

NZZ

## Finanzmarkt-Roundtable der NZZ

### Die Nullzinspolitik der Notenbanken ist ein ernsthafteres Problem als Griechenland

Beim Finanzmarkt-Roundtable der NZZ diskutieren Experten\* über die momentane Geldpolitik der Notenbanken und geben einen Ausblick auf Chancen und Risiken an den Börsen 2015. Das sagt die Kristallkugel.

Christof Leisinger, Michael Rasch 27.6.2015, 14:38 Uhr



Die Nullzinspolitik der Notenbanken ist ein grosses Problem: EZB-Hochhaus in Frankfurt. (Bild: Boris Rössler / EPA)

*Anzeige*



**VIU**  
FRAMING CHARACTERS

[Designerbrillen](#)

[Die Revolution der](#)

*Anzeige*



[geschenkt](#)

[30 CHF ab 120 CHF Einkauf](#)

Griechenlands Finanzprobleme sorgen für hitzige Diskussionen. Was bedeuten diese für die Zukunft Europas?

**Redeker:** Die Unumkehrbarkeit des Euro sitzt wie ein Gespenst im Verhandlungssaal. Ein Systemwechsel kann nicht das Ziel der europäischen Politik sein. Aber hart verhandelt wird erst, wenn klar wird, wie damit umgegangen werden könnte – und zwar in Form einer Banken- und einer Fiskalunion. Letztere würde am Widerstand Frankreichs scheitern. Aus diesem Grund dürfte es zu einem politischen Kompromiss kommen, sehr wahrscheinlich unter «griechischen Bedingungen».

Sehen die anderen das genauso?

**Junius:** Wir haben eine Währungsunion mit souveränen Staaten, von denen sich einige Jahr für Jahr über die Regeln der EU hinwegsetzen und deshalb sehr hohe Hilfskredite anderer souveräner Staaten benötigen. Wenn unbegrenzter Kreditbedarf auf eine begrenzte Zahlungsbereitschaft stösst, ist das Konstrukt nicht mehr stabil. Die Unumkehrbarkeit der Währungsunion war daher von vornherein eine Mär. Der Versuch, diese aufrechtzuerhalten, hat zu zeitinkonsistenten Regeln geführt, die die derzeitigen Schwierigkeiten erklären, für Athen eine Lösung zu finden.

**Jetzer:** Egal, wie die Verhandlungen ausgehen, entscheidend ist, dass es zurzeit um wenig Geld geht. Europa hat in diese Rettungsübung etwa 325 Mrd. € investiert, und nun liegen die Positionen nur um 2 bis 3 Mrd. € auseinander.

Martin Jetzer und Hans Günter Redeker. (Bild: Simon Tanner / NZZ)

Erwarten Sie denn nicht noch ein drittes Hilfspaket für Griechenland?

**Jetzer:** Zunächst werden mit der Auszahlung der 7,4 Mrd. € die größten Ausgaben gedeckt. Die griechischen Renten werden ebenso bezahlt wie die Löhne der Staatsangestellten. Danach wird eine neue Verhandlungsphase beginnen, in welcher es um die Schulden gehen wird. Diese müssen radikal umstrukturiert werden, damit das Land wieder Luft bekommt.

**Gattiker:** Nach dem Deal ist vor dem Deal. Man kann nicht ausschliessen, dass weiter gemauschelt wird. An Griechenland wurde ein Exempel statuiert; in Irland, Spanien und auch Zypern hat man es anders gemacht. Dort hat man statt eines halbherzigen und auf Freiwilligkeit basierenden Schuldenschnitts einen richtigen gemacht und mindestens eine schlechte Bank eingerichtet, um zwischen Staat und Bankensystem zu trennen. Irgendwann muss das auch in Griechenland kommen. Sonst frage ich mich, ob es einen dritten Weg gibt – also den Default und den Austritt aus der Währungsunion. Das ist nicht selbstverständlich. Griechenland hat für Europa etwa die Bedeutung, die Düsseldorf für Deutschland hat. Man kann sich fragen, ob ein Schuldner aus einem Verbund austreten muss, nur weil er nicht mehr zahlungsfähig ist. Ende der 1970er Jahre ist die Stadt New York, die für die USA vergleichsweise wichtig ist, bankrottgegangen – und das hat den Dollar auch nicht belastet.

