

Markttechnik

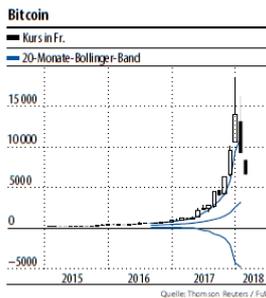
### Eine «Währung», die keine ist

Ein Kursgewinn von 1384% vom 1. Januar 2017 bis zum 31. Dezember 2017. Ein Plus von 28000% innerhalb von fünf Jahren. Ein Verlust von 44% seit Jahresanfang. Was ist das? Bitcoin natürlich, was denn sonst. Das Konstrukt wird sich schon deshalb nicht durchsetzen, weil es eine der Ursachen wäre für eine Depression, wie es die Golddeckung in den Dreissigerjahren des letzten Jahrhunderts war.

Mit der katastrophalen Wirkung, die aus einem monetären Kleid erwachsen kann, welches so unelastisch ist wie eine Ritterrüstung aus dem Mittelalter, befasst sich Professor Barry Eichengreen in seinem hervorragenden Buch «Hall of Mirrors». Die Golddeckung wirkte damals wie die beschränkte Schöpfungskapazität in Bitcoin, wenn die zum vornherein begrenzte Anzahl Schöpfer ihren «Schöpfungsakt» vollzogen haben werden. Die Idee, dass diese Schutz vor Enteignung durch Inflation biete, stand wohl am Anfang der Handelshistorie von Bitcoin. Irrendwann entwickelte sich eine positive Rückkopplung, wie sie in spekulativen Blasen üblich ist.

### Ein Déjà-vu

Hat die Welt schon jemals etwas Ähnliches gesehen, was sich im Wechselkurs des Bitcoins gegen den Dollar eingestellt hat? Ja, hat sie. Solche Ereignisse sind als Mississippi-Blase, South-Sea-Blase oder Tulipomania in die Geschichte eingegangen. Ihnen gemeinsam war die spekulative Blase, hinter welcher eine substanzlose Annahme stand. Sie werden unter anderem in



«Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds» von Charles Mackay abgehandelt. Der Oxford-Professor Norman Stone schrieb im Vorwort zur 1995 erschienenen Auflage, das Buch stelle ein Aide-Mémoire dar in einer sich stets fortsetzenden Geschichte der Torheit der menschlichen Spezies und der von ihr geschaffenen und bevölkerten Institutionen.

Sollte es zu einer nächsten Ausgabe von «Extraordinary Popular Delusions» kommen, werden Bitcoin und andere Kryptowährungen nicht fehlen dürfen. Der Begriff «Delusion» ist treffend. Er steht für (Selbst)täuschung, Verblendung, Wahn, Irrglauben, Trug, Wahnvorstellungen. Sich Bitcoin – oder irgendein anderes Kryptodding – als Währung vorzustellen, ist genau das: Eine «Delusion».

### Notenbanken kein Fluch

Sie stammt aus der Fehlinterpretation, dass die Monopolisierung des Geldwesens ein Fluch sei. Sie ist weder Fluch noch Segen, sondern, in Abwandlung eines Diktums von Winston Churchill zur Demokratie, die schlechteste aller Welten ausser alle anderen. Gold ist so wenig eine Währung wie Gold, mit dem Unterschied, dass Gold wegen seiner physikalischen Eigenschaften geschätzt wird.

Hinter Bitcoin steckt nichts dergleichen. Kryptowährungen sind das Produkt einer Zeit, die sich Fantasien hingibt, dass es eine bessere Welt geben würde ohne Zentralbanken. Die Geschichte lehrt das Gegenteil. Obwohl Friedrich von Hayek selbst die Funktion von Zentralbanken in Frage stellte, waren sie ursprünglich das Produkt einer spontanen Ordnung nach seinem Gusto, die aus Versuch und Irrtum erwächst.

So war es mit der Entstehung der Bank of England, der US-Zentralbank, der Banque de France und anderer. In der komplex gewordenen Welt würden Währungen ohne Zentralbanken im Rücken noch weniger zersieren als in der einfacheren Welt vor hundertfünfzig und mehr Jahren.

**ALFONSO CORTES** www.unifinanz.ch  
 Die Meinung des Autors muss nicht mit jener der Redaktion übereinstimmen.

# «Wir rechnen nicht mit einem Bärenmarkt»

**MITTWOCHSINTERVIEW** Sandro Merino, Chief Investment Officer der Basler Kantonalbank und ihrer Tochter Bank Cler, erwartet, dass der SMI bis Ende Jahr auf 10 000 steigt.

