«Die höhere Geldmenge führt zur Reflation»

MITTWOCHSINTERVIEW **Steve Ellis,** Global CIO Fixed Income bei Fidelity International, erwartet einen anhaltend schwachen Dollar – was einen positiven Effekt auf die Schwellenländer hätte.

Herr Ellis, was erwarten Sie von der Fiskalpolitik unter einem Präsidenten Joe Biden?
Es scheint, dass Joe Biden es mit seinem Konjunkturprogramm ernst meint. Ein Zeichen dafür ist etwa die Nominierung von Janet Yellen als Finanzministerin: Yellen hat sich in ihrer Zeit als Vorsitzende der US-Notenbank gegen Ungleichheit starkgemacht und gefordert, die expansive Geldpolitik mit fiskalischen Stimulusmassnahmen zur Wiederbelebung der Wirtschaft zu kombinieren. Der tatsächliche Umfang des Fiskalpakets steht und fällt jedoch mit den Stichwahlen zum Senat. Sollten die Republikaner dort die Mehrheit erlangen, könnten sie einem starken Konjunkturpaket einen Riegel vorschieben. Noch kennen wir die genauen Zahlen nicht. Aber wenn Biden seine Pläne durchbringt, könnte der Stimulus etwa 2 Bio. $ betragen, was rund 9% des Bruttoinlandprodukts entspricht.

Das wäre eine beachtliche Summe. Welche Auswirkungen hätte das aus Ihrer Sicht auf den Markt der US-Staatsanleihen?
Offenbar erwarten die Marktteilnehmer, dass zur Finanzierung des Defizits die Ausgabe von Staatsanleihen erheblich zunehmen wird. Davon wiederum würde Aufwärtsdruck auf die Renditen ausgehen. Man muss hierbei jedoch berücksichtigen, dass das US-Finanzministerium dieses Jahr mit seinen Anleihenverkäufen wesentlich mehr Geld eingenommen hat, als es ausgeben wollte. Man wird also zunächst diese Mittel verwenden, bevor neue Obligationen emittiert werden. Daher wird der Effekt des Defizits auf die Renditen geringer sein, als viele erwarten.

Wie lange werden wir nach dem Ende der Pandemie noch von einer expansiven Fiskal- und Geldpolitik abhängig sein?
Wir stecken derzeit in einer Phase fest, in der die Wirtschaft auf eine dauerhaft lockere Geldpolitik angewiesen ist. Und die Coronapandemie hat dieses Problem noch verschärft. Wir haben es nun mit den Nebenwirkungen extrem umfangreicher geldpolitischer Stimuli und fiskalischer Rettungsaktionen zu tun, die zur Bekämpfung der Finanzkrise 2009 und der Staatsschuldenkrise in Europa 2011 ergriffen wurden. Daraus resultierte ein riesiger Schuldenberg, ohne dass zugleich starkes Wachstum generiert worden wäre. Gutes Wachstum im Sinne einer kreativen Zerstörung und der Wiederbelebung der Wirtschaft blieb aus. Statt Inflation gab es sehr starke preissenkende Tendenzen. Viele Unternehmen wurden zu Zombies, das heisst, sie konnten nur dank der sehr niedrigen Zinsen überleben.

Die lockere Geldpolitik muss fortgesetzt werden, damit Unternehmen und Staaten ihre Schulden weiterhin bedienen können?
Ja, weltweit ist die Verschuldung mittlerweile auf 330% der globalen Wirtschaftsleistung geklettert. Derart hohe Schulden sind nur schwer zu bedienen, wenn die Zinsen nicht extrem niedrig sind. Für die Zentralbanken wird es unter diesen Bedingungen sehr schwierig, einem Renditeanstieg tatenlos zuzusehen. Wenn nun zu einer lockeren Geldpolitik noch eine lockere Fiskalpolitik hinzukommt, sagt jedes Ökonomielehrbuch, dass der Dollar schwächer wird und die Inflation steigt.

In den letzten Jahren wetteten Marktteilnehmer immer wieder auf den «Reflation Trade», auf ein Anziehen der Inflation und die entsprechenden Folgen – was sich jedoch nicht einstellte.
Dafür ist wichtig zu verstehen, warum auf die expansive Geldpolitik nach der Finanzkrise kein Anstieg der Verbraucherpreise folgte. Banken hatten grosse Verluste erlitten, die das Finanzsystem stark in Mitleidenschaft zogen. Sie beliefen sich bei US-Banken auf 16% ihrer ausstehenden Kredite. Deshalb waren die Geldhäuser wenig geneigt, neue Kredite zu vergeben. Tatsächlich verkleinerten sie ihre Kreditbücher sogar. Damit wurde die Auswirkung der quantitativen Lockerung der

BILD: ZVG

«Die US-Geldmenge ist im Jahresvergleich ungewöhnlich stark gewachsen.»