**Redeker:** Vergleicht man die Lage mit den USA, so gibt es dort im Gegensatz zu Europa eine Fiskalunion. In Europa ist man auf dem Weg dorthin in der Mitte steckengeblieben. Die Währungsunion hat ihren Ursprung in der Wiedervereinigung Deutschlands. Einige Staaten wollten dieser nur zustimmen, wenn Deutschland die Mark opfert – so hat man das Pferd von hinten gesattelt. Das Problem lässt sich nur lösen, wenn Europa politisch weiter nach vorn geht.

**Junius:** Man kann nicht immer davon ausgehen, dass die «nationale Unvernunft» durch die «europäische Vernunft» zurückgedrängt wird. Was Athen anbelangt, hat es einen grossen expliziten Schuldenschnitt und einen impliziten gegeben, der sich in Form einer Laufzeitverlängerung und reduzierter Zinssätze gezeigt hat. Die Zinsbelastung für den griechischen Haushalt ist geringer als in vielen anderen Ländern. Aus diesem Grund gehörte die Thematik «Schuldenschnitt» nicht auf die Agenda. Während Herr Varoufakis das permanent behauptet, sind in Griechenland viele Strukturreformen nicht durchgeführt, viele Steuern sind nicht eingetrieben worden, und Deregulierungen haben nicht stattgefunden.

Gehört zur Währungsunion nicht, dass man sich an die vereinbarten Regeln hält?

Junius: Die Staaten in Nord- und Südeuropa wollen sie unterschiedlich interpretieren. Für die einen gelten sie strikt, für die anderen sind sie eher eine Richtlinie als ein festes Korsett.

Redeker: In einem ordnungspolitischen Rahmen kann eine Währungsunion ohne Fiskalunion nur mit starken Leitlinien funktionieren. Diese wirft man gerade über Bord, weil man einen pragmatischen Ansatz verfolgt. Ich denke daher, wir zahlen einen hohen Preis dafür, dass wir die politische Einigung in Europa in den letzten Jahren nicht stark genug vorangetrieben haben.

Sträuben sich dem Schweizer da nicht die Nackenhaare?

Jetzer: Mir tönt das alles zu defaitistisch. In Athen ist viel passiert. Das zyklisch adjustierte Budgetdefizit ist massiv gesunken, 30% der Staatsangestellten wurden in den letzten fünf Jahren entlassen, die Renten sind massiv gekürzt worden. Aber Griechenland ist nicht das einzige Land, das in Schwierigkeiten gesteckt hat. In ein paar Jahren werden wir zurückblicken und sagen, es ist am Ende gutgegangen. Wenn die Politiker die Lage aber nicht völlig verschaukeln, was ich nicht glaube, dann werden sie einen Weg aus der Krise finden und die Strukturprobleme in Griechenland mithilfe der Griechen lösen.

Junius: Bis jetzt haben die Griechen 15 Jahre Zeit gehabt, ihren Staatshaushalt in Ordnung zu bringen – in dieser Zeit haben sie nicht ein einziges Mal das Defizitkriterium von 3% erreicht.

Gattiker: Meines Wissens haben die Deutschen und die Franzosen die Maastricht-Kriterien als Erste verletzt. Wir haben ohnehin noch nicht über die Möglichkeit diskutiert, dass jemand innerhalb des Verbands den Bankrott erklärt und trotzdem in der Euro-Zone verbleibt. Diese Option ist weiterhin offen, und ich bin nicht der Meinung, dass der Schuldenschnitt ausreichend war.

Wie hoch müsste denn der optimale Schuldenstand sein?

