

«Die USA haben den wichtigsten Markt des Kapitalismus abgeschafft»

Beim Finanzmarkt-Round-Table der NZZ diskutieren Ökonomen über die Folgen der laufenden Notenpressen, die Gefahren von Deflation und Inflation sowie sinnvolle Strategien für Anleger im unsicheren Umfeld des Jahres 2013

Beunruhigende Vorgänge im Jahr 2012 dürften sich 2013 fortsetzen. In den USA etwa ist der Markt für Staatsanleihen fest in der Hand von Notenbanken. Die NZZ diskutierte über etliche brennende Themen mit führenden Strategen des Finanzplatzes.

Die US-Notenbank wird nach jüngsten Aussagen 2013 gut 1000 Milliarden Dollar neu drucken. Kann man wirklich mit Fluten von Liquidität die Solvenzprobleme des öffentlichen und privaten Sektors in den USA lösen?

Reichmuth: Nein, das kann man nicht. Das grösste Problem der USA ist derzeit die Verunsicherung, nicht zuletzt über mögliche Steuererhöhungen 2013. Letztlich müssen die Politiker die Probleme lösen, das kann ihnen die Notenbank nicht abnehmen.

Gattiker: Bis vor kurzem hatten die Notenbanker um ihren Präsidenten Ben Bernanke vor allem Angst vor hartnäckiger Deflation und einer Entwicklung, wie man sie in Japan seit zwei Jahrzehnten sieht. Neu ist aufgrund des politischen Patts in den USA die Furcht vor einem Absturz von der fiskalischen Klippe dazugekommen.

Wellershoff: Die Federal Reserve will vor allem die nominalen Zinsen tief halten sowie zugleich die Inflationserwartungen und letztlich auch die Inflation erhöhen. Damit drückt sie die realen Zinsen ins Negative und führt eine reale Entschuldung des Staates durch die Hintertür herbei. Eine Entschuldung ist grundsätzlich auch dringend nötig, denn die Staatsschulden haben sich in den letzten 12 Jahren auf mehr als 100% der Wirtschaftsleistung verdoppelt.

Jetzer: Meines Erachtens geht es um den optimalen Politik-Mix. Der starke Trend zur Entschuldung der privaten Haushalte und des Bankensektors wird mit einer extrem expansiven Geldpolitik abgebildert.

Reichmuth: Die Markteingriffe des Fed bei den Zinsen und der Versuch der kompletten Steuerung der Zinsstrukturkurve haben aber längst keine Wirkung

«Das Risiko einer Deflation ist für mich kurz- und mittelfristig viel höher als das einer Inflation.»

Martin Jetzer
Chief Investment Officer bei Bellecapital

mehr. Ob die Zinsen bei den langen Laufzeiten bei 1,9% oder 1,6% liegen, spielt für die Konjunktur keine Rolle.

Wellershoff: Das ist richtig. Die sehr expansive Geldpolitik der US-Notenbank hilft nicht mehr.

Gattiker: Ausser am Häusermarkt, da tut sich schon etwas. Der Effekt wird noch unterschätzt, doch er ist für den Arbeitsmarkt sehr wichtig. Viele Eigentümer sind gefangen in ihren Häusern, da die Hypothek mehr wert ist als das Haus. Das macht sie unflexibel und immobil, denn sie können sich keinen Arbeitsplatz in einer anderen Gegend der USA suchen. Diese negative Spirale muss gebrochen werden.

Reichmuth: Allerdings werden dafür die Marktkräfte geopfert. Früher hing die Entwicklung der Aktien- und Häuserpreise vor allem vom Wirtschaftswachstum ab, die Zeiten sind vorbei. Heutzutage werden diese Preise manipuliert. Das ist waghalsig.

Müsste man nicht richtigerweise von Monetarisierung der Staatsschulden sprechen statt euphemistisch von quantitativer Lockerung der Geldpolitik?

Wellershoff: Das Ziel des Fed ist nicht die Monetarisierung, sondern, die realen Zinsen ins Minus zu drücken, um mittelfristig die Staatsschuld zu senken. Eine Monetarisierung der Schulden ist höchstens eine Nebenwirkung.

