

«Sollte der Dollar schwächer werden, wäre das ein Konjunkturprogramm für alle»

Die Welt sei nicht mehr so goldgelb, wie sie augenblicklich noch erscheine, hiess es am NZZ-Roundtable. Es sei etwas am Köcheln. Vier Fachleute gaben ihre Einschätzungen zum derzeitigen Finanzmarktumfeld ab und plädierten für mehr Investitionen. Das Gespräch führten Michael Ferber und Christof Leisinger

Protektionistische Tendenzen und geopolitische Spannungen nehmen weltweit zu. Wie passt das zusammen mit dem jüngsten Rekordniveau des Swiss-Market-Indexes?

Nannette Hechler-Fayd'herbe: Erstens beeinflusst der Handelskonflikt nur den verarbeitenden Sektor negativ, den Dienstleistungssektor und den Konsum dagegen kaum. Die Arbeitsmärkte in den Industrieländern sind zudem gut ausgelastet. Zweitens signalisieren die Zentralbanken, dass sie zur Not bereitstehen und die Finanzmärkte stützen. Das verringert die Rezessionsängste.

Die US-Notenbank Federal Reserve hat die Zinserhöhungspolitik beendet und Senkungen angedeutet. War das entscheidend?

Tatjana Puhan: Die Federal Reserve hat bereits Anfang des Jahres kommuniziert, sich für das Marktgeschehen verantwortlich zu fühlen. Man spricht diesbezüglich von einem «Zentralbank-Put». Dieser führt dazu, dass die Zinsen weiter sinken und die Aktienkurse weiter steigen können. Es fragt sich nur, wann diese Entwicklung kehrt – und ob die Investoren dann richtig positioniert sind.

Trotz boomender Wirtschaft und angespannten Arbeitsmärkten stellen die Notenbanken weitere monetäre Lockerungen in Aussicht. Wie kommt das?

Daniel Kalt: Solange es keinen Inflationsdruck gibt, fühlen sie sich nicht genötigt, die Zinsen zu erhöhen. In den USA ist die Inflation jüngst sogar trotz engem Arbeitsmarkt zurückgegangen. Das hat der US-Notenbank Federal Reserve den Weg gebnet, diese dramatische Kehrtwende in der Geldpolitik zu vollziehen. Wegen des Handelsstreits der USA mit China und unter dem ständigen Druck von US-Präsident Donald Trump ist der amerikanische Notenbankchef Jerome Powell offensichtlich eingeknickt. **Hechler-Fayd'herbe:** Das Muster der Fed ist relativ konsistent damit, wie sie früher agiert hat. Sie reagiert einerseits auf den Rückgang der Inflation, ander-

gewollt war. Die Amerikaner senken nun die Zinsen, weil sie Angst vor steigenden Realzinsen haben, wie in Japan.

Hechler-Fayd'herbe: Ein wichtiger Grund, über Japan zu reden, ist die Demografie. In den sechziger Jahren konnte man die Nachfrage mit expansiver Geldpolitik ankurbeln. Heute altern Japan und Europa zügig. Folglich dürften die Zinsen längerfristig niedrig bleiben. So gesehen, ist das amerikanische Zinsniveau nicht völlig falsch.

Redeker: Die demografische Entwicklung ist ein zentrales Thema. In Japan gehen in den kommenden zehn Jahren 13 Mio. Menschen in Rente. Das wird die Kapitalmärkte belasten. Denn die Japaner sind stark in den USA investiert und werden Anlagen liquidieren.

Welche Folgen hat das in Europa?

Kalt: Was Japan durchmacht, kommt mit gewisser Verzögerung auch auf Europa zu. In der Schweiz werden in den nächsten zehn Jahren 1 Mio. Menschen das Rentenalter erreichen. Gleichzeitig gibt es weltweit aber mehrere Schwellenländer mit einer sehr jungen Bevölkerung, etwa Brasilien, Indien oder Indonesien. Dort werden Millionen von Haushalten in die Mittelschicht aufsteigen und plötzlich Geld für die Rente ansparen. Wie das netto aufgeht, ist schwer zu sagen.