Redeker: Wir kennen in Grossbritannien den Tatbestand des «moral hazard», also der moralischen Versuchung. Behandelt man Griechenland anders als Portugal, Irland oder auch Spanien in der Vergangenheit, so hat man möglicherweise mit den anderen Ländern Probleme in der Zukunft.

Rechnen Sie damit, dass der Internationale Währungsfonds sich zurückzieht?

Redeker: Wie bei vielen Punkten ist auch hier ein Kompromiss denkbar. Er könnte künftig eine beratende Funktion wahrnehmen, ohne die Kapitalposition aufzustocken. Das würde sein Gewicht deutlich reduzieren, was aber auch ein fatales Signal sein könnte.

Der Zug Richtung Transferunion scheint unaufhaltsam unterwegs zu sein?

Jetzer: Die Entwicklung in Richtung einer Transferunion wird sicher eine der nächsten längeren Phasen in Europa sein. Ob es eine volle Fiskalunion geben wird in der Euro-Zone, ist schwer zu sagen, aber mit Sicherheit muss etwas in dieser Richtung passieren. Krisen sind zwar etwas Schlimmes, aber aus ihnen erwächst meist Gutes. Griechenland erlebt derzeit einen Schock. Es ist schwer zu sehen, was daraus wird – aber ich bin sicher, am Ende wird es etwas Positives. Europa hat derzeit zwei grosse Baustellen, erstens die Bankenunion und zweitens eine Fiskalunion, ohne die noch keine Währungsunion langfristig überlebt hat. Bei der Bankenunion sind wir bei der Entwicklung schon ein Stück weiter, aber noch lange nicht am Ende; es gibt zum Beispiel noch keinen einheitlichen Einlegerschutz. Bei der Fiskalunion stehen wir noch am Anfang.

Haben wir die Transferunion nicht schon über die EZB eingeführt?

Junius: Wir haben eine Transferunion für Risiken. Diese werden vergemeinschaftet im Euro-Raum. Eine explizite Transferunion haben wir nur in kleinen Teilbereichen wie dem Strukturfonds der EU. Für mich wäre eine Entwicklung hin zu einer offiziellen Transferunion alles andere als wünschenswert. Ich glaube nicht, dass das Europa stabiler machen würde, weil die Anreizmechanismen, die damit verbunden wären, politisch verheerend sind.

Bewegt sich die EZB noch im Rahmen ihres Mandats?

Gattiker: Ich glaube, die EU ist als Transferunion geboren worden. Die ganze Landwirtschaftspolitik ist zum Beispiel eine einzige Umverteilungspolitik. Bisher wurden die einzelnen Massnahmen der EZB primär durch die nationalen Notenbanken durchgeführt. Man kann also noch nicht davon sprechen, dass die EZB alle Risiken zeichnet. Das heisst, auch nach diesem Programm gibt es noch Sollbruchstellen.

Redeker: In Griechenland hakt es an einer Diskrepanz zwischen Angebots- und Nachfragewirtschaft. Europa muss sich in Richtung einer Fiskalunion bewegen. Es kann aber nicht darum gehen, dass wir die nationale Souveränität behalten und der Zahlungsschwache nur darauf wartet, dass der Zahlungskräftige zahlt. Ich glaube, Zwitterlösungen sind teuer. Trotzdem fürchte ich, man wird die Politik des Machbaren weiterverfolgen, weil man nicht weiss, was passieren würde, wenn Griechenland aus der EU ausscheidet.

Junius: Die Frage ist, ob diese Währungsunion zu einem stärkeren politischen Zusammenwachsen beiträgt oder ob sie Europa politisch eher auseinanderbringt. Wenn ich mir Schlagzeilen in Griechenland und Deutschland anschau, habe ich das Gefühl, der alte Spruch gilt: Bei Geld hört die Freundschaft auf. Die Airlines Ryanair und Easy Jet dürften mehr zur europäischen Vereinigung beitragen als der Euro.

