

Finanzmarkt-Roundtable der NZZ

Von Negativzinsen zur Bankenkrise?

Beim Finanzmarkt-Roundtable diskutieren Experten über die Geldpolitik der Notenbanken und geben einen Ausblick auf Chancen und Risiken an den Börsen im kommenden Jahr. Das sagt die Kristallkugel.

von Christof Leisinger und Michael Rasch
28.12.2015



Wie sieht die Kristallkugel die Chancen und Risiken im kommenden Jahr? – Experten diskutieren Szenarien. (Bild: Imago)

In den USA steigen die Zinsen, in Europa und Japan bleiben sie tief. Was machen die Anleger am besten daraus?

Jochen Felsenheimer: Ich glaube nicht, dass das im kommenden Jahr das zentrale Problem sein wird. Betrachtet man die langfristigen Zinsen in den USA, dann ist nicht viel passiert. Die Märkte erwarten einen geringen Zinsanstieg und keinen Turnaround.

Jens Ehrhardt: In Amerika wird es nicht die übliche Bremspolitik der Vergangenheit geben. Die Inflation ist gleich null und die Stimmung in der produzierenden Wirtschaft nicht überragend; das würde eher dafür sprechen, Gas zu geben. Trotzdem musste die amerikanische Zentralbank (Fed) den Leitzins erhöhen, um das Gesicht zu wahren. Mit der Begleitmusik, datenabhängig zu agieren, ist nun die Unsicherheit verschwunden – und das ist für die Börsen eher leicht positiv als negativ.



Daniel Kalt und Jens Ehrhardt. (Bild: Adrian Baer / NZZ)

Daniel Kalt: Das sehen wir ähnlich. Es ist nicht das erste Mal, dass das Fed beim Zinszyklus voranschreitet. Die europäischen Volkswirtschaften hinken diesmal punkto Produktionslücken weiter hinterher als früher. In den USA ist bald ein gewisser Lohndruck möglich. Der deutete darauf hin, dass dort der Erholungszyklus den besten Teil noch vor sich hätte, sollte er die Konsumenten erfassen. Das wäre gut für den Zusammenhalt der Gesellschaft, nachdem bisher primär die Vermögenden von der «Asset-Preis-Inflation» profitiert haben.

Ehrhardt: Wir befinden uns in einer einmaligen Situation, weil der Aufschwung trotz enormen Stimuli langsam und fragil erscheint. Es spricht punkto Ungleichheit Bände, dass viele Amerikaner auf Essensmarken angewiesen sind.

Ist die Gefahr real, dass die USA in eine Rezession zurückfallen?

Michael Strobaek: Vorerst erscheint diese Gefahr gering. Die Zinserhöhung im Dezember war unvermeidlich. Das Fed macht nach einem ersten Zinsschritt so gut wie nie Pausen – wenn es geht, dann geht es. Zum Beispiel 25 Basispunkte von Quartal zu Quartal auf dem Weg zu einer Normalisierung. Es baut so Flexibilität auf, um Spielraum zu haben, wenn die nächste Rezession kommt.



Michael Strobaek und Jochen Felsenheimer.
(Bild: Adrian Baer / NZZ)

Sie erwarten also den Beginn eines Zinserhöhungszyklus – was bedeutet das für den Dollar?

Strobaek: Die Zinserhöhung auf bis zu 4% in den nächsten vier Jahren könnte das US-Wachstum bremsen und den Dollar schwächen – oder die zunehmende Zinsdifferenz könnte ihn stärken. Wir denken, der Dollar bleibt angesichts der expansiven Geldpolitik in Europa und in Japan in den nächsten Jahren nach anfänglicher Seitwärtsbewegung stark. Man sollte als Anleger überlegen, wie man davon profitiert.

Ehrhardt: Der Dollar müsste theoretisch stärker werden, wenn die Europäer die Zinsen unten halten und die Amerikaner sie hochsetzen. Das Dumme ist nur, dass sich alle darauf einstellen – und dann kommt es häufig nicht so wie erwartet. Im Grunde ist «dollar short» immer noch der «most crowded trade». Ich fühle mich mit solchen Konsensmeinungen, die es auch in Form der Übergewichtung europäischer und japanischer Aktien gibt, meist nicht wohl.

