

Alan Greenspan, das Gold und die Suche nach Sicherheit

Greenspan der Verursacher der Krise

Einst galt Alan Greenspan, Chef der US-Notenbank FED von 1987-2006, als der wichtigste Mann in der Wirtschaftswelt. Doch das war einmal. Heute wird er gerne als der Verursacher der Wirtschaftskrise gesehen. Er habe mit seiner Niedrigzinspolitik in den Jahren 2001-2004 die Saat für die aktuelle Wirtschaftskrise gelegt. Das billige Geld hat die US Bürger zu Überkonsum verleitet. Sparen war out. Im Jahr 2005 sank die Sparquote kurzfristig sogar unter Null, es wurde somit mehr ausgegeben als verdient. Unter Präsident Bush war Konsumieren Patriotenpflicht. Geld war genug da. Der Preis der Eigenheime wuchs im Anschluss an die Internetaktienblase jährlich um 10%. In der allgemeinen Hoffnung, dass die Preise immer weiter steigen werden, erhielt jedermann großzügige Kredite auf überbezahlte Häuser, ohne sich Gedanken über die Rückzahlung machen zu müssen. Die bürgerfreundliche Gesetzesgebung verpflichtete die Kreditgeber im Financial Discrimination Act auch Arme in der Bevölkerung an der Party des „Housingbooms“ teilhaben zu lassen. Die als „Subprime Loans“ heute berühmt berüchtigten Kredite wurden mit Hilfe kreativer Investmentbanker in Anleihen gebündelt, über komplexe mathematische Modelle der Ratingagenturen in einzelne Risikotranchen gestückelt, mit einem Rating versehen, und anschließend über alle Welt in die Depots von Rendite suchenden Investoren verstreut. Die sichersten und größten Tranchen, mit der klingenden Bezeichnung „Supersenior“, die noch

über dem „AAA“ Rating rangierten, behielten sich die involvierten Investmentbanken entweder selbst ein oder lagerten diese in sogenannte „Structured Investment Vehicle“ (SIVs) Schattenbanken aus. Finanziert wurden diese SIVs großteils über kurzfristige „Commercial Papers“ (CPs), die bei Geldmarktfonds aufgrund ihrer vergleichsweise hohen Renditen sehr beliebt waren. Grund hierfür war, dass die hinter den SIVs stehenden Banken bei Auslaufen der CPs für Käufer sorgen mussten, welche die langfristigen Supersenior Tranchen finanzierten.

Insgesamt wurde in den USA auf diese Art ein Schuldenberg aufgebaut, der dem 3,8-fachen der jährlichen Wertschöpfung des Landes entsprach. Nur ein Land schaffte es noch mehr Gesamtschulden als die USA aufzubauen: der unglückliche Inselstaat Island. All das war möglich, weil Banken, Ratingagenturen und auch die institutionellen Anleger daran gut verdient haben. Sehr gut sogar. Im Jahr 2005 kamen 43% aller Unternehmensgewinne aus der Finanzindustrie. Der historische Durchschnitt liegt bei 15%. Die Angestellten der Finanzindustrie ließen sich mit dem Doppelten des Durchschnitts der US Angestellten entlohnen.

Der Schock im Bankensystem

Das erste Opfer war die Investmentbank Bear Stearns, die schon im Sommer 2007 nach Problemen mit der Finanzierung der von ihnen geführten Structured Credit Hedge Fonds, auch die eigene Finanzierung plötzlich nicht mehr sicherstellen konnte. Das Spiel, langfristige