Redeker: Der Euro hatte von Anfang an einen Geburtsfehler, weil er vor der politischen Union gekommen ist.

Gattiker: Die Dynamik der Regionalisierung in Europa wird unterschätzt, obwohl sie unterstützt wird durch die wirtschaftliche Integration. In diesem Umfeld kann ich mir gar nicht mehr richtig vorstellen, wie zum Beispiel spanischer Nationalismus aussehen könnte.

Wie hängt die Tiefzinspolitik in den USA, in Europa und der Schweiz mit der Staatsschuldenkrise zusammen, und wie kommt man davon wieder weg?

Jetzer: Die negativen Konsequenzen der Negativ- und Nullzinspolitik sind gravierender, als viele denken. Sie sind für uns ein ernsthafteres Problem als Griechenland. Es ist etwas Schwerwiegendes, den Kapitalmarkt zu manipulieren, denn es gibt in einer Wirtschaft kaum Wichtigeres als den Zinssatz. Ich kann mir nicht vorstellen, dass wir noch sehr lange in diesem Zinsumfeld verharren, denn die Verzerrungen werden immer grösser. Laut Friedrich August von Hayek hat die Bekämpfung guter Deflation zwei Auswirkungen: erst eine Überschuldung, dann folgt eine Teuerungswelle. Die Verschuldung ist da und nimmt zu; was noch fehlt, ist die Konsumentenpreis-inflation. Ich bin unglücklich über die Zinspolitik, weil sie u. a. unerwünschte Folgen für die Einkommens- und Vermögensverteilung hat, Fehlinvestitionen fördert und eine antizyklische Geldpolitik erschwert.

Redeker: Sie haben völlig recht. Es gibt aber noch weitere Probleme. Die Verschuldung ist sehr viel stärker bei den Schwellen- als bei den Industrieländern gestiegen. Dort gibt es inzwischen exorbitant hohe Schuldenquoten. Die Schulden bremsen dort das Wachstum, und das belastet die Weltwirtschaft. Dadurch gab es auch Fehlallokation. Die chinesische Autoindustrie soll eine Auslastung von nur 65% haben. Die derzeitige Krise betrifft nicht die Lagerhaltung, sondern ist eine Bilanzkrise. Das unterscheidet sie von allen anderen Krisen seit dem Zweiten Weltkrieg. In Grossbritannien gibt es schon starke Lohnzuwächse in einem Umfeld niedriger Produktivität. Die Inflation könnte auch in unserer Welt wieder ihr hässliches Haupt erheben.

Junius: Ich wäre ja schon froh, wenn wir erst einmal etwas Teuerung hätten, die uns näher zu Inflationszielen der Notenbanken bringt. Die niedrigen Zinsen spiegeln derzeit die geringe Inflation und die Überkapazitäten in der Wirtschaft. Es gibt natürlich andere Möglichkeiten, wie man zu einer Vollaustattung zurückkommt. Man könnte den fiskalischen Spielraum mehr ausnutzen, dann wäre in Deutschland die schwarze Null vom Tisch. Oder man könnte Strukturreformen zulassen, etwa eine Liberalisierung der Dienstleistungsmärkte in Deutschland, die das Wachstumspotenzial erhöhen würden. Statt in erster Linie die Kreditvergabe in bereits hoch verschuldeten Staaten zu erhöhen, wäre es wünschenswert, wenn die Niedrigzinsen zu einem stärkeren Konsum jener führen, die hohe Sparguthaben oder eine bisher hohe Sparquote besitzen. Der Effekt auf die Nachfrage im Euro-Raum wäre der gleiche, die Ungleichgewichte allerdings geringer.

Redeker: Durch die Tiefzinspolitik werden Leute angehalten, Investitionen zu tätigen und vorzuziehen, die langfristig nicht lukrativ sind. In Deutschland werden inzwischen auf dem flachen Land Häuser gekauft, obwohl die Demografie dort sehr rückläufig ist. Dadurch wird womöglich Kapital vernichtet.