Viele setzen auf den Dollar und betrachten Rohstoffe und die Schwellenländer skeptisch. Lohnt sich eine Wette dagegen?

Kalt: Die Märkte in den Schwellenländern werden sich irgendwann stabilisieren; zumindest in China wird Gegensteuer gegeben. Es ist eine Frage des Timings, ob man dabei ist, wenn der ganze «Rohstoff- und Schwellenländerkomplex» dreht.

Die Dollar-Schulden haben in den Schwellenländern seit der Krise ungebremst zugenommen. Ist das ein Risiko?

Felsenheimer: Es gibt keinen pauschalen Anstieg der globalen Verschuldung, da jedem Schuldner ein Gläubiger gegenübersteht. Aber das weltweite Kredit- und Kontrahentenrisiko ist in den letzten Jahren stark geklettert. Dieser Anstieg geht einher mit sehr niedrigen Risikoprämien: Wir haben also immer mehr Kreditrisiko auf der Welt, das nicht adäquat kompensiert wird. Bedenklich ist, dass durch das höhere Kreditvolumen nur ein begrenztes Wachstum erkaufte wurde. Diese Entwicklung ist nicht nachhaltig und kann letztlich sogar zu rezessiven Impulsen führen.

Droht nach der Immobilienkrise in den USA und der Staatsschuldenprobleme in Europa nun eine Schwellenländerkrise?

Ehrhardt: Gefährlich sind weniger die Staatsschulden als die der Privaten. Man muss hinschauen, wo diese entstanden sind: in Asien bei den Unternehmen und vor allem in Dollars. Wenn dieser bei einem Betrag von weltweit 10 Bio. \$ um 25% steigt, hat man plötzlich 2,5 Bio. \$ mehr Schulden in Landeswährung. Da sich die Verschuldung nicht beliebig ausweiten lässt, fehlt ein Wachstumsmotor. Der Welthandel geht zurück, und die Exporte und Importe fallen. So muss die Frage möglicherweise mit Ja beantwortet werden.

Was wären die gefährdetsten Länder?

Strobaek: Man muss die Entwicklung in Ländern wie Brasilien und Russland mit den Zyklen im Rohstoffbereich verbinden. So hat etwa der Rückgang des Ölpreises von 110 \$ auf 35 \$ strukturell zu veränderten Nachfrage- und Wachstumsbedingungen geführt. Viele aufstrebende Länder haben sich nicht an diese neue Realität angepasst. Das von Korruption geplagte Brasilien etwa ist unfähig, Strukturprobleme zu lösen, seit es vom Export von Öl, Eisenerz, Kupfer usw. abhängig wurde. Der tiefe Ölpreis ist eher eine Gefahr als ein Vorteil.

Wieso – früher war ein steigender Ölpreis ein Risiko, und nun soll es ein tiefer sein?

Kalt: Die rasche Veränderung ist das Problem. Man darf nicht vergessen, dass der Ölpreis 2008 bei 140 \$ gewesen ist, dann ist er bis auf 40 \$ gefallen, danach wieder auf 100 \$ gestiegen, und jetzt liegt er bei etwa 35 \$ je Fass Erdöl der Sorte WTI. Das sind enorme Schwankungen.

Wieso ist der tiefe Ölpreis ein Problem?

Strobaek: Niedrigere Investitionen und fallende Gewinne in der Energieindustrie haben zu steigenden Anleihe-Spreads geführt. Wenn es so weitergeht, kann der Prozess zu Konkursen führen. Abgesehen davon drohen geopolitische Unwägbarkeiten. Saudiarabien etwa muss Währungsreserven abbauen und Anleihen emittieren, um seine Ausgaben zu decken. Sein Haushaltsdefizit hat Werte um die 20% vom BIP erreicht. Die Nervosität im Nahen Osten ist gross.

Felsenheimer: Die Zahlungsausfälle sind längst da, nicht einmal nur ölpreisbedingt. Venezuela steht kurz davor, Puerto Rico steht kurz davor, und bei den amerikanischen Kohleproduzenten sind die Ausfallraten dramatisch. Das wäre ohne «Spillover-Effekte» nicht so schlimm. Diese haben aber inzwischen auf die Stahlbranche und indirekt auf Firmen wie Bombardier übergegriffen.

In der Stahlbranche müssen die Überkapazitäten ohnehin bereinigt werden.