Jetzer: Nüchtern betrachtet haben die USA kein Schuldenproblem. Wenn die Zinsen bei null sind, hat man kein Problem bei der Refinanzierung. Das kann 100 Jahre so gehen, wenn die realen Zinsen negativ sind. Bernanke könnte in die Geschichte eingehen, weil trotz dem grössten ordnungspolitischen Sündenfall, der Monetarisierung der Staatsschulden, die Zinsen bei null sind.

Wellershoff: Allerdings handelt es sich dabei nicht um Marktzinsen, denn das Fed legt ja quasi das Zinsniveau fest. Die Notenbank ersetzt die fehlenden Käufe von Japanern und Chinesen und steuert die Zinsstrukturkurve komplett. Die USA haben den wichtigsten Markt des Kapitalismus abgeschafft – oder, überspitzt gesagt, sie haben den Kapitalismus abgeschafft und durch Planwirtschaft der Notenbank ersetzt.

Jetzer: Das stimmt nicht. Das Fed ist zwar ein wichtiger Akteur, aber der Markt ist nicht eliminiert.

Wellershoff: Nach meinen Erkenntnissen gibt es praktisch keinen privaten Markt für US-Staatsanleihen mehr, 90% der Neuemissionen werden von den Notenbanken gekauft.

Vielleicht geht Bernanke auch für die Schaffung der grössten Finanzblase aller Zeiten in die Geschichte ein?

Wellershoff: Oder dafür, erstmals seit 30 Jahren wieder richtig Inflation fabriziert zu haben.

Gattiker: Als Erstes hat er einmal eine Inflation der Vermögenspreise produziert, irgendwann kann das aber in die Realwirtschaft übergehen. Bis jetzt sieht man bei inflationsindexierten Anleihen aber noch nicht, dass die Anleger dies befürchten. Das Denken von Fed-Präsident Ben Bernanke scheint aber in Richtung Tolerierung von 2,5% bis 3% Inflation zu gehen.

Reichmuth: Ohne eine Restrukturierung der Schulden ist dies auch der einzige Weg, von den Schulden wieder herunterzukommen.

Wellershoff: Die Angelsachsen versuchen, sich über Inflation zu entschulden, doch das allein funktioniert nicht, wie das Beispiel England zeigt. Die Briten akzeptieren inzwischen, dass man auch sparen und Steuern erheben muss.

Reichmuth: Uns droht eine Stagflation in vielen Ländern.

Wellershoff: Das kann sein, hilft aber nicht bei der Entschuldung. Es war ein riesiger Fehler der USA, sich seit vier Jahren vor der Schuldenreduktion zu drücken. Auch die USA werden irgendwann sparen müssen.

Gattiker: Japan zeigt jedoch das Gegenteil, dort herrschen deflatorische Tendenzen. Es ist für mich immer noch fraglich, ob wir wirklich die grosse Inflation sehen werden.

Was ist wahrscheinlicher, die Gefahr der Deflation oder eine grössere Inflation?

Jetzer: Das Risiko einer Deflation ist für mich kurz- und mittelfristig immer noch sehr viel höher als das einer möglichen Inflation.

Reichmuth: Ich bin im anderen Lager. Mit Deflation kann man die Probleme nämlich nicht lösen.

Wellershoff: Das klingt, als könnte man wählen, kann man aber nicht. Japan zeigt, dass Inflation nicht so schnell kommt, wie man will. Es ist ein Irrglaube, alles kontrollieren zu können.

Jetzer: Jedenfalls kommen die längerfristigen Kosten der gigantischen Rettungsmassnahmen erst viel später auf uns zu: die Verzerrung der Allokation von Anlagen und Investitionen durch die Nullzinspolitik der Notenbanken, die zudem zu falschen Entscheidungen führt. Die Inflation mag kommen, aber wann? Der zeitliche Zusammenhang zwischen Geldpolitik und Inflation hat sich in der Krise sehr stark verlängert.

Wo ist die Wirtschaftspolitik besser, in den USA oder in Europa?

Wellershoff: Eindeutig in Europa. Die Defizite wurden in den letzten Jahren

«Politiker und Notenbanken agieren aus den jeweiligen Traumata ihrer Geschichte: Depression und Hyperinflation.»