Alan Greenspan, das Gold und die Suche nach Sicherheit

Kredite kurzfristig zu refinanzieren war abrupt zu Ende gegangen und die Banken bekamen das gesamte Risiko plötzlich wieder zurück auf ihre Bücher. Dies geschah just im schlechtesten Augenblick, nämlich als der Markt an Interessenten für jedes Subprimerisiko völlig ausgetrocknet war. Ohne Käufer fielen die Anleihepreise aller Tranchen ins Bodenlose, sodass im März 2008 Bear Stearns von der bis dahin risikobewusst agierenden soliden Bank JP Morgan mit Hilfe einer 30 Mrd. USD Hilfe der FED übernommen werden musste. Die Rettung von Bear Stearns ermutigte, die Sollbruchstelle hatte gehalten und die Subprimekrise erschien bewältigbar. Doch mit 15. September 2008 erlitt die Finanzwelt mit der Pleite der Investmentbank Lehman Brothers den vorläufig letzten Schock und die Party war endgültig vorbei. Plötzlich war das gesamte Finanzsystem in Gefahr und die Staaten mussten einspringen um zu retten was Groß und (System-) Relevant war. Die Banker, die die Situation am besten einschätzen konnten, zogen die Gelder aus anderen Banken ab. Der Indikator für das Vertrauen der Banken untereinander, der TED Spread, der Risikoaufschlag zwischen den Dreimonats-Interbankengeldern zu den Dreimonats-Schatzwechseln (T-Bills), stieg ein Monat nach Lehman mit 4,5% auf das zehnfache des historischen Durchschnitts. Neben den gestiegenen Kosten für die kurzen Refinanzierungen waren es langfristige Kreditrefinanzierungen über den Kapitalmarkt, die das Geschäft einer Kreditbank zum Verlustmodell gemacht haben. Die um mehr als 1,5% p.a. gestiegenen Refinanzierungen konnten nur teilweise an die Kreditkunden weitergegeben werden. Der ITRAXX Financial 5 Jahre, ein Index für Preise von Credit Default Swaps, einer Art "Kreditausfallsversicherung", stieg von 0,5% auf über 2% an.

Ein Jahr danach, ist alles wieder gut?

Heute, ein Jahr nach Lehman steht der TED Spread auf einem historischen Tiefststand von 0,16%. Die Staatshilfen und die Liquiditätsschübe der FED haben das Vertrauen der Banker zueinander offensichtlich wieder hergestellt. Was ist geschehen? Die Notenbanker, allen voran der Greenspan Nachfolger und ausgewiesene Kenner der Weltwirtschaftskrise Ben Bernanke, haben sofort nach Lehman begonnen die Banken mit Liquidität zu überschütten. Sowohl die Standards für die Hinterlegung von Sicherheiten als auch der Zinssatz wurden dabei so tief angesetzt, dass Banken das Geld auch dann nahmen, wenn sie es gar nicht brauchten. Die 445 Mrd. € aus dem 1% Jahrestender der EZB vom Juni dieses Jahres, wurden zum guten Teil gleich wieder bei der EZB für 0,25% eingelegt.

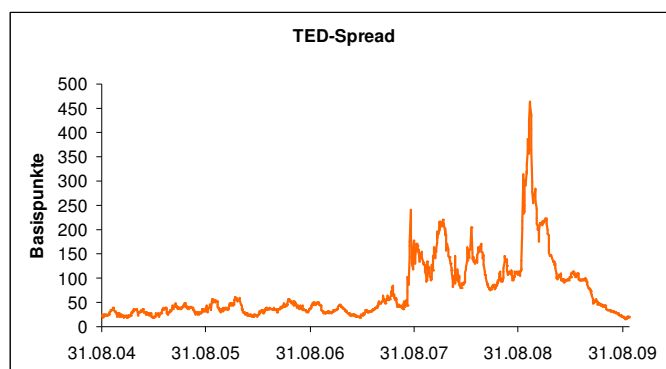


Abbildung 1: TED Spread (Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen)

Geld ist wie Wasser. Es findet seinen Weg. Die extreme Ausweitung der Geldmenge durch die Notenbanken hat auch dazu geführt, dass die Preise für Aktien, Unternehmensanleihen oder auch Öl mitten in der Krise einen nicht vorhersehbaren Anstieg hinter sich gebracht haben, sodass manche schon das Ende der Krise feiern. Doch mit dem Drucken von immer neuem

Alan Greenspan, das Gold und die Suche nach Sicherheit

Geld lässt sich eine Schuldenkrise am allerwenigsten beenden. Das verdeckt das eigentliche Problem. Bis es noch mal kracht.