Zentralbanken auf die Realwirtschaft weitgehend neutralisiert. Das Geld aus den Anleihenkäufen wurde als Einlage bei den Zentralbanken gepark. Das ist so, als würde man bei offenem Abfluss Wasser in eine Badewanne laufen lassen. Die in das Finanzsystem gepumpte Liquidität ist direkt abgeflossen.

Ist die Situation nun anders?
Heute befinden sich Banken in einer viel besseren Lage, das heisst, die Dollarliquidität bleibt im System. US-Banken verfügen über dreimal so viel Kapital und zweimal so viel Liquidität wie vor der Finanzkrise. Jetzt sind die Institute fähig, das Geld zu verleihen. Die Geldmenge M2 ist

«Ein schwächerer Dollar wird vielen Ländern die Kreditaufnahme erleichtern. Vor allem Schwellenländer profitieren.»

im Jahresvergleich um 24% gewachsen. Dieser Anstieg ist ungewöhnlich hoch und übersteigt sogar das Wachstum in den Siebzigerjahren. Die höhere Geldmenge schafft nun ein reflationäres Umfeld.

Damit wird Dollar weiterhin an Wert einbüssen?
Ja, der Dollar hat in diesem Jahr auf handelsgewichteter Basis bereits mehr als 5% verloren. Dieser Abwärtstrend wird sich fortsetzen. Die dadurch zunehmende Dollarliquidität wird einen globalen Effekt haben, da sie auch in andere Länder fliesst. Vergessen Sie nicht, dass ein grosser Teil der weltweit ausstehenden Obligationen in Dollar denominiert ist. Eine schwächere US-Valuta wird vielen Ländern die Kreditaufnahme erleichtern. Vor allem Schwellenländer werden mit ihren Schulden von einer Abwertung des Dollars profitieren. Die Wachstumsstabilisierung wird sich in Verbindung mit einem

US-Anleihenindizes

Quelle: St. Louis Federal Reserve / Grafik: FuW, sb

schwachen Dollar extrem positiv für Schwellenländer auswirken.

Welche Art von Schwellenländeranleihen bevorzugen Sie: Hartwährungs- oder Lokalwährungsobligationen?
In den letzten Jahren schnitten Anleihen in Hartwährung besser ab, da der Dollar Stärke gezeigt hat. Diese Obligationen werden auch diesmal profitieren. Anleger dürften jedoch Lokalwährungsobligationen bevorzugen. Wenn sich der Dollar abwertet, sollte das Schwellenländerwährungen Rückenwind geben. Darüber hinaus bieten Obligationen in Lokalwährung eine ordentliche Realrendite. So sind etwa die Renditen chinesischer Staatsanleihen ziemlich verlockend, da wir eine weitere Aufwertung des Renminbis erwarten.

Was ist mit anderen Vermögenswerten?
Risikoanlagen, die ein hohes Beta zum Markt aufweisen, sollten in einem reflationären Umfeld besonders gut abschneiden. Defensive Ertragswerte wie Bonds mit Anlagequalität – Investment Grade – lieferten in den vergangenen Monaten eine starke Performance, da Anleger sich nicht der Gefahr von Zahlungsausfällen aussetzen wollten. Das Potenzial dieses Marktes scheint jedoch ausgereizt.

Anleger sollten also weniger defensiv investieren?
Ja, so hat der globale Markt für Hochzinsanleihen wohl noch Potenzial für mehr Performance, da die Anleger in Bezug auf die Ausfallraten zu vorsichtig sein könnten. Im Hochzinsbereich ist in den Kreditderivaten, den Credit Default Swaps, global eine kumulierte Quote an Zahlungsausfällen von 10 bis 15% über die nächsten fünf Jahre eingepreist. Momentan liegt die bisher zu beobachtende Ausfallquote unter 5%. Falls sich die Wirtschaftslage dank wirksamen Impfstoffen und einem zyklischen Aufschwung stabilisiert, dürfte dies den Markt veranlassen, von einer geringeren Quote an Ausfällen auszugehen. Das wiederum würde dazu beitragen, dass die Risikoaufschläge von Hochzinsanleihen zurückgehen. In solch einem Umfeld präferieren wir besonders Hochzinsobligationen aus China und Europa.