Felsenheimer: Sicher ist das im funktionierenden Kapitalismus gut; der eine kommt, der andere geht. Aber es ist keine Wohlfühlsituation und wird Anlegern in den nächsten Jahren einige Verluste verursachen.

Ehrhardt: Das Thema hängt wieder mit den Schwellenländern zusammen. China exportiert sehr viel Stahl – und das hat dazu beigetragen, dass die Aktien von ArcelorMittal und anderen Rohstofffirmen unter Druck geraten sind.

Wie würden Sie deren Lage beschreiben?

Ehrhardt: Bei Eisenerz spielt nicht nur die schwache Nachfrage aus China eine Rolle. Australische und südamerikanische Firmen wie Vale produzieren sehr viel, um hochpreisige Anbieter aus dem Markt zu verdrängen. Normalerweise würden fallende Preise zu geringerer Produktion führen – aber bis jetzt ist das nicht

der Fall. Folglich sind einige Ausfälle bei den Anleihen denkbar. 2016 wird wohl nicht Amerika für Aufregung sorgen, sondern eher die Schwellenländer – möglicherweise China.

Wie schätzen Sie dort die Lage ein?

Kalt: Sicher ist ein Teil des chinesischen Wachstums durch die steigende Verschuldung von der Zukunft geborgt. Allerdings waren Stimulierungsmassnahmen in der Finanzkrise nötig. Auch das Ende der jahrelangen Aufwertung der Währung scheint bewusst herbeigeführt. Ihre Stärke hat dem Land lange genutzt, indem es die Exporttätigkeiten der überhitzten Schwerindustrie gebremst und den Binnenkonsum gestützt hat. Nun scheint das gut messbare Wachstum des Industriesektors abzunehmen, während die zunehmenden Dienstleistungsaktivitäten möglicherweise noch nicht vollumfänglich messbar sind. Man kann die Lage in China skeptisch oder auch positiv betrachten.

Ehrhardt: Die Entwicklung Chinas ist für 2016 entscheidend. Sollten dort die Einmal-Stimulierungen nicht funktionieren, wird es schwierig. Zum Glück sind am ehesten die Staatsunternehmen überschuldet und nicht die mittleren und kleineren Privatunternehmen; so kann der Staat nachhelfen. Die Chinesen haben das Sich-Durchwursteln bisher gut hinbekommen. So hat sich der Exportanteil Chinas an der Weltwirtschaft ständig erhöht, obwohl die chinesische Währung über die Jahre um gut 30% stärker geworden ist. Es muss also nicht unbedingt so negativ kommen, wie das vonseiten der Kritiker dargestellt wird. China hat auch geldpolitisch noch ein paar Pfeile im Köcher.

Strobaek: Die Abwertung der Währung ist ein Zeichen dafür, dass sich China politisch, wirtschaftlich und finanziell weiter öffnet. Unglücklich war jüngst allenfalls, dass man in China glaubte, die Aktienmärkte manipulieren zu können. Das hat Glaubwürdigkeit gekostet. Anleger haben Milliarden verloren – darunter einflussreiche und wichtige Leute. Ich glaube aber nicht, dass China kurzfristig rezessionsgefährdet ist.

Wer beflügelt die Weltwirtschaft 2016?

Ehrhardt: China sollte nicht unterschätzt werden, immerhin ist das Land real die grösste Volkswirtschaft der Welt. Wenn sie nur um 5% wächst, gibt das einen grösseren Schub für die Weltwirtschaft, als wenn das BIP-Wachstum der USA von 2% auf 2,5% steigt. Die Bedeutung ist besonders gross für die Exportfirmen der Asean-Staaten; und die japanischen Banken haben viele Kredite vergeben. China würde alles mit herunterziehen, sollte es in eine Krise geraten. Aufgrund eines enormen Handelsbilanzdefizits sind auch die USA an seiner Stabilität interessiert. Das Defizit würde noch grösser, sollte der Yuan schwächer werden – wovon ich ausgehe.

Die Welt-Nachfrage lässt sich bei hohen Überkapazitäten wegen hoher Schulden nicht mehr künstlich steigern. Ist das «keynesianische Experiment» am Ende?