Christian Gattiker-Ericsson
Chefstrategie und Leiter Research bei Julius Bär

halbiert, das haben die Angelsachsen nicht geschafft. Zugleich gab es im Durchschnitt nur eine milde Rezession.

Musste das Fed nicht einen Absturz wie in den 1930er Jahren verhindern?

Gattiker: Notenbanken und Politiker agieren aus den Traumata ihrer Geschichte heraus. In den USA ist das die grosse Depression, in Europa die Hyperinflation der Weimarer Republik. Die Bundesbank konzentriert sich auf den Werterhalt des Geldes, wogegen das Fed die Preisstabilität und den Dollar schon einmal für das Wachstum opfert.

Reichmuth: In Europa kommt jetzt noch das Problem der Fehlkonstruktion der Euro-Zone hinzu. Diesen Sonderfall haben die USA ja gar nicht.

Jetzer: Die Unsicherheit ist einfach dies- und jenseits des Atlantiks sehr gross. Das hält Firmen von Investitionen ab, wie mir Konzernchefs immer wieder sagen. Und ich verstehe das. Die Unsicherheit hat etwas Zerstörerisches.

Befindet sich die EZB noch auf den Spuren der Bundesbank oder eher auf jenen der Banca d'Italia?

Wellershoff: Gemessen an der Inflation auf den Spuren der Bundesbank. Tut mir leid, wenn das Ihren Vorurteilen nicht entspricht. Das sind die Zahlen.

Reichmuth: Wenn der frühere Bundesbank-Präsident Axel Weber Chef der EZB geworden wäre, dann gäbe es die Euro-Zone in dieser Form nicht mehr.

Wellershoff: Man muss bei der Geldpolitik aufpassen. Geldmenge ist nicht gleich Geldmenge. Die Frage ist immer, wie viel Geld wird gehortet, durch wen auch immer, und wie viel ist im Umlauf. Das macht auch die Schätzung des Inflationspotenzials schwierig.

Gattiker: Die breiten Geldaggregate haben sich bisher stabil entwickelt. Die Frage ist jedoch, was passiert, wenn die Inflationserwartungen oder gar die Inflation selbst einmal stark steigen und ausser Kontrolle geraten. Aus der Geschichte weiss man, dass die Inflation überraschend kommt. Irgendwann nach 2015 könnte die Konjunktur richtig anspringen und sich die Kreditschöpfung der Banken normalisieren. Dann ist es jedoch sehr zweifelhaft, dass die Notenbanken schnell genug eine Kehrtwende machen und die Zinsen erhöhen, um rechtzeitig das viele Geld abzuschöpfen. Die heutige Situation hat viel Ähnlichkeit mit den von Kriegsschulden geprägten 1950er Jahren. Damals verzinsten die USA ihre Kriegsanleihen mit 2,5% und liessen die Inflation laufen.

Reichmuth: Die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes ist so tief, weil kein Vertrauen da ist. Das war in den 1970er Jahren genauso, doch dann ist sie plötzlich schnell gestiegen. Es wird stagflationär werden, die Inflation wird kommen, und das Wachstum wird gering sein.



Klaus Wellershoff



Martin Jetzer



Christof Reichmuth



Christian Gattiker-Ericsson

BILDER ADRIAN BAER / NZZ

Gattiker: Die Entschuldung der Banken ist sehr unterschiedlich. In Europa machen die Bilanzen der Geldhäuser noch 300% der Wirtschaftsleistung aus, in den USA sind es nur 70%.

Jetzer: Die grosse Entschuldung hat alle makroökonomischen Modelle ausser Kraft gesetzt. Die Geldpolitik ist jedoch nicht wirkungslos: Die Kreditschöpfung ist angesprungen, die Banken in den USA gesunden, und das Kreditangebot steigt. Die grossen Probleme sind konjunktureller Natur.

Ist in Europa das Schlimmste überstanden, oder wird die Schuldenkrise wieder auffackern?

Reichmuth: Frankreich ist ein Problem. Das Land ist auf einem sehr schlechten Pfad. Unter der neuen Regierung wird sich das eher verschlimmern.