Puhan: Weil die Zinsen so niedrig sind, muss man in der Altersvorsorge grössere Risiken eingehen. In vielen Ländern werden die Rentensysteme umgestellt. Wir befinden uns mittendrin in diesem Prozess. Menschen, die früher Garantielösungen hatten oder Gelder vor allem in Obligationen investierten, drängen nun stärker an die Aktienmärkte. Deshalb ist Panik fehl am Platz. Ich sehe auch keine Treiber für eine stark steigende Inflation. Möglichem Lohndruck steht neben der Zuwanderung ein globales Umfeld gegenüber, in dem die Unternehmen wählen können, wo sie ihre Produktionsstätten aufmachen und ihre Arbeit einkaufen. Auch einen technologischen Schock, der so viel Wachstum bringt, dass die Inflation zulegt und die Zinsen nachhaltig steigen, erwarte ich nicht.

Die Anleger müssen wegen der extremen Politik der Zentralbanken viel wagen. Bei den Unternehmensanleihen ist die Qualität immer schlechter geworden. Droht hier eine Verkaufswelle?

Puhan: Viele Anleger sind Risiken eingegangen, ohne sich dessen bewusst zu sein, weil wir einige sehr gute Jahre an den Finanzmärkten hatten. Im vergangenen Jahr lagen dann so gut wie alle Anlageklassen im Minus. Das hat viele Anleger sehr überrascht.

Jüngst sind mehrere Fonds mit illiquiden Wertpapieren gestraucht. Sind das Einzelfälle oder Symptome für den Beginn einer neuen Finanzkrise?

Puhan: Das sind wirklich Einzelfälle. Diese Fonds haben sich sehr eigenartig verhalten und positive Renditen in einer Zeit ausgewiesen, als dies sonst kaum jemand gelungen ist. Da muss man sich dann schon fragen, wie das möglich war. Auf der anderen Seite war der Markt von Unternehmensanleihen noch nie so gross wie heute. Zudem gibt es weniger Akteure in diesem Markt, die bereit wären, beim Ausbruch einer Krise Liquidität zu geben. Das sollten Anleger bei ihren Portfolio-Entscheidungen bedenken und nicht alle Eier in einen Korb legen.

Hechler-Fayd'herbe: Ich möchte noch einmal beim Thema Demografie und der anhaltenden Niedrigzinsphase anknüpfen. Die jüngeren Generationen müssen realisieren, dass sie für ihre Vorsorge sparen und anlegen müssen – und zwar frühzeitig. Staatsanleihen rentieren in vielen Märkten negativ, das ist keine interessante Investition. Deshalb muss man sich mehr mit Aktien und alternativen Anlagen auseinandersetzen.

Der Konjunkturaufschwung in den USA ist rekordverdächtig lang, die Börsen



Tatjana Puhan, Swiss Life Asset Managers



Hans-Günter Redeker, Morgan Stanley



Nannette Hechler-Fayd'herbe, Credit Suisse



Daniel Kalt, UBS

sind auf Rekordniveau und die Zinsen auf Rekordtiefs. Kann man die Leute in diesem Umfeld noch in Aktien «jagen»?

Kalt: Das ist eine berechtigte Frage. Aber wenn ein Konjunkturaufschwung lange anhält, heisst das noch lange nicht, dass ein Crash bevorsteht. Der Aufschwung kann noch weitergehen. Die Frage ist, wann die nächste Rezession kommt. Auf Sicht von sechs oder zwölf Monaten sehen wir aber keine – ausser, wenn der Handelsstreit zwischen den USA und China völlig eskaliert. Es kann aber auch nicht im Interesse von Herrn Trump sein, schon im Herbst dieses Jahres und damit vor den Präsidentschaftswahlen im kommenden Jahr eine Rezession zu provozieren. Die Arbeitslosigkeit würde rasch steigen. Im Handelskonflikt scheint Trump in gewisser Weise eine Rezession zu riskieren. Allerdings weiss er, dass die Fed die Zinsen senken wird, wenn es hart auf hart kommt. Vielleicht ist für ihn der kommende Winter der ideale Moment, um einen Deal mit China abzuschliessen. Dann kann er sagen: «Ich habe die Chinesen in die Knie gezwungen.» Das könnte ihm richtig Schub geben für das Wahljahr.

