

Märkte

Alle Börsen, Devisen, Obligationen, Rohstoffe im Monitor ab Seite 30

- 18 Neue Seidenstrasse sorgt für Bauboom
- 19 Die Investitionsflaute ist vorüber
- 20 Bitcoin-Stresstest ist überstanden

«China ist im Zentrum der nächsten Krise»

Kenneth Rogoff, Professor an der Harvard University, sieht die lange Wirtschaftsflaute überwunden und sagt, wo in Zukunft die grössten Gefahren lauern.

Wenige kennen sich mit der Geschichte von Finanzkrisen besser aus als Kenneth Rogoff. Der hoch renommierte Ökonom der Universität Harvard hat mit seiner Kollegin Carmen Reinhart alle grossen Bankenzusammenbrüche der letzten achthundert Jahre untersucht. Ihr gemeinsames Standardwerk «This Time Is Different» gehört zu den wichtigsten wissenschaftlichen Arbeiten über die Finanzkrise von 2008 und ihre Auswirkungen auf Wirtschaft und Gesellschaft. Was also lässt sich nach bald zehn Jahren aus den Ereignissen lernen, die damals die Welt erschütterten haben? Worin unterscheiden sich die Folgen von anderen Finanzkrisen? Und vor allem: Wie geht es mit der Weltwirtschaft jetzt weiter?

Professor Rogoff, 2018 markiert das Jahr zehn nach der Finanzkrise. Wie schlimm war der letzte Bankencrash rückblickend im historischen Vergleich?

Unsere Forschungen ergeben, dass es nach einer tiefen, systemischen Krise meist acht bis zehn Jahre dauert, bis sich die Konjunktur erholt. Das war dieses Mal nicht anders. Eine Dekade nach der Krise normalisiert sich die Wirtschaft, und wir kommen in eine Phase, in der Produktivität und Investitionen in den nächsten Jahren überdurchschnittlich wachsen.

Das klingt ermutigend. Ist die zähe Konjunkturflaute endgültig überwunden? Ich erwarte, dass Organisationen wie die OECD und der Internationale Währungsfonds die Konjunkturprognosen in den nächsten Jahren fortwährend nach oben korrigieren werden. Das, nachdem sie

«Wir kommen in eine Phase, in der Produktivität und Investitionen überdurchschnittlich wachsen.»

ihren Ausblick in den letzten neun Jahren ständig dämpfen mussten. Der IWF zum Beispiel hat seine Prognose im Oktober erstmals angehoben, nachdem er sie zuvor 27 Mal in Folge gesenkt hatte.

Worauf sollten Investoren jetzt achten? Entscheidend ist, dass die globalen Investitionen steigen. Nach einer langen und tiefen Flaute lässt sich hier eine Belebung beobachten. Die Frage ist nun, ob der Aufwärtstrend bei den Investitionen anhält. Setzt er sich fort, ist das ein gutes Zeichen, dass die Wirtschaft nachhaltig an Dynamik gewinnt.

Gab es denn überhaupt etwas Spezielles an dieser Finanzkrise? Finanzkrisen hinterlassen in den ökonomischen Daten charakteristische Spuren. Die letzte Krise passt dabei ziemlich gut



«Negative Zinsen werden in den nächsten zehn Jahren zum Werkzeugsatz jeder Zentralbank gehören.»

ins Gesamtbild: Wie meistens hatten die Ursachen mit dem Häusermarkt zu tun, worauf das Bankensystem erschüttert wurde und eine lange, beschwerliche Erholung folgte. Was dieses Mal jedoch herausragt, ist die Schuldenkrise in Europa. Sie hat dieser Finanzkrise eine zusätzliche Dimension gegeben.

Wie meinen Sie das? Die gravierenden Schwierigkeiten, in die manche Länder Europas gerieten, sind bemerkenswert. Die Krise in Griechenland etwa gehörte zu den schlimmsten der letzten hundert Jahre und ist mit der Grossen Depression vergleichbar. Auch Italien, Spanien, Portugal und Irland traf es extrem hart. Zu der Misere der Dreissigerjahre gibt es aber einen wichtigen Unterschied: Das Wohlstandsniveau war damals wesentlich tiefer, was Vergleiche erschwert. Auch haben die Behörden dieses Mal besser reagiert.

Dazu gehörten vor allem Rettungsaktionen für Grossbanken wie Citigroup, Royal Bank of Scotland und UBS. Wie gesund ist das Finanzsystem heute?