**Herr Merino, seit rund einer Woche geben die Kurse an den globalen Aktienmärkten nach. Steht nun die Trendwende bevor, oder handelt es sich lediglich um eine überfällige Korrektur?**

Wegen des freundlichen konjunkturellen Umfelds erwarten wir keinen Bärenmarkt. Die Angst vor einem unerwarteten Zinsanstieg kann zwar kurzfristig eine Korrektur in der Größenordnung von 10% auslösen. Die Wachstumsprognosen für die Unternehmensgewinne in den USA stimmen aber zuversichtlich. Sie liegen bei hohen 25%. Der Gewinnanstieg kann die höheren Zinsen somit mehr als kompensieren. Insgesamt ist der Ausblick für Aktien für die nächsten zwölf Monate trotz höherer Kursschwankungen attraktiv.

**Wo wird der SMI Ende 2018 stehen?**

Wir erwarten, dass der Schweizer Leitindex auf rund 10 000 steigen wird, von aktuell knapp unter 9000. Das entspricht inklusive Dividenden einer Rendite von rund 8%. Das liegt im langfristigen Durchschnitt des Schweizer Aktienmarktes.

**Rechnen Sie mit einer weiteren Bewertungsexpansion, oder steigen die Aktienkurse nur noch im Rahmen der Unternehmensgewinne?**

Ich erwarte keine weitere Bewertungsexpansion. Unsere Kursziele sind daher zu erreichen, ohne dass sich die Bewertung weiter aufblasen muss. Viele nutzen das gegenwärtige Tiefzinsumfeld als Entscheidung für die hohen Bewertungen. Wir lassen das teilweise gelten, sind wegen des derzeit stolzen Niveaus aber schon deutlich vorsichtiger geworden.

**Welche Segmente betrachten Sie als zu teuer?**

Zyklische Valoren, Small und Mid Caps sowie Technologieaktien sind bereits sportlich bewertet. Wir raten deshalb eher zu einer defensiveren Strategie, die sich stärker auf die Blue Chips fokussiert und eine günstige Bewertung gegenüber den Wachstumschancen in den Vordergrund stellt.

**Was könnte die Bewertung von Aktien sinken lassen?**

Kurzfristig sehe ich vor allem eine der Konjunktur zu wenig angepasste Zinspolitik der Notenbanken als Risiko für Aktien. Über 2018 hinaus stelle ich mir die Frage, ob wir derzeit nicht gar blauäugig sind, was die finanzielle Lage der USA und auch vieler Länder in Europa anbelangt. Die Konjunktur brummt. Jetzt wäre es Zeit, aufzuräumen. Doch leider geschieht das viel zu zaghaft.

**Muss sich Europa nach der Steuerreform in den USA im Wettstreit um Investitionen wärmer anziehen?**

Ich bin skeptisch, ob Steuervergünstigungen in der Hochkonjunktur sinnvoll sind. Sie wirken vor allem während einer Konjunkturlaute. Ich bin zudem der Meinung, dass Europa durchaus mitziehen kann. Steuervergünstigungen sind beispielsweise auch in Deutschland oder in Italien ein Thema.

**Die Konjunktur entwickelt sich gut, die Zinsen sind rekordniedrig. Wird die Inflation weltweit bald anziehen?**

Die Teuerung dürfte in den nächsten Jahren in Europa und in den Vereinigten Staaten spürbar anziehen. Ich rechne mit einem Anstieg auf ein Niveau, das dem langfristigen Durchschnitt entspricht, also in etwa 2%.

**Damit einher gehen aber Interventionen der Notenbanken.**

Die Notenbanken werden ihre Geldpolitik in den nächsten Jahren ohne Zweifel straffen. Es wird sich zeigen, ob die Aktienmärkte dies ohne eine Neubewertung goutieren – davor haben wir schon Respekt. Bislang handeln die Zentralbanken aber sehr vorhersehbar, wohl auch aus Angst, die Finanzmärkte zu beunruhigen.



«Der Gewinnanstieg kann eine Erhöhung der Zinsen mehr als kompensieren.»