Redeker: Seit dreissig Jahren reformiert sich China und investiert. Dieser Prozess wurde finanziert aus inländischen Ersparnissen. Allerdings haben die Chinesen enorme Überkapazitäten geschaffen, und die hergestellten Produkte mussten irgendwohin verkauft werden und wurden exportiert. Der aufkommende Preisdruck hat massgeblich dazu beigetragen, dass die Inflationsraten gefallen sind. Doch diese Politik stösst nun an Grenzen. China wird in Zukunft weniger Überschüsse produzieren. In der Vergangenheit sind die Erlöse daraus am US-Kapitalmarkt aufgeschlagen. Wundert sich da noch jemand, dass die Renditen von amerikanischen Unternehmensanleihen gefallen sind? Weitere Kapitalgeber waren Japan und Europa. Japan wird altern und Kapital abziehen. Europa dürfte die Ersparnisse stärker in eigene Investitionen stecken. Mit China, Japan und Europa könnten die drei grössten «Bancomaten» der USA in Zukunft leer sein. Diese «Bancomaten» haben den amerikanischen Kapitalmarkt gefüttert.

Mit welchen Folgen?

Redeker: Der amerikanische Aktienmarkt wird sich nicht mehr überdurch-

schnittlich entwickeln, sondern unterdurchschnittlich. Ich denke, dass der amerikanische Dollar einen Schwindelanfall bekommen wird. Die Kapitalströme werden sich verändern und verstärken in die Schwellenländer gehen, denn dort gibt es noch attraktive Renditen. Ein schwächerer Dollar ist gut für alle, er ist eine Art Konjunkturprogramm für alle. Dieser Dollar ist einfach zu teuer geworden für diese Welt – und er fällt.

«Mit China, Japan und Europa könnten die drei grössten «Bancomaten» der USA in Zukunft leer sein.»

Hans-Günter Redeker

Puhan: Ein schwächerer Dollar kann auch gut sein für die amerikanische Wirtschaft, da die dortigen Unternehmen dann leichter exportieren können. So sollten die Aktienkurse eigentlich davon profitieren. Europa dagegen hat jahrzehntelang seine Hausaufgaben nicht gemacht, macht sie nach wie vor nicht und hat extrem viele Probleme. Deswegen sehe ich nicht, weshalb sich der amerikanische Aktienmarkt nicht weiter gut entwickeln kann.

Redeker: Aber Sie stimmen doch überein, dass Europa mehr investieren muss. Das bedeutet, dass weniger Ersparnisbildung nach Amerika geht.

Tatjana Puhan

Tatjana Puhan ist Leiterin Aktienanlagen Drittkundengeschäft bei Swiss Life Asset Managers. Zudem ist sie als Adjunct Faculty Member am Chair of International Finance an der Universität Mannheim sowie als Research Fellow am Hamburg Financial Research Center tätig. Frau Puhan hat am Swiss Finance Institute an der Universität Zürich in Finance promoviert.

Hans-Günter Redeker

Hans-Günter Redeker ist Chef-Währungsstrategie bei der US-Investmentbank Morgan Stanley mit Sitz in London. Zuvor war er lange Jahre bei der Chase Manhattan Bank und später bei der französischen Grossbank BNP Paribas in ähnlicher Funktion tätig. Er hat an der Universität Göttingen als Ökonom graduiert.