Ehrhardt: Keynes selbst war vorsichtiger, als man denkt. Er wäre wahrscheinlich nicht glücklich mit dem Quantitative Easing und anderen geldpolitischen Massnahmen der modernen Zeit. Heute gibt es zu viel billiges Geld für jeden, die Unternehmen haben zu viele Kapazitäten aufgebaut, und die schlechten Firmen sind nicht pleitegegangen. So hat das Angebot zugenommen, und die Preise fallen, statt zu steigen – was das Ziel der Notenbanken war.

Felsenheimer: Die Zentralbanken haben zwar Inflation geschaffen, aber nur an den Finanzmärkten. An den Bondmärkten zum Beispiel sind viele Papiere emittiert worden, die man von der Bonität her als Schrott bezeichnen muss. Inzwischen sehen wir die ersten Ausfälle. Faktisch ist der Transmissionsmechanismus aus der Finanz- in die Realwirtschaft gestört. Dieses Grundproblem lässt sich nicht mit weiteren monetären Massnahmen lösen. Möglicherweise wäre eine Drosselung der Liquidität die klügere Strategie.

Quantitative Easing wirkt also eher deflationär als inflationär?

Kalt: Die Wirksamkeit jedes zusätzlichen Programms nimmt ab, der Grenznutzen sinkt. Klassisch kommt es zu Preissteigerungen in breitem Ausmass, wenn eine Lohn-Preis-Spirale entsteht. Die amerikanische Volkswirtschaft steht zyklisch wohl am ehesten davor. Ist der Arbeitsmarkt erst einmal ausgetrocknet, kommt rasch Lohndruck auf. Janet Yellen ist als Spezialistin für den Arbeitsmarkt eine gute Besetzung für die Präsidentschaft des Fed. Sie muss erkennen, wann es so weit ist.

Felsenheimer: Quantitative Easing hat zu enormen Verzerrungen an den Finanzmärkten geführt, wie sie sich zum Beispiel an den negativen Swap-Spreads in den USA zeigen; die sind unsinnig.

Strobaek: Ich glaube nicht, das «Quantitative Easing» deflationär wirkt. Heute kommen die deflationären Impulse von der steigenden Produktivität, von der Überalterung der Bevölkerung und davon, dass vielfach die Grenzen der Verschuldung erreicht worden sind. Das Hauptproblem für die Märkte ist, dass die Unternehmen ihre Umsätze kaum noch steigern können. Die Gewinne nehmen alleine aufgrund von Kostensenkungsmassnahmen, der Anpassung von Geschäftsmodellen usw. zu. Insgesamt ist es gut, dass die amerikanische Geldpolitik nun weniger aggressiv wird.

Wann und auf welchem Niveau werden sich die US-Zinsen normalisiert haben?

Kalt: In diesem Punkt sind sich die Fed-Gouverneure selbst nicht einig. Ihre Einschätzungen, was künftig der «normale» Zins sein wird, sind in der jüngeren Vergangenheit immer weiter nach unten genommen worden.

Ehrhardt: Frau Yellen will keinesfalls den Fehler des Fed von 1937 wiederholen und monetär zu früh bremsen. Sie ist sozial eingestellt und richtet ihr Augenmerk auf den Arbeitsmarkt. Die USA werden nächstes Jahr kaum das Hauptproblem sein, da der Zinserhöhungszyklus langsam sein wird. Gefährlich wären schnelle Zinserhöhungen, da wegen hoher Schulden vieles fragil ist.

Droht ein inflationärer Impuls, wenn der durch den Zerfall der Energiepreise ausgelöste Basiseffekt aus der Statistik fällt?

Kalt: In Europa hat die Kerninflationsrate schon vor einem halben Jahr gedreht und zeigt nun nach oben. Das Bild in Sachen Deflation sieht nicht mehr bedrohlich aus, wenn man die Energiepreise herausrechnet. Wir könnten bald eine schnelle Normalisierung sehen.

Felsenheimer: Die Lage in Europa ist natürlich extrem unterschiedlich. In den Peripherie-Ländern ist nicht damit zu rechnen, dass es zu klassischer Inflation über den Arbeitsmarkt kommt.

Ehrhardt: Früher haben die Notenbanker immer gesagt, man muss bei der Inflation auf die Kernrate schauen. Heute ist es genau umgekehrt. Auch in Sachen Inflation oder Deflation muss man im Jahr 2016 mit einer Gratwanderung rechnen.