Gattiker: Die Zinsen wurden schon immer manipuliert. Auch nach dem Zweiten Weltkrieg gab es finanzielle Repression. Die Zinsen sind jedoch in den USA und in Europa mit gutem Grund so tief, nämlich wegen der demografischen Entwicklung, der Überkapazitäten, vor allem auch in den Schwellenländern, und des technologischen Fortschritts. Letzteres ist das Einzige, was man als gute Deflation bezeichnen kann. Die Notenbanken können kaum unterscheiden, woher die Deflation kommt. Insofern ist es sehr schwer, aus der Nullzinspolitik herauszukommen.

Jetzer: Ich teile die Meinung weitgehend. Aber gerade deshalb frage ich mich, warum braucht es zusätzlich noch diese unsäglichen Anleihekaufprogramme. 5 Trio. \$ haben westliche Zentralbanken dafür aufgewendet.

Wird nicht der Abbau der Überkapazitäten durch die Niedrigzinsen verhindert?

Redeker: Das stimmt. Sehr wichtig ist dabei, dass durch die ultraniedrigen Zinsen und die Anleihekaufprogramme Kapitalströme global umgeleitet worden sind. Die Forderungen des Westens gegenüber Asien ohne Japan haben seit Ausbruch der Finanzkrise von 300 Mrd. \$ auf 2300 Mrd. \$ zugenommen. Solche Forderungen können etwa bei amerikanischen Banken liegen, die ihre Investitionen global diversifiziert haben. Sie haben dort investiert, wo das BIP am stärksten gewachsen ist und wo somit die höchsten Renditen gewinkt haben. Zusammen mit der Wirtschaftspolitik Chinas hat das zu einem angebotsorientierten Boom geführt. Deswegen gab es auch in China grosse Fehlallokationen des Kapitals.

Hat sich nicht längst auch das Zinsniveau globalisiert?

Redeker: Ja, das ist so. Zudem hatten wir global noch nie so viel unreguliertes Kapital, das weltweit dorthin fließt, wo die höchste Rendite winkt, wie derzeit. Der Dollar steigt, und die Renditen gehen trotz stärkerer Wirtschaftsleistung nach unten. Die Ursache ist das viele in die USA fließende Kapital.

Und jetzt führen etliche Notenbanken auch noch Negativzinsen ein.

Jetzer: Bei Negativzinsen hat die Zentralbank ihr wichtigstes Werkzeug verloren, um bei einer Rezession einzugreifen. Was würde die Schweizerische Nationalbank machen, wenn es hierzulande zu einer Rezession käme?

Sie könnte die Zinsen von  $-0,75\%$  auf  $-2\%$  senken oder damit beginnen, Aktien zu kaufen.

Gattiker: Aber sie will ja ihre Bilanz nicht weiter ausweiten, das würde dagegen sprechen, ein Kaufprogramm für Wertpapiere zu lancieren.

Befürchten Sie eine Ausweitung der Negativzinsen im Euro-Raum oder in der Schweiz?

Gattiker: Die Negativzinsen sind ein Politikfehler, der unverantwortlich ist. Deswegen hat der frühere Chef der US-Notenbank Ben Bernanke sie immer ausgeschlossen. Damit werden Depositen bestraft, und es läuft letztlich auf ein Schrumpfen der Bankbilanzen hinaus. Doch wenn man die Wirtschaft unterstützen will, sollte man nicht die Bankbilanzen schrumpfen. Daher wäre ein Wertpapier-Kaufprogramm besser.

Redeker: Jeder in der EZB weiss das, doch warum machen sie es dann trotzdem? Mit der Kombination von Negativzinsen und Wertpapier-Kaufprogramm zielt man eindeutig direkt auf eine Schwächung der Währung.

Jetzer: Dann könnte man jetzt sagen «Ziel erreicht», denn der Euro ist sehr stark gefallen.