Greenspan: Vom Saulus zum Paul(us)son?

Als Ex-Chairman der FED gilt Greenspan als einer der begehrtesten Wirtschaftsberater. Wirklich interessant erscheint für uns für wen sich der „Maestro“, wie er immer noch genannt wird, entschieden hat: niemand geringerer als John Paulson, der mit seiner Hedge Fonds Firma Paulson & Co die Subprimekrise vorhergesehen und damit die Gelder seiner Anleger in zwei Jahren verzehnfacht hatte*), konnte Greenspan als Mitglied in sein Advisory Board gewinnen. Paulson gilt mit seinen über 30 Milliarden USD schweren Hedgefonds nicht nur als einer der mittlerweile erfolgreichsten, sondern auch wohlhabendsten Vermögensverwalter der jüngsten Geschichte. Dies vor allem deshalb, weil er die Folgen der Politik des „billigen Geldes“ von Greenspan richtig eingeschätzt hatte. Nun wechselt eben dieser die Seiten: vom Saulus zum Paul(us)son.

Interessant erscheint das Ergebnis der Liaison. Die Paulson Fonds werden neben der USD und der Euro Klasse, jetzt auch als Gold Fondsklasse angeboten. Die Goldtranche ist mit maximal einem Drittel der gesamten 30 Mrd. USD begrenzt. Die Begründung Paulsons für diesen Schritt ist bemerkenswert, wenn man bedenkt, von wem er beraten wird: der Wert des US Dollar scheint gefährdet und eine Inflation droht.

Im Detail wird das Risiko aus der Verdoppelung der Bilanzsumme der FED seit Lehman angeführt. Es bestehen Bedenken, wie diese Geldmenge wieder vom Markt genommen werden kann. Daher wird mit einer steigenden Inflation gerechnet. Die Alternative in andere Währungen

zu gehen sehen Paulsons Leute nicht, da alle großen Notenbanken die Geldmenge vergleichbar gesteigert haben. Es fehlt das Vertrauen in „Papier“-Währungen, damit gilt nur mehr Gold als Lösung gegen die Denomination des Fonds.

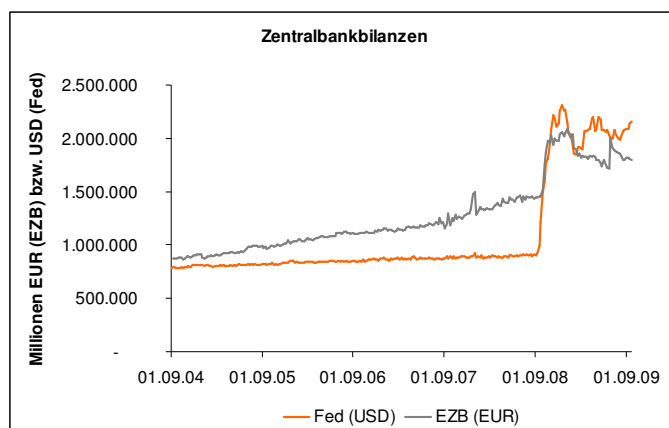


Abbildung 2: Zentralbankbilanzen (Quelle: Bloomberg)

Der Tausch der Anleger in die Goldklasse hat bereits Auswirkungen gezeigt. Investiert wird vor allem in den Gold ETF, SPDR Gold Trust¹, der größte aller Fonds, die in physisches Gold investieren. Dieser hat jüngst die 1.000 Tonnen Grenze überschritten, und verfügt damit über mehr Goldreserven als China.

