht, heißt das nicht, dass es nicht existiert.

Ich finde, dass man hier manchmal den Wald vor lauter Bäumen nicht sieht. Manche Knappheiten haben auch mit Corona zu tun, aber in erster Linie sind sie die Folge der Fehlallokation in den letzten zehn Jahren. Während der großen Stagnation nach der internationalen Finanzkrise taten die Unternehmen alles, um mit weniger Betriebsvermögen auszukommen und die Aktionärserträge zu maximieren. Den Zulieferern wurde immer mehr abverlangt, und von Lagerhaltung stieg man auf just in time um. Heute kehrt sich das wegen Corona wieder um. Die Unternehmen opfern Effizienz und akzeptieren ein höheres Umlaufvermögen, damit ihre Lagerbestände auf jeden Fall ausreichen, um genug liefern zu können.

Jahrzehntelang war der Produktionsfaktor Kapital mächtiger als der Produktionsfaktor Arbeit, sodass die Gewinnmargen der Unternehmen 2018 hoch waren wie nie. Zuletzt hatten die Arbeitnehmer aber wieder mehr Verhandlungsmacht. Weil jahrelang zu wenig investiert worden war, stieg der Preis des Humankapitals schnell. Die Unternehmen können nicht viel daran ändern – eine große Herausforderung, weil die Löhne einen Großteil der laufenden Kosten eines Unternehmens ausmachen.

Nach Jahren mit falschen Preissignalen und durch Fehlanreize ausgelösten Verhaltensänderungen brauchte es dann nur noch die Pandemie, damit die Dinge völlig aus dem Ruder liefen.

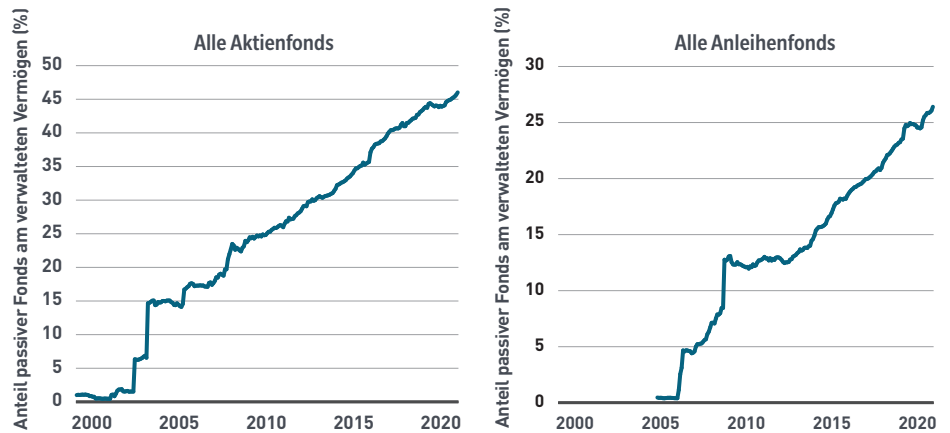
Es geht den Unternehmen wie der Natur

Als Finanzexperten haben wir im Studium gelernt, dass Erträge normalverteilt sind. Manche Unternehmen scheitern, andere haben Erfolg. Aber so, wie kein Baum in den Himmel wächst, wächst auch kein Unternehmen ins Unendliche. Viele existieren jahrzehntelang, aber irgendwann wird jede Firma vom Markt verschwinden. In den letzten Jahren galt das vielleicht nur eingeschränkt, weil Risiken unterdrückt wurden. Weil Geld- und Fiskalpolitik interveniert haben, sind die Kurse immer weiter gestiegen.

Entsprechend wenig hat man mit Einzelwertauswahl verdient. Bei exorbitant hohen Kapitalerträgen ist Finanzberatung nicht sehr gefragt. Der Siegeszug des passiven Investierens in den letzten Jahren (Abbildung 2) ist daher keine Überraschung. Schließlich neigen Menschen zum Extrapolieren, zum Fortschreiben aktueller Trends. Die Wertentwicklung der Vergangenheit beeinflusst das Verhalten.



Abbildung 2: Rückenwind für passive Ansätze



Quellen: Bernstein, EPFR Global. Daten aus „Fund Management Strategy: Passive Public Markets vs. Active Private Markets“, 25. Februar 2019.

Ich glaube aber, dass dies auch umgekehrt gilt. Wenn die Erträge niedriger werden, wird Finanzkompetenz umso wichtiger. Dann endet der Siegeszug passiver Ansätze.