Wellershoff: Die Europäer haben grosse Fortschritte bei ihren Hausaufgaben gemacht. Die Defizite im Euro-Raum wurden von über 6% im Jahr 2009 auf derzeit etwa 3,3% halbiert. Frankreich ist jedoch problematisch. Die Franzosen haben eines der grössten strukturellen Fiskaldefizite der Euro-Zone, nämlich 3% im Jahr 2012. Nur in Spanien ist es noch schlimmer. Zudem fehlt das Problembewusstsein. Paris wird das Ziel des Fiskalpakts von 0,5% strukturellem Haushaltsdefizit so nicht erreichen. Die Regierung wird den Marktteilnehmern beweisen müssen, dass sie es ernst meint, sonst wird es eng für die Euro-Zone.

Gattiker: Mich stimmt lediglich optimistisch, dass es das Thema bereits auf die Titelseite des «Economist» geschafft hat, jener Zeitschrift, die vor Jahren Deutschland als «kranken Mann der Euro-Zone» bezeichnet hat, kurz bevor das deutsche «Beschäftigungswunder» eingetreten ist. Von daher besteht vielleicht noch Hoffnung.

Welches Land ist die grösste Gefahr für die Euro-Zone? Frankreich, Italien, Spanien oder doch Griechenland?

Wellershoff: Griechenland kann es wegen seiner Grösse nicht sein. Spanien ist sicher ein wichtiger Faktor. Man darf aber nicht vergessen, dass die Spanier schon starke Fortschritte gemacht haben. Die Lohnstückkosten fallen so sehr, wie es kaum jemand gedacht hätte.

Gattiker: Die Verbesserung der spanischen Wettbewerbsfähigkeit ist unglaublich. Die Fortschritte sind grösser als in Italien oder Frankreich.

Jetzer: Aber Italien steht von aussen betrachtet ausgezeichnet dar. Für nächstes Jahr erwartet man einen Primärüberschuss von 4,9% des BIP.

Sie glauben also, in Europa wird man sich durchwursteln. Halten Sie Extrem-szenarien wie Aufstände gegen die Austeritätspolitik in Südeuropa oder Zahlungsverweigerungen der Nordeuropäer für unwahrscheinlich?

Reichmuth: Ich bin skeptischer als meine drei Kollegen. Man hat unter dem Druck der Märkte gewisse Verbesserungen geschafft. Aber der Schuldenstand ist sehr hoch. Die Unzufriedenheit ist sehr gross in diesen Ländern. Deshalb bin ich skeptisch, dass der Reformkurs durchgehalten wird.

Jetzer: 2013 wird wegen der deutschen Wahlen wahrscheinlich nichts passieren. Angela Merkel wird Krisenstimmung vermeiden wollen und im Ernstfall die Kreditkarte für die anderen Länder auf den Tisch legen. 2014 sehe ich eine ganz andere Geschichte. Ich wage zu bezweifeln, dass die Euro-Zone in fünf Jahren noch so aussieht wie heute.

Wellershoff: Die Krise der Euro-Zone wird nicht vorübergehen, solange sich die Haltung Frankreichs nicht ändert. Die Franzosen meinen, sie sind Teil der Lösung, doch sie sind Teil des Problems.

Wie wichtig ist es, dass die deutsch-französische Achse nach Hollandes Amtsantritt weiter funktioniert?

Gattiker: Es gab ja in der Folge schon eine Aufweichung der harten Austeritätspolitik. Frankreich hat einen Schritt vom nordeuropäischen hin zum südeuropäischen Block getan.

Reichmuth: Diese Achse ist zentral. Es scheint mir aber, als hätte sich meist Deutschland auf Frankreich zubewegt und selten umgekehrt. Deswegen hat sie wohl so gut funktioniert.

Wellershoff: Zudem ist der Fiskalpakt von beiden ratifiziert worden. Das ist ein riesiger Fortschritt.

Gattiker: Die Bankenunion ist auch nicht zu unterschätzen. Sie bietet die Möglichkeit, das europäische Finanzsystem auf eine vernünftige Grösse zurückzubringen, ohne dass einzelne Staaten daran bankrottgehen.