Redeker: Selbst die Deutsche Bundesbank hat darauf hingewiesen, dass man noch eine niedrige Währung braucht, um der südeuropäischen Wirtschaft bei der Umgestaltung zu helfen.

Jetzer: Darauf kann ich nur zynisch antworten, dass Deutschland als Exportnation selber am meisten von der Schwäche des Euro profitiert. Griechenland bringt das wenig. Und gemessen an der Kaufkraftparität steht der Euro zum Dollar längst tief genug.

Junius: Ländern mit bereits hohen Leistungsbilanzüberschüssen wie Deutschland schadet eine niedrige Währung, da sie die Kaufkraft der Inländer begrenzt und so das externe Ungleichgewicht zementiert. Vom tiefen

Euro profitieren daher nur die wettbewerbsschwächeren Länder. Die negativen Zinsen sind für mich nur eine logische Konsequenz des ökonomischen Umfeldes. Ich bin optimistisch, dass sie dazu beitragen, die Nachfrage zu beleben, so dass ihre Ausweitung nicht notwendig sein wird.

Kann es nicht sein, dass der Markt den Zentralbanken vorausläuft und die Kapitalmarktzinsen unabhängig von den Notenbanken steigen?

Jetzer: Derzeit spricht vieles für höhere Zinsen und Inflationsraten. Langsam sollten wir wieder in eine halbwegs normale Situation kommen. Die Schätzungen für das Wirtschaftswachstum in Europa steigen und sind vielleicht trotzdem noch zu pessimistisch, die Entschuldung ist fortgeschritten, und die Baisse bei den Rohstoffpreisen läuft aus. In zwei bis drei Jahren werden wir über plötzliche Inflationsschübe staunen und mit diesem Problem kämpfen.

Was macht man als Anleger im zweiten Halbjahr mit dieser Situation?

Jetzer: Es gibt derzeit zwei sinnvolle Anlageklassen: Aktien und Cash. In der Schweiz haben wir eine negative Inflationsrate von gut 1%, das sichert die Kaufkraft von Cash. Obligationen würde ich so wenig wie möglich halten. Die Zinsen können nur noch steigen.

Gattiker: Die Finanzmärkte sind oft manisch-depressiv. Mal wird Deflation, mal Inflation und mal Stagflation gehandelt. Entsprechend schwanken auch viele Kurse stark. Die Zinswende haben wir schon oft prognostiziert in den letzten zwei bis drei Jahren, aber gekommen ist sie nie. Dennoch meine ich, Bankaktien dürften zu den grossen Profiteuren im zweiten Halbjahr gehören. In den USA hat man das schon gesehen, das wird auch in Europa kommen.

Jetzer: Ich teile Ihre Meinung zu 100%. Banken sind Frühzykliker, und die Euro-Zone ist in der Frühphase eines Aufschwungs. Im Vergleich zu teuren defensiven Werten erscheinen europäische und Schweizer Banken günstig.

Redeker: Die Regie kommt in der Tat aus den USA, denn dort sind Bankaktien sehr gut gelaufen. Ich sehe das Problem für das zweite Halbjahr jedoch darin, dass die US-Notenbank wohl gerade dann die Zinsen erhöht, wenn der Gewinnzyklus bei den Unternehmen ausgereizt ist. Früher war das oft anders, da stiegen die Zinsen erst dann, wenn der Gewinnzyklus in Schwung gekommen war. Der Faktor Arbeit dürfte in diesem Prozess im Vergleich zum Faktor Kapital teurer werden, wodurch die Ausrüstungsinvestitionen später anspringen könnten. Die Produktivitätsgewinne werden relativ spät kommen. Wir könnten in den USA eine stärkere Inflation als erwartet bekommen, auf welche die Zentralbank dann reagieren wird. Das könnte den Ausblick für Aktien im Winterhalbjahr dämpfen.

Was für eine Entwicklung erwarten Sie für den Schweizerfranken?