**Welches Zinsniveau würden die Aktienmärkte ertragen, ohne dass der Höhenflug gestoppt wird?**

Das hängt vom Wachstum der Unternehmensgewinne ab. Treffen die gegenwärtigen Erwartungen ein, kann der Aktienmarkt auch mit Zinsen für zehnjährige US-Staatsanleihen um 3,5% gut leben. Die Leitzinsen in den Vereinigten Staaten werden bis Ende Jahr ungefähr 2% erreichen. Dennoch stehen dank der Gewinnentwicklung die Chancen gut, dass das Niveau am Aktienmarkt auch bei einer Zinswende gehalten werden kann.

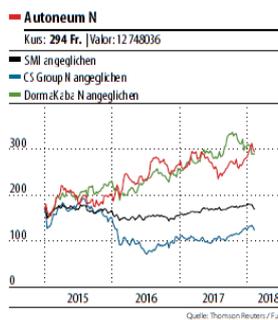
*«Kurzfristig sehe ich eine der Konjunktur zu wenig angepasste Zinspolitik der Notenbanken als Risiko für die Aktienmärkte.»*

**Warum laufen die Aktienmärkte in den USA trotz höherer Zinsen und stolzer Bewertungen immer noch besser als diejenigen in Europa?**

Dafür gibt es verschiedene Gründe. Dazu zählen etwa die Fantasie im Technologie-sektor, die Schwäche des Dollars zum Euro sowie die wirtschaftsfreundliche Rhetorik von US-Präsident Donald Trump. Wir sind wegen der hohen Bewertungen jedoch vorsichtig geworden, was amerikanische Titel anbelangt. Die gegenwärtige Korrektur trifft Aktien aus den USA bisher stärker als europäische Valoren. Aufgrund der Bewertungsdifferenz ist dies für uns nicht überraschend.

**Welche Aktienmärkte empfehlen Sie aus geografischer Sicht?**  
 Wir setzen auf europäische Papiere und Aktien aus Schwellenländern.

**Wenn die Zinsen steigen, hat das auch Auswirkungen auf den Anleihenmarkt. Empfehlen Sie im gegenwärtigen Marktumfeld noch Obligationen?**



Das derzeitige Umfeld ist tatsächlich sehr herausfordernd für die Festverzinslichen. Wenn, dann würde ich kurze Laufzeiten wählen und Bonds von Schwellenländern zur Diversifikation nutzen.

*«Das aktuelle Umfeld ist sehr herausfordernd für Festverzinsliche.»*

**Warum steigt der Dollar nicht? Immerhin nehmen die USA bei der Normalisierung der Geldpolitik eine Vorreiterrolle ein.**

Wenn man die Kaufkraftparitäten beobachtet, ist der Dollar zu schwach. Ich kann deshalb nur annehmen, dass die Anleger die fundamentalen Risiken höher gewichten. In den Vereinigten Staaten steigt die Staatsverschuldung weiterhin. Wegen der Steuererhöhungen und der schwachen Aussenhandelsbilanz ist nicht abzusehen, wie sich das ändern soll. Das weckt natürlich Ängste. Wir würden von der aktuellen Dollarschwäche indes auch überrascht.

**Ist ein schwacher Dollar gut oder schlecht für die Weltkonjunktur?**

Ich würde eine schwache US-Währung nicht unbedingt als vorteilhaft für die Weltwirtschaft bezeichnen. Würde sie sich rasch abwerten, käme die US-Notenbank unter Druck, die Zinsen heraufzusetzen. Das wiederum würde die amerikanische Konjunktur tangieren und sich auch auf die Weltwirtschaft auswirken. Von diesem Szenario gehe ich jedoch nicht aus.

**Sehen Sie ein Risiko für die Schwellenländer, wenn der Dollar steigen würde?**

Die Emerging Markets sind viel weniger anfällig für Einflüsse von aussen als noch während der Asienkrise Ende der Neunzigerjahre. Ich sehe deshalb kein allzu grosses Problem in einer Abwertung der Schwellenländerwährungen gegenüber dem Dollar.

**Werden Bitcoin und andere Kryptowährungen noch lange Bestand haben?**

Das ist schwierig vorherzusehen. Eine langfristige Daseinsberechtigung hätten sie beispielsweise, wenn sie von vielen Händlern als Zahlungsmittel akzeptiert würden. Würden beispielsweise grosse Online-Anbieter wie Amazon oder Alibaba Bitcoin nutzen, wäre das schon ein Zeichen für Nachhaltigkeit. Gegenwärtig sieht es aber sehr nach einer platzenden Spekulationsblase aus.