also nicht gerade ein Ort der Zukunftsbranchen. Es gibt zwar viele gute Nischenunternehmen, auch in der Schweiz. Europa hat aber strukturell beachtliche Probleme – wenn ich etwa an Italien denke oder den Brexit. Das macht Sorgen. In der Schweiz sind wir vom Zinsumfeld her noch schlechter dran als alle anderen. Wir haben den Leitzins schon bei minus 0,75%, und die ganze Zinskurve bis weit nach hinten ist unter null. Diese «supernegativen» Zinsen haben auch reale Kosten. Nun gibt es wegen des Handelsstreits und der Probleme in Europa wieder stärkeren Druck auf den Franken. Unter Fr. 1.10 je Euro dürfte die SNB wieder aktiv werden. Auch die Fed und die Europäische Zentralbank sprechen wieder von Zinssenkungen. Thomas Jordan hat mehrfach erwähnt, dass er den Leitzins noch weiter leicht senken könnte. Dann wird es aber schon etwas eng hier in der Schweiz.

Hechler-Fayd'herbe: Was wäre denn die Alternative – dass der Franken hier die Wirtschaft abwürgt? Die Exporte machen etwa 50% des Schweizer Bruttoinlandsprodukts aus, und deswegen gibt es keine Alternative. Die Arbeitslosenquote ist sehr tief, und das zeigt, dass es uns gar nicht so schlecht geht. Es ist aber klar, dass es zu Fehlallokationen kommen kann, wenn das Umfeld länger anhält. Plötzlich werden Projekte finanziert, die nie das Tageslicht hätten sehen sollen – ein grosses Risiko. Aus diesem Grund muss die Geldpolitik ihren Horizont erweitern und zum Beispiel zu makroprudenziellen Massnahmen greifen, um zu vermeiden, dass sich am Immobilienmarkt eine Blase bildet oder dass Unternehmensanleihen nur noch Ramsch sind. Die Zentralbankpolitik spielt mit einem ganz anderen Instrumentarium als früher.

«In Europa sind die Aktienindizes meistens noch industrieorientiert, während die Technologie in den USA ein sehr grosses Gewicht bekommen hat.»

Nannette Hechler-Fayd'herbe

schafft nicht prominent genug diskutiert wird. Wir werden immer älter, wir möchten immer länger selbstbestimmt leben – aber das bedeutet auch, dass wir die finanziellen Möglichkeiten dafür haben sollen – ein grosses Risiko. Aus diesem Grund muss die Geldpolitik ihren Horizont erweitern und zum Beispiel zu makroprudenziellen Massnahmen greifen, um zu vermeiden, dass sich am Immobilienmarkt eine Blase bildet oder dass Unternehmensanleihen nur noch Ramsch sind. Die Zentralbankpolitik spielt mit einem ganz anderen Instrumentarium als früher.

Nannette Hechler-Fayd'herbe

Nannette Hechler-Fayd'herbe ist bei der Grossbank Credit Suisse Anlagechefin International Wealth Management und Global Head Economics & Research. Sie kam 1999 zur damaligen Credit Suisse First Boston. 2006 wechselte sie als Leiterin Global Fixed Income and Credit Research in das Private Banking.

In der jüngsten Vergangenheit gab es einige gute Aktienjahre. Blieben solche aus, würde es dann nicht etwas eng in der Altersvorsorge?

Puhan: Absolut. Es wird Verlierergenerationen geben, zu denen ich mich selbst auch zähle. Wenn ich in Rente gehe, wird das voraussichtlich mit Anfang 70 sein. Meine Sparquote muss höher sein als diejenige vorangegangener Generationen. Das ist etwas, was in der Gesell-

Redeker: Der Kardinalfehler hat vor ungefähr fünfzehn Jahren stattgefunden. Damals kamen die Ersparnisse aus China und Südostasien auf unsere Kapitalmärkte, die Renditen fielen, und die Lücke zwischen dem Wachstum des Bruttoinlandsprodukts und den Finanzierungskosten ging auf. Damals wurden unglaubliche Investitionen getätigt, unter anderem in Subprime-Kredite. Nur wenige haben die damit verbundenen Risiken erkannt. Das Problem ist die Investitionseite. Wir haben zu viele Ersparnisse, und deswegen müssen wir Kapital exportieren. Daran muss sich etwas ändern. Denn wenn wir in Europa die Investitionen nicht steigern, geraten wir in einen ewigen Kreislauf mit steigenden Ersparnissen.