Gattiker: Der Franken ist zum Euro in sieben Jahren von Fr. 1.60 auf Parität gesunken. In den 1970er Jahren gab es nach einer ähnlichen Situation eine lange Stabilität zur D-Mark. Damals hat sich der Wechselkurs in den folgenden fünf Jahren nicht gross geändert. Vielleicht wiederholt sich dies, die Überbewertung baut sich dann Schritt für Schritt ab, und der Franken schwankt vielleicht zwischen € 0.90 und € 1.20.

Jetzer: Ich teile die Meinung zur Überbewertung. Wenn man richtigerweise die Produzenten- statt die Konsumentenpreise zur Berechnung nimmt, liegt der Franken zum Euro rund 10% über der Kaufkraftparität. Er ist bei weitem nicht so dramatisch überbewertet, wie man das aus den Medien liest. Wie passt das mit unsrem chronisch hohen Ertragsbilanzüberschuss zusammen? Die Exporteure klagen auf hohem Niveau. Das spiegelt sich auch in den Gewinnsschätzungen der Analytiker und in den Ausblicken der Unternehmen. Ich frage mich, wo die herbeigeredete Krise ist. Der Franken wird sich stabilisieren und in den langfristigen Trend einer langsamen Erstarkung zurückkehren. Das Umfeld wird sein: leicht stärkerer Franken, niedriges Zinsniveau, gute Konjunktur.

Junius: Die Schweiz befindet sich meiner Einschätzung nach derzeit in einer Anpassungsrezession. Dies führt üblicherweise zu einer höheren Arbeitslosigkeit, geringeren Unternehmensgewinnen und Kapitalzuflüssen sowie einem niedrigeren Wechselkurs. Entsprechend dürfte sich der Franken in den nächsten Monaten etwas abschwächen. Insgesamt halte ich die Schweizer Wirtschaft aber für so anpassungsfähig, dass eine Abschwächung unter ein Niveau von Fr. 1.10 für den Euro nicht notwendig sein wird.

Redeker: Der Franken ist eine der wenigen Währungen von Industrieländern, die noch überbewertet sind. Aber was treibt eine Währung? Die Kaufkraftparität kann an den Märkten für lange Zeit missachtet werden. In Schweden gab es 2014 ein Leistungsbilanzüberschuss von 6% und trotzdem einen starken Wertzerfall der Krone, weil langfristige Kapitalabflüsse aus Schweden stattfanden. Wenn sich also Kapitalmarktbedingungen normalisieren, sich etwa die Volatilität und Nervosität an den Märkten zurückbildet, wäre es für Schweizer vielleicht durchaus attraktiv, im Ausland zu investieren. Solche Kapitalflüsse bestimmen über den Weg des Franks. Ich könnte mir einen schwächeren Franken im Sommer vorstellen, allerdings abhängig von der Volatilität an den globalen Finanzmärkten.

## **Martin Jetzer**

cri. · Dr. Martin Jetzer ist seit 2010 Chief Investment Officer beim Vermögensverwalter Bellecapital. Zuvor war Jetzer 25 Jahre lang Chefökonom der HSBC Guyerzeller Bank und als deren Chief Investment Officer verantwortlich für die Anlagestrategie. Er amtierte zudem viele Jahre als Mitglied der Geschäftsleitung der HSBC Private Bank.

## **Hans-Günter Redeker**

cri. · Hans-Günter Redeker ist Chef-Währungsstrategie bei der amerikanischen 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.

## **Christian Gattiker-Ericsson**

ra. · Christian Gattiker-Ericsson ist Chefstrategie und Leiter des Research bei Julius 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.

## **Karsten Junius**

ra. · Dr. Karsten Junius ist seit April 2014 Chefökonom der Bank J. Safra Sarasin. Davor arbeitete er drei Jahre als Ökonom beim Internationalen Währungsfonds. Von 2000 bis 2010 amtierte Junius als Leiter Kapitalmärkte und Immobilien-Research bei der Deka Bank. Tätig war er zuvor u. a. auch beim Institut für Weltwirtschaft in Kiel.