**Gehen von Kryptowährungen konjunkturelle Risiken aus?**

Das denke ich nicht. Der Wert aller Kryptowährungen beläuft sich derzeit zwar auf etwa 400 Mrd. \$, das klingt nach viel. Realwirtschaftlich ist jedoch viel weniger Geld in das System geflossen. Ein paar hundert Millionen, verteilt auf die ganze Weltbevölkerung, sind vernachlässigbar. Solange keine Kredite von Banken für Bitcoin vergeben werden, ist das Risiko für die Realwirtschaft gering.

**Auf welche Aktien sollten Schweizer Anleger 2018 setzen?**

Wir empfehlen unter anderem Autoneum. Der Automobilzulieferer ist sehr gut positioniert, um vom bevorstehenden Trend zur Elektromobilität und zu selbstfahrenden Fahrzeugen profitieren zu können. Auch in Credit Suisse sehen wir Chancen. Die Grossbank verfügt über ausreichend Kapital und kann von ihrer starken Marktstellung vor allem in Asien profitieren. Credit Suisse ist zudem relativ günstig. Die aktuelle Korrektur ist eine Kaufgelegenheit. Weitere Valoren mit Potenzial sind Dormakaba, der Flughafen Zürich und Basilea.

INTERVIEW: MICHAEL GRIESDORF

Meinungen zur Börsenlage

### Sulzer zukaufen

Im Januar nahmen wir in Erwartung einer Korrekturphase Gewinne mit. Es ist aber unüblich, dass eine Aktienbaisse bei einer sich verbessernden Konjunkturlage und exzellenten Unternehmensergebnissen beginnt. Beruhigt die Volatilität, sollte man deshalb den Mut haben, zuzukaufen. In der Schweiz empfehlen wir Sulzer, da mit den höheren Rohstoffpreisen vermehrt in Förderkapazitäten investiert wird. In Europa sprechen wir uns für Tomtom aus, die mit Google und Chinas Baidu in Kontakt ist. In den USA schliesslich sollten sich dank der guten Konsumstimmung Live Nation Entertainment lohnen. **VT WEALTH MANAGEMENT**

### Markttaucher

Die Aktienmärkte haben deutlich korrigiert. Wir empfehlen: Ruhe bewahren. Besonders die US-Märkte sind technisch bereits deutlich überverkauft. Der überbordende Optimismus hat sich schnell ins Gegenteil verkehrt. Es ist deshalb wahrscheinlich, dass die Aktienmärkte eine technische Gegenbewegung starten werden. Diese sollte dazu benutzt werden, um sich etwas defensiver zu positionieren. Die gute Konjunkturlage dürfte die Börsen weltweit abstützen und «das Schlimmste verhindern». Falls die Aktien zu schnell abtauchen, werden die Zentralbanken versuchen, zu stabilisieren. **AQUILA**

### Multi Asset

Die Bewertungslücke zwischen globalen Aktien und Staatsanleihen der Industrieländer ist immer noch weit und bleibt für Multi-Asset-Anleger längerfristig eines der wichtigsten Kriterien. Die letzten zwei Jahre scheinen jedoch einen Wendepunkt zu markieren, ab dem sich die Lücke allmählich schliessen könnte. Die Phase weltweit sinkender Wachstumsprognosen und der Erwartung langfristig niedriger Zinsen wurde von einem (etwas) optimistischeren Ausblick und der allmählichen Straffung der Zinspolitik in mehreren Ländern abgelöst. Wie sich diese Entwicklung vollzieht, dürfte signifikanten Einfluss auf die Renditen haben, sowohl innerhalb als auch über die einzelnen Anlageklassen hinweg. **M&G**

### Das neue Internet

Spätestens seit die USA im Dezember das Gesetz der Netzneutralität aufgehoben haben, werden die Diskussionen über das 5G-Netzwerk immer lauter. Damit ergeben sich völlig neue Anwendungen. Von Smart Cities, in denen sämtliche Verkehrsmittel zentral gesteuert werden über neue industrielle Prozesse bis hin zu Augmented und Virtual Reality in verschiedensten Alltagssituationen, eröffnet 5G eine ungläubliche Bandbreite an Möglichkeiten. Daraus kann ein vollkommen neuer Zyklus für Netzwerkbetreiber und ihre Zulieferer, aber auch für sämtliche Unternehmen im Bereich der Netzwerktechnologie sowie Datensensorik und -verarbeitung entstehen. **DIEM CLIENT PARTNER**