Wird dieser Aufschwung die Inflation massiv anheizen?
Dass die Teuerung in absehbarer Zeit zu hoch sein sollte, ist kaum vorstellbar. Es gibt aber gute Argumente sowohl für einen Anstieg als auch für einen Rückgang der Inflationsrate. Zu den starken preisdämpfenden Kräften gehört die grosse Produktionslücke in der US-Wirtschaft von etwa 8% des BIP. Das ist ein Niveau nahe demjenigen während der Grossen Depression. Zudem sinken die Einkommenserwartungen. Die rasant wachsende Geldmenge, die hohen Staatsausgaben und ein schwächerer Dollar könnten die Inflation jedoch beschleunigen, besonders wenn sich mit den Impfungen das Wirtschaftswachstum stabilisiert. Darauf sind die Märkte nicht vorbereitet.

Wie würden die Märkte auf eine unerwartet hohe Inflation reagieren?
Die Zinsstrukturkurve könnte steiler werden. Selbst ein kleiner Anstieg der Renditen auf US-Staatsanleihen hätte grosse Auswirkungen, da die Wirtschaft mit all den künstlich am Leben gehaltenen Unternehmen Probleme hat, mit höheren Renditen fertigzuwerden. Die Risikoaufschläge von Unternehmensobligationen würden steigen. Emittenten am Anleihenmarkt könnten dann Schwierigkeiten haben, ihre auslaufenden Schulden zu refinanzieren. Wir könnten dann erhebliche Marktturbulenzen ähnlich wie beim Taper Tantrum 2013 erleben. Das würde das Fed zum Eingreifen zwingen, etwa über eine Steuerung der Zinskurve, wie es in Japan bereits geschieht. Das Fed müsste in solch einem Fall aber schnell genug eingreifen, um allen Schaden abzuwenden.

INTERVIEW: ALEXANDER TRENTIN

Markttechnik

Bitcoin in ein realistisches Licht rücken

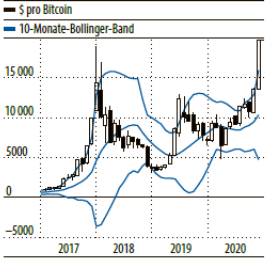
Gewinne bereiten weniger Freude, als Verluste Verdruss verursachen. Das ist die Quintessenz der Prospect Theory von Daniel Kahneman und Amos Tversky. Die Bedeutung dieser Theorie wird oft verkannt. Das asymmetrische Verhältnis zu Gewinn und Verlust führt nämlich zu kognitiven Verzerrungen. Zum Beispiel schätzt man Aktien als risikoreicher ein als Obligationen, weil sie höhere Schwankungen aufweisen. Derweil wurden bis vor kurzem Staatsanleihen sogar als risikolos eingestuft. Mittlerweile hat man erfahren, dass Zahlungsausfälle auch Obligationen öffentlicher Schuldner ereilen können.

Doch immer noch wird das grösste Risiko ausgeblendet: Dass bei Rückzahlung die Kaufkraft geringer sein wird als bei der Zeichnung. Und dass man nicht wissen kann, um wie viel. Der Kaufkraftverlust wird aber nicht als erlittener Verlust ausgewiesen. Damit wird dieser Aspekt gleich behandelt wie die falsche Behauptung, nicht realisierte Kursverluste auf Aktien seien keine Verluste. Kognitiven Dissonanzen sei Dank wird beides weitgehend ausgeblendet.

Dissonanzen vermeiden

Nun zu Bitcoin. Alle Leserinnen und Leser dieser Kolumne wissen um die grossen Kursrückschläge, die Bitcoin immer wieder erlitten hat. Wissen Sie aber auch, dass Bitcoin in der rund zehnjährigen Geschichte mehrere tausend Prozent zugelegt hat? Mir liegen Kurse leider nur bis zum 27. April 2012 vor. Seither ist der Coin in Dollar um 3405% gestiegen. Zum Vergleich legte der MSCI Welt in Dollar in der gleichen Zeit 100% zu, der Nasdaq 100 stieg um 347%, und Gold um 7,2%.

Bitcoin



Quelle: Refinitiv / FuW

Ich bin nicht grundsätzlich für Bitcoin, gegen den Nasdaq 100, den MSCI Welt und Gold. Genauso wenig bin ich grundsätzlich für den Nasdaq 100, den MSCI Welt oder Gold. Es gilt: alles zu seiner Zeit in der richtigen Menge. Und die richtige Menge für Bitcoin ist sicher kleiner als für den Nasdaq 100 oder für den MSCI Welt. Der springende Punkt ist der, dass jeder Trend kaufenswert ist unter der Voraussetzung, dass drei Eigenschaften vorhanden sind: Rechtssicherheit, Transparenz und Liquidität.

Bitcoin ist ein Sonderfall

Rechtssicherheit, davon kann man bei der Blockchain ausgehen, ist gegeben. Transparenz wahrscheinlich auch. Doch Liquidität fehlte in Bitcoin bislang. Sehr grosse Kursausschläge sind Ausweis niedriger Liquidität. Das sieht man überall, so zum Beispiel in kanadischen und australischen Penny Stocks von Gold- und Silberminen, die eine um ein Vielfaches grössere Volatilität aufweisen als die Aktien von Barrick Gold, Newcrest Gold oder Newmont Mining.

