



Gehen die Zentralbanken unter die Zocker?

Dr. Martin W. Hüfner, Telefon +49 89 519966-150, martin.huefner@assenagon.com

- **Was wenige wissen: Zentralbanken investieren ihre Reserven nicht nur in Bonds, sondern zunehmend auch in Aktien.**
- **Das beseitigt eine Verzerrung auf den Kapitalmärkten und wirkt der hohen Verschuldung der Volkswirtschaften entgegen.**
- **Notwendig ist dabei aber eine größere Transparenz der Notenbanken.**

Sind die Zentralbanken unter die "Zocker" gegangen? Bis jetzt war ich immer der Meinung, dass Zentralbanken in der Anlage ihrer Reserven der Ausbund der Vorsicht seien. Sie investieren nur in kurz- bis mittelfristigen Staatspapieren, in denen sie kein Bonitäts- und nur ein geringes Kursrisiko zu haben glauben. Es gibt hier nur zwei Ausnahmen. Das eine sind die Währungsreserven. Sie sind zwangsläufig mit Wechselkursrisiken verbunden. Da kann man nichts ändern. Das zweite sind die Goldbestände. Gold gilt zwar gemeinhin als solide und wertbeständig. Tatsächlich ist es als Edelmetall jedoch so volatil und schwer einschätzbar wie wenige andere Anlagen. Hier zocken auch Zentralbanker.

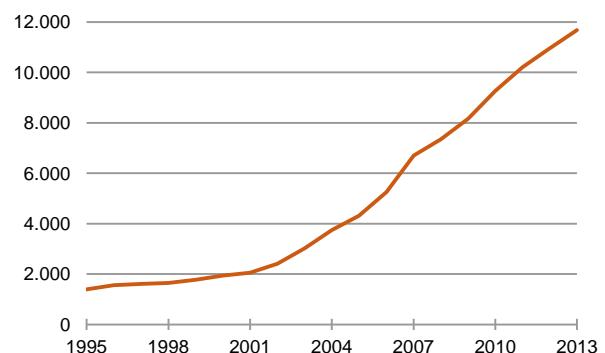
Jetzt kommt aber noch etwas anderes hinzu. Wie sich herausstellt, kaufen die Zentralbanken inzwischen auch Aktien. Nach einer Studie der Bank HSBC besitzen bereits mehr als ein Drittel der Notenbanken Aktien beziehungsweise planen, in den nächsten fünf Jahren welche zu erwerben. Der Prozentsatz ist im letzten Jahr deutlich gestiegen. Das hatte ich so nicht erwartet.

Zu diesen Instituten gehören keineswegs nur kleine und unbedeutende Notenbanken. Die Schweizer Nationalbank hält beispielsweise 15 % ihrer Reserven in Aktien. Das macht einen Betrag von über USD 70 Mrd. aus. Die Banca d'Italia legt 6 % ihres Euro-Portfolios in Aktien an. Die Niederlande sind seit langem auf den Aktienmärkten präsent. Ebenso Dänemark. Hong Kong kaufte in der Asienkrise 1998 Aktien für rund USD 15 Mrd., um die Märkte zu stabilisieren. Es verkaufte sie später mit Gewinn.

Die britische Denkfabrik OMFIF (Official Monetary and Financial Institutions Forum), die die Diskussion in den letzten Wochen mit einer eigenen Studie angestoßen hat, zieht daraus den Schluss, dass die Zentralbanken

jetzt nicht nur durch ihre Geldpolitik, sondern auch durch ihre Anlagepolitik zu einer treibenden Kraft auf den Kapitalmärkten geworden sind. Die gesamten anlagefähigen Reserven der Notenbanken schätzt OMFIF auf USD 13.200 Mrd. Das entspricht einem Drittel (!) der Marktkapitalisierung der Aktienmärkte der Welt. Die Grafik zeigt, wie dynamisch sich allein die Währungsreserven in den letzten fünfzehn Jahren entwickelt haben. Das ist ein riesiges Anlagepotenzial.