Spannend wird es, wenn man sich auf die Suche nach offiziellen Aussagen von Greenspan zum Thema Gold und Geldmenge begibt: man stößt auf einen Artikel, den Greenspan im Alter von 40 Jahren 1966 (!) geschrieben hat. In dieser Zeit war er als freier Berater tätig und hat sich schon mit dem Zusammenhang der Geldmenge und den realen Werten beschäftigt. Wird er heute auf diesen Artikel angesprochen, bestätigt er den Inhalt und bekräftigt, dass er seine Meinung nicht geändert hat:

„Staatsanleihen sind nicht durch reale Sachwerte unterlegt, sondern nur durch das

¹ Gemäß EDGAR Quartalsfiling 13F-HR, 12.8.2009, Filenummer 028-10010

Alan Greenspan, das Gold und die Suche nach Sicherheit

Regierungsversprechen aus künftigen Steuereinnahmen zu bezahlen. Sie können daher nicht ohne weiteres von den Finanzmärkten aufgenommen werden. Eine große Menge neuer Staatsanleihen kann der Öffentlichkeit nur zu ständig steigenden Zinssätzen verkauft werden. Deshalb ist staatliche Schuldenfinanzierung unter einem Goldstandard eng begrenzt. Die Abschaffung des Goldstandards ermöglichte es den Verfechtern des Wohlfahrtsstaates, das Banksystem für eine unbegrenzte Kreditexpansion zu missbrauchen. In Form von Staatsanleihen haben sie Papiervermögen erzeugt, welches die Banken, nach einer komplexen Folge von Schritten, wie Realvermögen als Sicherheit akzeptieren, gleichsam als Ersatz für das was früher eine Einlage in Gold war. Der Inhaber einer Staatsanleihe oder eines auf Papiergeld gegründeten Bankguthabens glaubt, er hat einen gültigen Anspruch auf Realwerte. In Wirklichkeit sind aber mehr Ansprüche auf Realwerte im Umlauf, als Realwerte vorhanden sind. Wenn das Angebot an Geld im Verhältnis zum Angebot von realen Gütern in der Wirtschaft steigt, müssen die Preise unweigerlich steigen.“²

Und später noch klarer: „Wenn die Erzeugung von Geld im Verhältnis zur Erzeugung von realen Gütern in der Wirtschaft zunimmt, müssen die Preise früher oder später steigen“.

Der angesprochene Goldstandard war damals im Bretton-Woods-System noch aufrecht. Aber als drei Jahre später Frankreich seine Dollarbestände in Gold einlösen wollte, mussten die USA eingestehen, dass das Gold nicht mehr ausreichte um den Verpflichtungen nachzukommen. Die Folge war eine Abwertungsspirale des Dollars, bis 1973 endgültig der Goldstandard aufgegeben

² Greenspan, Allan; "Gold and Economic Freedom" in Ayn Rand's "Objectivist" Newsletter 1966, nachgedruckt in Rand, Ayn; "Capitalism: The Unknown Ideal", 1967

werden musste und auf flexible Wechselkurse umgestellt wurde. Seit damals steht hinter dem Geld nur mehr die gesetzliche Verpflichtung es als Zahlungsmittel akzeptieren zu müssen.

Im Lichte der Ereignisse der letzten 12 Monate erscheint es plötzlich verständlich, wenn der einst mächtigste Mann der Wirtschaftswelt, mit einem markoökonomischen Einblick, wie wohl kaum ein anderer, wenn auch nur indirekt, zum Ausstieg aus den Papierwährungen rät.