Kalt: Investitionen kann man nicht von oben herab verordnen. Wann investieren Unternehmen, wann sind Private bereit, eine unternehmerische Tätigkeit aufzunehmen oder Risikokapital zur Verfügung zu stellen? Ein Unternehmer investiert, wenn es sichere, stabile Rahmenbedingungen und Investitionschancen gibt. Wenn ich in diesem Zusammenhang auf die populistischen Strömungen in Europa schaue, frage ich mich schon, wer etwa in Italien investieren soll. Wenn die Politik für so viel Unsicherheit sorgt, werden private Unternehmen nicht mehr bereit sein, in Risiko zu investieren. Der Handelsstreit, zunehmender Populismus und nicht mehr verlässliche Rahmenbedingungen sind die Probleme.

Hechler-Fayd'herbe: Vorsorgeeinrichtungen und Regierungen können «von oben herab» investieren – und zwar in Infrastruktur. Selbst in der gut ausgestatteten Schweiz gibt es dafür Möglichkeiten, wenn man sich zum Beispiel anschaut, wie die Züge zwischen Bern und Zürich ausgelastet sind. In Europa gibt es keine vernünftige Nord-Süd-Zug-Achse – etwa von Stockholm nach Sizilien. In Städten wie Paris oder London sind Teile der Wasserversorgung und Entsorgung mehr als hundert Jahre alt und in entsprechend schlechtem Zustand. Solche Investments in Infrastruktur können von den hochverschuldeten Staaten nicht finanziert werden. So geht es nicht. Die Regierungen müssen sich dazu entschliessen, diese Investitionen zu tätigen. Das ist ein sehr grosses Risiko. Aus diesem Grund muss die Geldpolitik ihren Horizont erweitern und zum Beispiel zu makroprudenziellen Massnahmen greifen, um zu vermeiden, dass sich am Immobilienmarkt eine Blase bildet oder dass Unternehmensanleihen nur noch Ramsch sind. Die Zentralbankpolitik spielt mit einem ganz anderen Instrumentarium als früher.

Herr Redeker, was denken Sie?

Redeker: Die Investitionen müssen von der privaten Seite kommen, und wir müssen sehen, dass wir Rahmenbedingungen mit den entsprechenden Anreizen hinbekommen.

Was macht man als Anleger daraus – muss man jetzt noch in Aktien investieren oder in Anleihen? Wird der Dollar wirklich so schwach, wie Herr Redeker prognostiziert? Geht der Euro-Franken-Wechselkurs auf eins zu eins?

Hechler-Fayd'herbe: Wir müssen weiterhin mit einem Tiefzinsumfeld rechnen. Das heisst, die Anleger sollten in Finanzanlagen investiert bleiben. Ausgehend vom Beginn der Diskussion, als vom Rekordniveau der Aktienindizes in der Schweiz und den USA die Rede war, gehört auch eine globale Diversifikation dazu. Anleger sollten sich also auch mit anderen Märkten auseinandersetzen und diese allmählich im Portfolio auf-

bauen. Das ist wichtig, besonders dann, wenn auch in anderen Währungen angelegt wird.

Mit türkischen Aktien konnte man beispielsweise in den vergangenen Jahren als Schweizer Anleger nicht viel verdienen, weil die Lira immer schwächer wurde. Ist das also sinnvoll?

Hechler-Fayd'herbe: Die amerikanischen Aktien sind ein Gegenbeispiel dafür. Ich bin überzeugt davon, dass jeder Anleger die internationalen Börsen und die dortigen Zyklen berücksichtigen sollte. Zudem gehören Anleihen ins Portfolio, auch Firmenbonds – man muss ja nicht gleich Ramsch kaufen. Allerdings sollte man sich der Risiken bewusst sein, die damit verbunden sind. Zudem hat es Platz für alternative Anlagen. Die Vorsorgeeinrichtungen bauen neben den Immobilien zunehmend Direktanlagen auf und schaffen ihre Kenntnisse, zum Beispiel in Private Equity.