**Explosion der Weltwährungsreserven
in USD Mrd.**



Quelle: IMF

Wie ist diese Entwicklung zu beurteilen? Wie überall gibt es Argumente dafür und dagegen. Auf der einen Seite besteht die Gefahr von Zielkonflikten. Die Notenbanken sind nicht dafür da, Gewinne zu erwirtschaften. Sie sollen für Preisstabilität sorgen. Aktienengagements könnten zudem dem Renommee der Notenbanken schaden. Wenn sie bei ihren Investments schief liegen, mag mancher auch an ihrer geldpolitischen Kompetenz zweifeln. Schließlich haben sie gegenüber anderen Anlegern Insider-Wissen. Man braucht also "Chinese Walls" zwischen denen, die Geldpolitik machen und denen die Gelder anlegen.

Auf der anderen Seite wird dadurch eine neue große Anlegergruppe für den Markt erschlossen. Das hilft den Kursen. Der Markt wird breiter und stabiler. Die Reserven der Zentralbanken werden rentabler angelegt. Laut OMFIF haben die Notenbanken der Welt durch die ineffiziente Anlagepolitik bisher auf Einnahmen in Höhe von USD 200 bis 250 Mrd. verzichtet.



Das wichtigste Argument liegt jedoch woanders. Die einseitige Anlage der Notenbankreserven verzerrt die Kapitalmärkte. Sie begünstigt Bonds – vor allem Staatsanleihen – und benachteiligt Aktien, also die Realwirtschaft. Die Zinsen sind zu niedrig, die Kosten des Eigenkapitals zu hoch. Das fördert die Verschuldung vor allem des Staates, aber auch der Privatwirtschaft. Wir sollten uns nicht über die zu hohe Verschuldung beschweren, wenn wir sie durch die Anlagepolitik der Notenbanken ausdrücklich fördern.

Umgekehrt bekommen die Unternehmen relativ weniger Mittel, die zudem noch teurer sind. Das bremst Wachstum und Arbeitsplätze. Es fällt insbesondere in einer Zeit ins Gewicht, in der die Notenbanken nicht mit zu hoher Inflation zu kämpfen haben, sondern mit zu geringer Expansion der Wirtschaft.

Manche sagen, Zentralbanken müssten in Bonds investieren, weil sie weniger riskant sind. Das gilt nach den Turbulenzen der vergangenen Jahre nicht mehr. Es gibt keine risikolosen Anleihen mehr. Umgekehrt sind Aktienanlagen nicht so riskant wie oft behauptet. Man muss das Portfolio nur auf Unternehmen mit guter Finanzie-

rung, einem vernünftigen Geschäftsmodell und ordentlicher Dividende beschränken. Man muss auf eine Diversifizierung der Risiken achten und man muss sich klug gegen Kursschwankungen absichern.

Eines ist freilich wichtig, wenn Notenbanken ihre Reserven auch in Aktien anlegen. Das ganze muss transparent sein. Sonst haben die Notenbanken als Großinvestor einen Wettbewerbsvorteil. Offenheit und Transparenz gehören freilich bisher nicht zu den Stärken der Notenbanken.

Für den Anleger ist ein größeres Engagement der Notenbanken auf den Aktienmärkten natürlich eine gute Nachricht. Es kommt mehr Geld auf den Markt. Es gibt einen neuen risikoaversen Investor, der Stabilität in den Markt bringt. Vielleicht würde dann auch mancher Bonds-Investor seine bisherige Abneigung gegen Dividenden titel überdenken. Last but not least ist es gesamtwirtschaftlich nicht von Nachteil, wenn die Notenbanken auch in ihrem Denken näher an den Markt rücken. Es verringert die Gefahr von Turbulenzen gerade in Zeiten geldpolitischen Umsteuerns.

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: martin.huefner@assenagon.com. Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf www.assenagon.com.

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

Rechtliche Hinweise

Diese Darstellung wird nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden, doch kann die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassungen sowie die Assenagon Schweiz GmbH, Assenagon Client Service GmbH, München und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle Meinungsaussagen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon-Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen.

Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen u. U. gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über die besagten Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen weder an Staatsbürger aus Großbritannien oder den Vereinigten Staaten von Amerika und sind auch nicht als solche konzipiert.

Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage einschlägiger Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung.

Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die Assenagon-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.