Das Dilemma des konservativen Investors

Jeder Investor der heute Sicherheit für sein Vermögen sucht steht nun vor einem Dilemma. Die Staatsanleihe, die vor kurzem noch als das sicherste Investment galt, muss unter oben genannten Überlegungen zumindest hinterfragt werden. Die Staaten geben mit den Hilfspaketen künftige Steuergelder bereitwillig aus, um ein Fortschreiten der Krise zu vermeiden. Dazu werden laufend neue Staatsanleihen begeben, wobei offen ist zu welchem Preis die Staaten künftig Käufer für diese Schuldenemissionen finden können. Sinkt die Nachfrage müssen die Staaten mit höheren Zinsen locken. Erste Anzeichen für ein nachlassendes Interesse ausländischer Investoren an Treasury Bonds sind bereits registrierbar. Im 2. Quartal 2009 wurden amerikanische Staatsanleihen im Ausmaß von 339 Mrd. USD emittiert. Größter Käufer der Anleihen waren nicht etwa China oder Japan, sondern die amerikanische FED selbst. Es stellt sich nun die Frage, was passiert, wenn die FED die aktuell verbliebenen 10 Mrd. USD aus ihrem 300 Mrd. USD Budget für den Aufkauf von Treasury Bonds verbraucht hat. Sollten ausländische Investoren den entstehenden Angebotsüberhang nicht ausfüllen können, werden die Staatsanleihenpreise unter Druck kommen und die Zinsen, die die USA

Alan Greenspan, das Gold und die Suche nach Sicherheit

auf ihre Staatsanleihen zu zahlen haben erheblich ansteigen. Bei zu erwartenden Staatsschulden von bis zu 100% bedeutet jedes zusätzliche Prozent Zinsen, jedoch c.p. ein Prozent mehr Defizit. Auch in Europa spricht heute niemand mehr von der in Maastricht definierten Obergrenze für die Nettoneuverschuldung eines Landes in der Höhe von 3%. Die diesbezügliche Auslegung in der Politik kann dann gefährlich werden. Ein Beispiel lieferte der SPD Spitzenkandidat im Hessischen Wahlkampf, Thorsten Schäfer-Gümbel: just im Dezember 2008, als alle Welt in sichere Staatsanleihen flüchtete und die Rendite deutscher Staatsanleihen weit unter 3% lag, kam seine Forderung die „Reichen“ gesetzlich zu zwingen Staatsanleihen zu kaufen, um die staatlichen Hilfspakete zu finanzieren. Zum Glück ging diese Forderung als Wahlkampfgeplänkel unter, sonst hätten so manche ihr Staatspapiere wieder rasch abgestoßen, bevor sie zu ihrem Glück gezwungen werden.

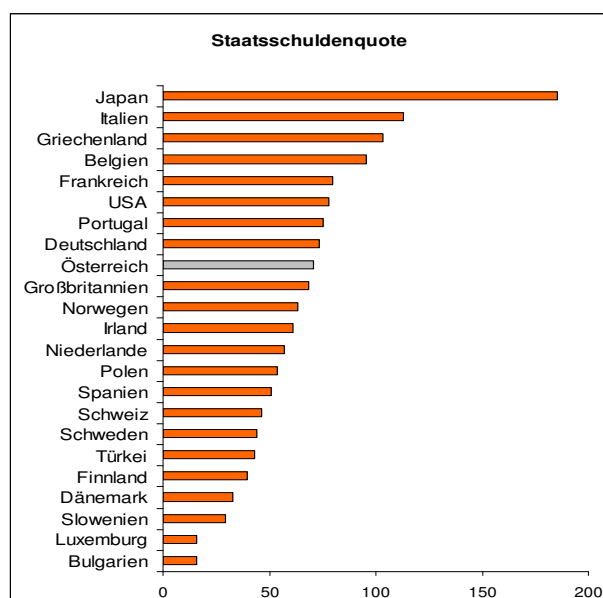


Abbildung 3: Schuldenstand des Gesamtstaates in % des BIP, prognostizierte und vorläufige Werte per Juli 2009 (Quelle: Wirtschaftskammern Österreichs, <http://www.wko.at/statistik/eu/europa-verschuldung.pdf>)