Bitcoin wird weiterhin volatiler als Aktien bleiben, und zwar sowohl wegen der niedrigen Liquidität, als auch weil sich über die Jahre viele Ansätze ausgebildet haben, wie man zu Entscheiden hinsichtlich Aktienkäufen gelangen kann. Das führt zu heterogenen Erwartungen, die Liquidität schaffen und Volatilität mildern. Der Zugang zu Bitcoin ist viel einseitiger. So sehr Aktienkurse über lange Zeit von nachvollziehbaren Bewertungen abweichen mögen, so sehr die Bewertungsmethoden variieren mögen, wird niemand bestreiten, dass hinter jeder Aktie irgendein intrinsischer Wert steht. Bei Bitcoin ist das nicht der Fall. Auch Gold ist anders als Bitcoin. Abgesehen von seiner langen Geschichte kann ich mir nicht vorstellen, dass Gold als Bestand von Notenbankbilanzen mit Bitcoin ergänzt oder gar ersetzt wird. Aktuell ist Bitcoin wieder in einer positiven Trendphase, und wenn ich Bitcoins hätte, würde ich einen Stopp setzen bei 14'300 Punkten.

ALFONS CORTÉS www.alfonscortes.com

Die Meinung des Autors muss nicht mit der der Redaktion übereinstimmen.

Meinungen zur Börsenlage

Evonik

Die Investoren dürften weiterhin über die konjunkturell schwierigen nächsten Monate hinausblicken. Der Fokus liegt vor allem auf der zweiten Hälfte des nächsten Jahres, wenn dank Impfstoffen eine starke und nachhaltige Konjunkturerholung einsetzen sollte. Als diversifizierter Chemiekonzern ist Evonik gut positioniert, um von einem breiten Wirtschaftsaufschwung zu profitieren. Da es bei den wichtigsten Erzeugnissen von Evonik keine Anzeichen für deutlich steigende Produktionskapazitäten gibt, dürfte sich die steigende Nachfrage in einem klar höheren Gewinn niederschlagen. Zusätzlich getrieben wird das Gewinnwachstum durch Effizienzsteigerungsmassnahmen. Die Aktie ist attraktiv bewertet und hat weiteres Aufwärtspotenzial, wenn sich die Konjunkturerholung konkretisiert.

SCHWYZER KANTONALBANK

Rotation

Der Ausgang der US-Präsidentschaftswahlen beruhigte die Aktienmärkte weltweit, sie haben sich seither spürbar erholt. Selbst Präsident Trump scheint einen Entscheid des Wahlkollegiums nun zu akzeptieren. Gleichzeitig macht der wohl gespaltene Kongress die US-Politik berechenbarer. Ein zweiter Grund für die höheren Kurse sind die Impfstoffe gegen Covid-19. Die Studienresultate haben die mittelfristigen Wachstumsaussichten der Wirtschaft verbessert. Die Frage, ob die Impfstoffe von genügend grossen Teilen der Bevölkerung akzeptiert werden, ist allerdings noch unbeantwortet. Obwohl beim Brexit selbst eine minimale Lösung noch nicht gefunden wurde und viele gute Nachrichten in den Aktienkursen bereits enthalten sind, dürfte die positive Börsendynamik in den nächsten Wochen anhalten. Dabei gehen wir davon aus, dass sich die aktuelle Sektor- und Regionenrotation fortsetzt.

SWISS LIFE ASSET MANAGERS

Vifor, Iqvia, Dialog

Der Markt scheint derzeit nur eine Richtung zu kennen – nach oben. Es gibt ja in der Tat einige Faktoren, die positiv stimmen, beispielsweise die fallenden Zahlen von Covid-19-Fällen und Unterstützungspakete von Staaten. Das alles riecht nach einem stimmungsvollen Jahresausklang. Übermütig werden sollte man jedoch nicht. Das Risiko für Enttäuschungen (Impfstoffe, Wirtschaftswachstum) sollte nicht unterschätzt werden. Bezüglich der einzelnen Aktien erachten wir die jüngsten Zukäufe und Übernahmespekulationen als interessante Einstiegschance für Vifor. Iqvia, der Anbieter von zukunftsweisender Analytik, Technologielösungen und klinischer Auftragsforschung, gefällt uns ebenfalls. Kaufenswert sind auch die Aktien von Dialog, einem führenden Anbieter von energiesparenden Halbleitern und Sensoren für Kopfhörer, Fitnesstracker, Smartwatches, Notebooks und Tablets.

VT WEALTH MANAGEMENT