Puhan: In Ergänzung zum gerade Genannten hat man bei Aktien die Möglichkeit, sich auf eine liquide und kostengünstige Art und Weise abzusichern. Das ist ein Vorteil der Anlageklasse im Vergleich mit anderen wie etwa Unternehmensanleihen. Und dazu hat man eben auch in einem einigermaßen normalen ökonomischen Basisszenario eine höhere Erwartungsbereitschaft als bei negativ rentierenden Staatsanleihen.

Kalt: Beginnen muss man mit der Analyse der persönlichen Situation: Was ist mein Anlagehorizont, was sind meine finanziellen Ziele? Dann geht es darum, ein Anlagevermögen vernünftig zu strukturieren. Wir würden zum Beispiel drei Töpfe bilden. Der erste ist Liquidität, die aber heutzutage ein Wertvermehren ist – deshalb nur so viel wie nötig, aber so wenig wie möglich. Der zweite Topf ist etwas stärker auf das Erzielen einer stabilen Rendite ausgerichtet. Er darf gewisse Schwankungen haben, aber nicht zu viel. Im dritten Topf kann man dann deutlich mehr Risiken und damit Renditechancen eingehen und zum Bei-

Die Notwendigkeit von Investitionen scheint ja der Konsens zu sein. Wie wählt man die Investitionsprojekte aus – in Japan scheint der Bau von Brücken ins Nirgendwo nicht viel gebracht zu haben – und wie sieht es mit Refinanzierung aus? Kommt da die Modern Monetary Theory ins Spiel, also die Idee, einfach Geld dafür zu drucken?

Hechler-Fayd'herbe: Japan ist eisenbahntechnisch sehr gut durch Verbindungen von Nord nach Süd im Zehnerminutentakt erschlossen. Das ist ein Modell, das erst einmal nachgemacht werden muss. Es gibt sehr wohl Infrastruktur, die profitabel ist – das sind nicht die Brücken ins Nirgendwo, wie sie auch in einigen europäischen Peripheriegebieten gebaut wurden. Was die Finanzierung angeht: Vorsorgeeinrichtungen haben die Wahl zwischen Anlagen mit negativen Renditen, die bei der kleinsten Zinserhöhung zu Verlusten führen, und direkten Infrastruktur-Investments.

Herr Redeker, was denken Sie?

Redeker: Die Investitionen müssen von der privaten Seite kommen, und wir müssen sehen, dass wir Rahmenbedingungen mit den entsprechenden Anreizen hinbekommen.

Was empfehlen Sie, Herr Redeker?

Redeker: Ich würde weniger kompliziert vorgehen, also nicht mit drei Töpfen. Das zyklisch adjustierte Kurs-Gewinn-Verhältnis liegt bei amerikanischen Aktien bei 28 oder 29 und in den Schwellenländern unter 10. Amerikanische Aktien sind also deutlich teurer. Vor zehn, fünfzehn Jahren war das völlig anders. Ich denke, der amerikanische Dollar wird deutlich schwächer werden. In diesem Fall werden die Finanzmärkte in den Schwellenländern sehr gut laufen. Das ist der einzige Bereich, in dem man noch positive reale Renditen bekommt. Das ist aus Schweizer Sicht natürlich ein hervorragendes Argument. Ich würde eher in Lateinamerika als in Asien investieren. In Asien muss das China-Problem noch gelöst werden.

«Aber wenn ein Konjunkturaufschwung lange anhält, heisst das noch lange nicht, dass ein Crash bevorsteht. Der Aufschwung kann noch weitergehen.»

Daniel Kalt

spiel in relativ illiquide Anlagen wie Private Equity oder in stärker schwankende Aktien investieren. Bei diesen Anlagen hat man auch den längsten Anlagehorizont, das ist am möglicherweise geistig sogar schon bei der nächsten Generation. Wer seine Anlagen so strukturiert, bleibt auch bei heftigen Schwankungen ruhig und behält einen ruhigen Schlaf.