Obwohl die Banken erstmals Konditionen bieten, die 0,5-1% über den Interbanksätzen liegen und damit bewusst mit jedem neuen Sparbuch einen Opportunitätsverlust einfahren, sind die Zinsen auf Spareinlagen zu tief, um eine gute Alternative zu liefern. Auch dessen vermeintliche Sicherheit könnte sich als trügerisch erweisen. Bei großen Geldentwertungen war das Sparbuch schon einmal der größte Verlustbringer: wer 1914 sein Geld am Sparbuch parkte, war es 10 Jahre später nahezu zur Gänze los. Der Grund lag damals auch in der wachsenden Umlaufgeldmenge die zu einer kontinuierlichen Geldwertverschlechterung und zu sinkender Kaufkraft führte. Als die Inflation im November 1923 ihren Höhepunkt erreichte, waren die Ersparnisse zahlloser Familien vernichtet. Dazu kam auch die Entwertung der als mündelsicher angesehenen Kriegsanleihen. Nur wer damals auf Sachwerte oder Aktien setzte, konnte sein Vermögen durch die Krise bringen. Der Aktienindex wuchs einfach mit der Inflation mit und schützte damit vor der Geldentwertung.

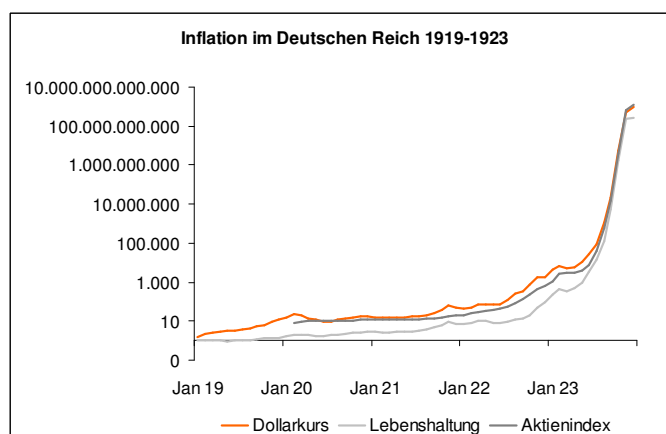


Abbildung 4: Inflation im Deutschen Reich 1919-1923, logarithmierte Darstellung (Quelle: Deutsches Historisches Museum, <http://www.dhm.de/lemo/objekte/statistik/infstad/index.html>)

Alan Greenspan, das Gold und die Suche nach Sicherheit

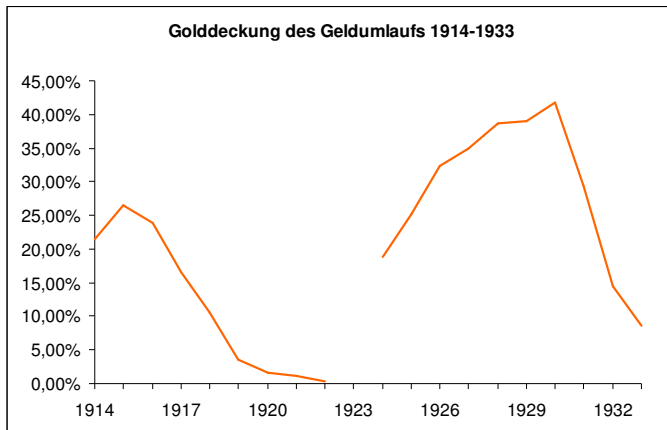


Abbildung 5: Golddeckung der Reichsmark zwischen 1914 und 1933 (Quelle: Deutsches Historisches Museum, www.dhm.de/lemo/objekte/statistik/gold/index.html)

Ein anderes Beispiel zeigt sich nur einige Jahre später in der Weltwirtschaftskrise. Die Geldmenge wurde damals nicht ausgeweitet, was dazu führte, dass die Lebenshaltungskosten in Deutschland von 1928 bis 1932 im statistischen Schnitt um fast 25 Prozent sanken. Allerdings waren für über 6 Millionen deutsche Arbeitslose auch die verbilligten Lebensmittel unerschwinglich. Darin begründet sich auch die aktuelle Politik der Notenbanken. Schließlich gilt Bernanke als der profundeste Experte der Weltwirtschaftskrise.