Unberechenbare Kehrtwende

Weil ich kein Notenbanker bin, weiß ich auch nicht, wie die viele Billionen Dollar schweren Wertpapierbestände abgebaut werden. Aber ich weiß, dass es so nicht weitergehen kann. Nur wenige Wochen nach dem Jahreswechsel haben die Notenbanken das auch signalisiert. Die Finanzmärkte werden schon vorher reagieren, denn Investoren sehen in die Zukunft. Risiken und Ungleichgewichte, bekannte wie unbekannt, sind dann deutlich zu erkennen.

Die Zukunft ist unsicher, und dem einen oder anderen macht sie wahrscheinlich Sorgen. Wir freuen uns, wenn Finanzexperten bald wieder zeigen dürfen, was sie können – weil hohe Langfristerträge vielleicht schon bald wieder zu einem knappen Gut werden. ▲



Die hier dargestellten Meinungen sind die des Autors und können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Empfehlung, Aufforderung oder als Anlageberatung verstanden werden. Prognosen sind keine Garantien.

Sofern nicht anders angegeben, sind die hierin enthaltenen Logos sowie Produkt- und Dienstleistungsbezeichnungen Handelsmarken von MFS® und seinen Tochtergesellschaften. In manchen Ländern sind sie außerdem eingetragene Warenzeichen.

Herausgegeben von: **USA:** MFS Investment Management; **Lateinamerika:** MFS International Ltd.; **Kanada:** MFS Investment Management Canada Limited. In Kanada wurde diese Publikation weder von der Finanzmarktaufsicht noch von einer ähnlichen Regulierungsbehörde überprüft.

Bitte beachten Sie, dass dieses Dokument in Europa und der Pazifikregion nur für die Weitergabe an professionelle Investoren und institutionelle Kunden bestimmt ist.

Hinweise für Anleger in Großbritannien und der Schweiz: Herausgegeben in Großbritannien und der Schweiz von MFS International (U.K.) Limited (MIL UK), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Private Limited Company) mit Sitz in England und Wales, Zulassungsnummer 03062718. Das Investmentgeschäft von MIL UK steht unter der Aufsicht der britischen Financial Conduct Authority. MIL UK, ein indirektes Tochterunternehmen von MFS®, hat seinen Sitz in der One Carter Lane, London, EC4V 5ER. **Hinweise für Anleger in Europa (ohne Großbritannien und Schweiz):** Herausgegeben in Europa von MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux), einem in Luxemburg für das Management von Luxemburger Fonds zugelassenen Unternehmen, das institutionellen Investoren Investmentprodukte und -leistungen anbietet. Der Unternehmenssitz ist in der Rue Albert Borschette 4, L-1246 Luxemburg. Tel.: +352 2826 12800. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren. Andere dürfen sich nicht darauf verlassen. Auch darf das Dokument nicht an Personen weitergegeben werden, wenn eine solche Weitergabe gegen die geltenden Vorschriften verstoßen würde. **Singapur:** MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M). **Australien/ Neuseeland:** MFS International Australia Pty Ltd (MFS Australia) ist ein in Australien unter der Nummer 485343 eingetragener Finanzdienstleister. MFS Australia steht unter der Aufsicht der Australian Securities and Investments Commission. **Hongkong:** MFS International (Hong Kong) Limited (MIL HK) ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die der Aufsicht der Hong Kong Securities and Futures Commission (SFC) untersteht und von ihr zugelassen wurde. MIL HK darf Wertpapiere handeln, regulierte Assetmanagementgeschäfte abschließen und bestimmte Investmentdienstleistungen „professionellen Investoren“ gemäß Securities and Futures Ordinance (SFO) anbieten. **Für professionelle Investoren in China:** MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, ist eine registrierte chinesische Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die Finanzmanagementberatung anbieten darf. **Japan:** MFS Investment Management K.K. ist zugelassen als Financial Instruments Business Operator, zugelassen als Kanto Local Finance Bureau (FIBO, Nr. 312), Mitglied der Investment Trust Association, Japan, und Mitglied der Japan Investment Advisers Association. Da die von den Investoren zu tragenden Gebühren von verschiedenen Umständen abhängen – Produkte, Dienstleistungen, Anlagezeiträume und Marktumfeld –, können weder deren Gesamthöhe noch die Berechnungsmethoden im Voraus offengelegt werden. Alle Finanzinstrumente gehen mit Risiken einher, unter anderem dem Risiko von Marktschwankungen, sodass Investoren ihr investiertes Kapital verlieren können. Investoren sollten vor einer Anlage den Verkaufsprospekt und/oder die in Art. 37-3 des Financial Instruments and Exchange Act genannten Dokumente sorgfältig lesen.