Wie sehen Sie die Politik der EZB? Präsident Mario Draghi hat die Märkte Anfang Dezember offenbar enttäuscht.

Ehrhardt: Er hat vorher zu hohe Erwartungen geweckt, die er nicht erfüllt hat.

Wurde Draghi im EZB-Rat gebremst, oder hat er sich einfach verplaudert?

Strobaek: Ich glaube, er hat einfach zu viel versprochen. Dennoch spielt die EZB eine unheimlich kraftvolle Rolle beim Zusammenhalten der Währungsunion. Das hat man im Fall Griechenland gesehen. Die EZB hat ihre kommunikative Rolle aber ausgereizt und muss jetzt tatsächlich liefern – und eine Inflation von nahe, aber unter 2% erreichen.

Kalt: Ende 2016 könnte die Inflation im Euro-Raum schon bei rund 1,6% liegen, dann wäre die EZB sehr dicht am Ziel.

Warum wurden dann die Anleihekäufe jetzt noch einmal verlängert?

Kalt: Draghi hat mit seinem «whatever it takes» im Sommer 2012 wohl die effektivste verbale Intervention eines Notenbankers der Geschichte geliefert. Im Oktober hat er sich aber verrannt, als er den Märkten zu viel versprochen hat. Vermutlich wurde er dann im EZB-Rat von Leuten wie Bundesbankpräsident Jens Weidmann ausgebremst.

Felsenheimer: Nicht die Geldpolitik ist sein Problem, sondern die Kombination zwischen Geldpolitik und regulatorischen Anforderungen. Die EZB möchte, dass Banken mehr Kredite vergeben. Doch unter der

Regulierung «Basel II» fällt es Banken schwer, ihr Kreditbuch weiter auszubauen, weil die regulatorischen Kosten gestiegen sind.

Strobaek: In der Schweiz sieht man das auch durch die Negativzinsen. Die Unternehmen verwenden das Geld, um Kredite zurückzubezahlen. Sie können quasi Geld verdienen, wenn sie Kredite zurückzahlen, während sie das Parkieren von Cash bei der SNB Geld kostet.

Ist wirklich die Kreditvergabe das Problem oder nicht doch die geringe Nachfrage nach Krediten durch die Firmen?

Felsenheimer: Durch die ultraniedrigen Zinsen werden viele Unternehmen im Markt gehalten, die bei höheren Zinsen nicht lebensfähig wären. Es braucht die kreative Zerstörung, damit schwache Firmen vom Markt verschwinden.

Kalt: In der Schweiz könnten die Negativzinsen den Grundstein für die nächste Bankenkrise legen. Wenn die Zinsen einige Jahre so tief bleiben und dann irgendwann schlagartig steigen, wird das viele kleinere und mittlere Banken in Bedrängnis bringen. Diese leben nämlich zu 80% von der Zinsmarge. Der Anteil zehnjähriger Hypotheken steigt deutlich, und damit sind die Aktivzinsen über lange Laufzeiten tief festgebunden. Wenn auf der Passivseite die Zinsen schnell hochgehen, wird es kritisch. Das Zinsänderungsrisiko ist enorm.

Strobaek: Die Kreditqualität der Hypotheken-Portfolios bei den Grossbanken hat sich durch die Regulierung wohl nicht verschlechtert. Aber kleinere und mittlere Institute sind gefährdet, vielleicht auch Versicherungen.

War die Einführung der Negativzinsen durch die SNB ein Fehler?

Kalt: Fehler wäre zugespitzt. Es geht immer um eine Güterabwägung zwischen verschiedenen Interessen sowie unterschiedlichen Nebenwirkungen. Für Pensionskassen sind die niedrigen Zinsen eine Katastrophe, und wie erwähnt sind die Zinsänderungsrisiken für viele Banken ein substanzielles Risiko.

Felsenheimer: Riskant sind vor allem auch die stark wachsenden Kredite bei niedrigen Zinsen. Wären die Zinsen viel höher, wäre ein hohes Kreditwachstum bedeutend ungefährlicher.

Haben wir nicht in ganz Europa ein Problem mit den Bankbilanzen?