Die Schweiz ist in dieser Situation eine Gefangene ihres eigenen Erfolgs?

Gattiker: Sie ist eine grosse Gläubigerin der Euro-Staaten.

Wellershoff: Die Schweiz hat dank dem Bank der Exportindustrie und des Bankensektors jahrelang Leistungsbilanzüberschüsse geschrieben und Auslandsguthaben angehäuft. Aber auch die Schweiz ist keine Insel.

Über die Sinnhaftigkeit der Kursuntergrenze von Fr. 1.20 je Euro gibt es noch immer einen breiten Konsens. Zu Recht?

Wellershoff: Die Kursuntergrenze ist sehr problematisch. Damit übertragen wir unsere Geldpolitik kurzfristig den Devisenmärkten und mittelfristig der EZB – ein riesiger Souveränitätsverlust. Weder die Politik noch die Nationalbank wollen das. Mittelfristig wird die Kursuntergrenze abgeschafft.

Gattiker: Ich hoffe auch, dass die SNB den Ausstieg schafft. Derzeit hat sich der Wechselkurs wieder etwas von der Grenze entfernt. Die Schweizer Wirtschaft hat sich mittlerweile an einen starken Franken angepasst. Wenn wir uns die Geldschöpfung vor Augen halten, die wir in Europa in den nächsten Jahren sehen werden, hoffe ich, dass die SNB die jetzige Beruhigung zum Anlass nimmt, 2013 die Kursuntergrenze abzuschaffen, und dann allenfalls 2014 oder 2015 die Parität zum Euro verteidigt.

Reichmuth: Ich denke, die Kursuntergrenze bleibt vorerst. Aber alle wollen weg von ihr, das ist klar.

Wellershoff: Ich bezweifle, dass es der Exportindustrie heute so gut geht, dass sie einen stärkeren Franken problemlos verkraften würde. Eine tatsächliche Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit würde bedingen, dass die Löhne sinken. Und das ist einfach schwierig.

Gattiker: Allerdings haben wir heute eine ganz andere Wirtschaftsstruktur als noch vor 10 oder 20 Jahren. Die Vorleistungen werden meist im Ausland erbracht. Wir profitieren also, wenn diese Komponenten wegen Wechselkurseffekten billiger werden. Wir sind eine Headquarter-Ökonomie. Das hat dazu beigetragen, dass uns die Frankenstärke nicht so knüppelnd getroffen hat.

Droht in der Schweiz im kommenden Jahr eine Rezession?

Wellershoff: Ich denke, wir sind mehr oder weniger drin.

Reichmuth: Das ist wohl eine statistische Frage. Es gibt keine Hinweise auf eine schwere Rezession im Jahr 2013.

Was soll der Anleger jetzt machen?

Jetzer: Ich würde für einmal nicht diversifizieren. Von den wichtigen Anlageklassen sind nur zwei attraktiv: Cash bei einer sicheren Bank und Aktien von gut geführten Firmen. Ich habe noch nie eine Phase erlebt, in der Cash den realen Wert behalten hat. Hierrzulande haben wir eine Inflation von 0% oder darunter. Sie bekommen zwar keine Zinsen, aber verlieren auch keine Kaufkraft.

Reichmuth: Aktien von Firmen, die nicht an ein Land gebunden sind, die Handlungsspielraum haben und Kosten senken können, sind attraktive Anlagen. Dass wir keine Inflation haben, hat gerade in der Schweiz mit Währungs-

«Wir müssen uns eingestehen, dass unsere Prognosefähigkeit begrenzt ist. Entsprechend sollten Anleger diversifizieren.»

Klaus Wellershoff
Gründer und CEO von Wellershoff & Partner

effekten zu tun. Aber Cash ist aus einem anderen Grund wichtig: um Chancen nutzen zu können, wenn sie sich bieten. Solange die Zentralbanken zu einer extremen Geldpolitik gezwungen sind, sollte man aber zudem Gold halten.