Leider ist die Alternative zu Staatsanleihen und Sparbüchern ein Investment in Aktien oder Gold, auch nicht konservativ und sicher. Denn die Wertschwankungen beider Anlageklassen sind hoch. Das Gold ist mit seiner Preisvolatilität sogar nur für Investoren geeignet, die auch bei einem Verlust von 30% nicht die Nerven verlieren.

Für Anleger, die ihr Geld langfristig auch bei Turbulenzen erhalten möchten gilt der Grundsatz, das Vermögen über mehrere Anlageklassen zu streuen. Falls also Alan Greenspan doch Recht behalten sollte, empfehlen wir daher:**

- Staatsanleihen: Um das Zinsrisiko zu reduzieren empfehlen wir Anleihen mit kurzen Laufzeiten,

dies gilt auch für die von uns favorisierten Inflationsanleihen.

- Unternehmensanleihen: Diese bieten noch immer historisch hohe Renditeaufschläge auf Staatsanleihen.

- gelistete Aktien oder Private Equity: In den vergangenen Monaten haben die globalen Aktienmärkte bereits eine Erholung der Konjunktur vorweg genommen. Aktien bieten dem langfristig orientierten Investor jedoch weiterhin gute Ertragschancen und einen Schutz vor Inflation.

- Sachwerte wie Immobilien: Immobilien galten von jeher als integraler Bestandteil eines Portfolios. Bei der Auswahl von Immobilieninvestments wie Vorsorgewohnungen, offenen und geschlossenen Fonds, Immobilienaktien und Direktinvestitionen sind die Kenntnisse und Bedürfnisse des Investors in Hinsicht auf Ertrag, Sicherheit, Liquidität und nicht zuletzt des zu investierenden Vermögens ausschlaggebend.

- Gold und andere Rohstoffe: Rohstoffe und insbesondere Gold bieten sich als Inflationsschutz besonders an. Wir empfehlen eine Beimischung von Gold in der Höhe von etwa 5% des Portfoliovermögens. Investitionsmöglichkeiten sind Direktinvestitionen in Goldmünzen oder Goldbarren, das Treuhandgold der Capital Bank, Goldfonds und Zertifikate oder auch indirekte Investitionen wie etwa Minenaktien.

Alan Greenspan, das Gold und die Suche nach Sicherheit

*) Am 31. Oktober 2006 hat die Capital Bank eine eigene Performance-Linked-Note auf den Paulson Credit Opportunities Fonds emittiert, mit der an der Performance des besten Hedge Fonds der Welt partizipiert werden konnte: die bisherige Wertsteigerung beträgt in Euro über 900%. Für interessierte Neuinvestoren liegt das neue Paulson Credit Opportunities Gold Class Zertifikat (ISIN: AT000B109897) zur Zeichnung auf. Unterlagen und Basisprospekt sind in den Räumlichkeiten der Bank bzw. unter www.capitalbank.at abrufbar.

***) Die Umsetzung dieser Empfehlungen erfolgt insbesondere in der Portfolioverwaltung der Capital Bank. Bitte sprechen Sie mit Ihrem Berater über konkrete Investitionsmöglichkeiten.

Hierbei handelt es sich um eine Werbemitteilung mit ausschließlichem Informationscharakter, welche keinesfalls eine anleger- und objektgerechte Beratung sowie umfassende Risikoaufklärung – jedes Produkt hat ein unterschiedlich hohes Risikoniveau – ersetzt. Alle in der Unterlage verwendeten volkswirtschaftlichen und wertpapierbezogenen Daten sind aus Bloomberg und den Statistiken der Österreichischen Wirtschaftskammern bzw. des Deutschen Historischen Museums entnommen. Alle verwendeten Informationen beruhen auf sorgfältig ausgesuchten Quellen; es wird keine Gewähr für die Vollständigkeit, Richtigkeit und Aktualität der vorliegenden Werbemitteilung sowie der herangezogenen Quellen übernommen. Haftungs- oder Schadenersatzansprüche, welche aus der Nutzung oder Nichtnutzung bzw. aus der Nutzung fehlerhafter und unvollständiger Informationen resultieren, sind ausgeschlossen.