Felsenheimer: Wenn man jetzt alle Banken in Europa dazu zwingen würde, die faulen Kredite in den Büchern abzuschreiben, dann hätten drei Viertel aller Institute ein grosses Problem.

Ehrhardt: In Italien wagen manche Banken durch die niedrigen Zinsen jetzt erstmals transparenter auszuweisen, wie viele problematische Kredite sie haben.

Strobaek: Alle künftigen Pensionäre zahlen längst einen hohen Preis für die Nullzinspolitik der letzten Jahre. Und je näher man ans Pensionsalter kommt, desto mehr realisiert man, dass man in den vergangenen Jahren nichts verdient hat. Politisch kann das noch extrem unangenehm werden.

Die Notenbanken sagen, es sei nicht ihre Aufgabe, für hohe Renditen zu sorgen oder Industriepolitik zu betreiben.

Kalt: Die SNB macht in einem gewissen Sinn Industriepolitik, indem sie die Exporteure schützt. Allerdings hat die SNB eingesehen, dass sie die Risiken ihrer Politik nicht weiter erhöhen will, und hat deswegen auch den Mindestkurs zum Euro aufgehoben. Geldpolitik ist eine fortwährende Abwägung von Vorteilen und Nachteilen.

Strobaek: Die Notenbanken sind in einer Situation, in der sie noch nie waren. Und sie wissen nicht, wie lange das derzeitige Umfeld noch anhält. Wir rechnen damit, dass die SNB die Zinsen noch stärker in den negativen Bereich senken wird. Und sie wird wie bisher weiter am Devisenmarkt intervenieren.

Was für Schlüsse sollte der Anleger aus dem beschriebenen Umfeld ziehen?

Felsenheimer: Die von der EZB zur Verfügung gestellte Liquidität führt nicht dazu, dass die Märkte liquide werden; in kritischen Phasen sinkt die Liquidität sogar, und die Märkte werden sehr volatil. Es kann zu «brutalen» Bewegungen kommen, die fundamental nicht gerechtfertigt sind, weil die Banken keine Bestände mehr halten. Ihr Risiko ist zwar gesunken, aber dafür ist es bei den Vermögensverwaltern gestiegen. Ihre Performance wird im Jahr 2016 durch die Allokation in Aktien dominiert – und bei Aktien sollte man mit fallenden Kursen rechnen.

Ehrhardt: Ich befürchte auch, dass der Aktienmarkt 2016 nicht vorankommen wird. Vorübergehend kann es sogar sehr volatil werden. Es gibt in vielen Bereichen gute Argumente für eine positive und für eine negative Sichtweise. Das kann sich unter dem Strich ausgleichen. Wir präferieren Aktien mit guter Dividende und konzentrieren uns darauf, attraktive Einzelwerte zu suchen.

Wie sehen Sie denn die Bewertung der unterschiedlichen Märkte?

Kalt: Was ist heute noch billig? Europa und Japan sind attraktiver bewertet als die USA. Staatsanleihen sind allgemein teurer als die Aktienmärkte. Längerfristig bieten also Aktien mehr Potenzial. Auch wir rechnen mit hoher Volatilität und wollen vor allem bei der strategischen Vermögensverteilung richtig liegen. Rohstoffe gehören für uns beispielsweise seit zwei Jahren nicht mehr dazu. Dem Schweizer Anleger empfehlen wir eine breite Diversifikation auch in alternative Anlageklassen, und die Absicherung der Währungsrisiken.

Strobaek: Wir gehen auch von einem schwierigen Umfeld für Aktien im Jahr 2016 aus. Vom Anleihemarkt darf man ohnehin nicht viel erwarten. Höchstens Bonds von Unternehmen aus dem Industriesektor erscheinen noch aussichtsreich. Regional betrachtet mögen wir Europa, die Schweiz und China. Viele Marktteilnehmer sind zu pessimistisch für China. Wir werden aber bei der Allokation künftig sehr aktiv sein und zeitlich befristete Positionen eingehen.

Haben Sie einen antizyklischen Tipp?

Strobaek: Sehr antizyklisch wäre es, auf ein Comeback der Rohstoffe zu setzen. Dabei sollte man sich aber auf Aktien aus diesem Sektor konzentrieren. Bei reinen Rohstoffanlagen sind die Rollkosten derzeit immens hoch. Das können sie kaum wieder hereinholen.