Wellershoff: Ich denke, das grösste Problem für den Anleger ist, dass die meisten Assets in ihrem Wert vom Zinsniveau abhängen. Die Zinsen sind heute so tief, dass sie praktisch nicht mehr sinken können. Die ganzen Gewinne, die uns rückläufige Zinsen beschert haben, fallen damit in Zukunft weg. Das gilt auch für Aktien. Ich würde dringend davor warnen, allzu stark in Aktien investiert zu sein, wenn dereinst die Inflation kommt und die Zinsen steigen.

Gattiker: Aktien als Inflationsschutz halte ich auch für einen Mythos. Wenn das Regime einmal wechselt, werden die ersten zwei oder drei Jahre die Hölle sein. Ich glaube aber nicht, dass wir unmittelbar vor einem Zinsanstieg stehen.

Reichmuth: Ich stehe Aktien viel positiver gegenüber. Papiere von qualitativ hochwertigen Firmen kann man kaufen. Die Frage ist jedoch, zu welchem Preis.

Jetzer: Gute Unternehmen sind auf einem Niveau bewertet, auf dem man einsteigen kann, um langfristig zu investieren. Damit ist man gut bedient.

Wellershoff: Wir müssen uns eingestehen, dass unsere Prognosefähigkeit begrenzt ist und wir deshalb nicht alles auf eine Karte setzen sollten. Entsprechend muss man breiter diversifizieren.

Was erwartet Börsianer im Jahr 2013?

Reichmuth: Ich denke, es wird schlechter als dieses Jahr, aber dennoch positiv.

Wellershoff: Die Zinsen sind tiefer, somit werden auch die Erträge tiefer sein. Das müsste eigentlich ein schlechteres Jahr geben als das laufende.

Gattiker: Ich meine, der konjunkturelle Aufschwung vom Sommer 2013 wurde an der Börse bereits vorweggenommen. Von daher liegt das Beste wahrscheinlich schon hinter uns.

Jetzer: Man unterschätzt die Bedeutung der Konkurrenz von Aktien und Anleihen. Die Marktkapitalisierungen der Aktienbörsen sind wegen der vielen Aktienrückkäufe relativ konstant oder schrumpfen sogar. Aktien werden quasi zur Rarität – und Raritäten sind teuer. Kein Mensch kennt die Zukunft, aber ich setze auf ein gutes Börsenjahr 2013.

Gesprächsleitung: Michael Rasch, Christian Gattinger

KLAUS WELLERSHOFF

ra. · Prof. Klaus Wellershoff ist Gründer, Partner und CEO der Unternehmensberatung Wellershoff & Partner. Von 1999 bis 2009 arbeitete er in verschiedenen Funktionen für die UBS, ab 2003 war er Research-Leiter des Wealth-Managements und Mitglied des Group Management Board. Begonnen hat er seine Karriere mit einer Lehre bei der Kölner Privatbank Sal. Oppenheim.

CHRISTOF REICHMUTH

ra. · Christof Reichmuth ist seit dem Jahr 1996 Chief Executive Officer, Chief Investment Officer sowie unbeschränkt haftender Gesellschafter und Mitglied der Geschäftsführung bei dem Luzerner Vermögensverwalter Reichmuth & Co. Die Firma hatte sein Vater Karl Reichmuth gegründet. Zuvor arbeitete er bei der Credit Suisse und absolvierte Praktika bei verschiedenen anderen Banken.

MARTIN JETZER

ra. · Dr. Martin Jetzer ist seit 2010 Chief Investment Officer bei der Vermögensverwaltungs-Boutique Bellecapital. Zuvor war Jetzer 25 Jahre lang Chefökonom der HSBC Guyerzeller Bank und als deren Chief Investment Officer zugleich verantwortlich für die Anlagestrategie sowie nach der Integration viele Jahre Mitglied der Geschäftsleitung der HSBC Private Bank.

CHRISTIAN GATTIKER-ERICSSON

ra. · Christian Gattiker-Ericsson ist Chefstrategie und Leiter des Research bei der Vermögensverwaltungs-Boutique Belle Bär sowie ständiges Mitglied des Anlageausschusses der Bank. Zuvor arbeitete er bei der Credit Suisse als globaler Aktienstrategie und Aktienanalytiker. Zu Beginn der Karriere studierte Gattiker-Ericsson Volkswirtschaft und Politologie an der Universität Bern.