In den meisten Ländern ist das Bankensystem heute recht gesund und weniger fragil als 2007. Weniger gut sieht es hingegen bei der Finanzierung von Wachstum aus. Die Regulierungsdichte im Bankensektor hat sich derart vergrössert, dass viele kleine und mittelgrosse Unternehmen Mühe haben, Kredit aufzunehmen. Eine viel bessere Lösung als die aktuelle

Zur Person

Kenneth Rogoff zählt zu den einflussreichsten Ökonomen der Welt. **Vor seiner Tätigkeit als Professor für Volkswirtschaft an der US-Eliteuniversität Harvard war er Chefökonom des IWF.** Für Aufsehen hat er zuletzt mit seinem Buch «The Curse of Cash» gesorgt, in deutscher Fassung 2016 unter dem Titel «Der Fluch des Geldes» erschienen. Rogoff spricht sich darin für die Abschaffung grosser Banknoten aus. **Das soll Kriminalität erschweren und negative Zinsen effektiver machen.** Rogoff ist in Rochester aufgewachsen und hat am Massachusetts Institute of Technology (MIT) doktoriert. Der 64-Jährige trägt im Schach den Titel eines Grossmeisters, der höchste Rang neben dem Weltmeistertitel.

Situation wäre deshalb der Ansatz der Stanford-Ökonomin Anat Admati und ihres deutschen Kollegen Martin Hellwig, die für weniger Regulierung, aber mehr Eigenkapital bei den Banken plädieren.

Müssen wir uns also keine Sorgen mehr um eine erneute Bankenkrise machen? In Europa gibt es immer noch einige Probleme. Die einzige bedeutende Region, die hinsichtlich des Konjunkturzyklus aus dem Rahmen fällt, ist aber China. China ist der Topkandidat, um im Zentrum der nächsten grossen Finanzkrise zu sein.

Weshalb ist China exponiert?

Die chinesischen Behörden unternehmen zwar alles, um eine Krise zu verhindern. Auch gibt es in China keine echten Privatkonzerne, sodass die Regierung viel schneller eingreifen kann als im Westen. In der chinesischen Wirtschaft bestehen jedoch weiterhin grosse Ungleichgewichte, weil sich das Land zu stark auf Exporte und Investitionen verlässt. Zudem ist es schwer abhängig von Krediten. Kommt es in China zu finanziellen Schwierigkeiten oder nur schon zu einer Verlangsamung des Kreditwachstums, ist die Gefahr einer Krise daher gross.

Auch in den westlichen Ländern ist die Verschuldung aber nach wie vor enorm hoch. Gleichzeitig sind jedoch auch die Realzinsen phänomenal tief, und es sieht alles danach aus, dass sie vorerst tief bleiben. Das macht die Schulden gut tragbar.

Warum sind die Zinsen denn noch immer derart tief?

Das verstehen Ökonomen bis heute kaum. Wenn sich das Wachstum in den USA, in Deutschland, Frankreich und Nordeuropa künftig aber erheblich beschleunigt, könnte das zu einem globalen Zinsanstieg führen. Die Frage ist dann, was mit einem Land wie Italien passiert, wenn es an dieser Expansion nicht teilhat. Italien könnte dann sogar in eine klassische Schuldenkrise rutschen wie Lateinamerika in den Achtzigerjahren. Auch damals nahm das Wachstum in den wohlhaben-

den Teilen der Welt markant zu, wodurch die globalen Realzinsen stiegen. Das hatte zur Folge, dass Staaten wie Brasilien, Argentinien und Mexiko ihre Schulden nicht mehr finanzieren konnten. Dieses Problem hat Italien zurzeit aber nicht, weshalb sich kaum jemand darüber sorgt.

Sorglosigkeit herrscht auch an der Börse. Wie gross ist das Risiko angesichts der hohen Aktienbewertungen, dass es zu einer Korrektur kommt?

Dass sich die Börsen auf hohem Niveau bewegen, hat grösstenteils mit derselben Ursache zu tun wie bei den Schulden: Beides sind Reflexionen der historisch tiefen Zinsen. Die Renditen waren zwar beispielsweise auch während der Fünfziger- und der Sechzigerjahre sehr niedrig. Damals wurden die Anleihemärkte aber überwiegend staatlich kontrolliert, und es herrschte starke finanzielle Repression.

Zentralbanken wie die EZB und das Federal Reserve greifen seit der Krise aber massiv in die Märkte ein. Jetzt wollen sie ihre Stimulusmassnahmen reduzieren oder rückgängig machen. Wird das gutgehen? Stimulusprogramme wie Quantitative Easing waren in den USA ein reines Täuschungsmanöver. Diese QE-Programme konzentrierten sich vorab auf den Kauf von US-Staatsanleihen, womit Geld bloss innerhalb des Staatsapparats von der Notenbank zum Schatzamt transferiert wurde. Es wird die Wirtschaft deshalb auch nicht beeinträchtigen, wenn das Fed die QE-Programme mit dem Abbau der Bilanz rückgängig macht.

«Italien könnte in eine klassische Schuldenkrise rutschen wie Lateinamerika in den Achtzigerjahren.»

Was erwarten Sie vom neuen Fed-Chef Jerome Powell, wenn er seinen Posten Anfang Februar antritt?

Powell ist eine sehr gute Wahl für die Nachfolge von Janet Yellen. Obwohl er einen juristischen Hintergrund hat, kennt er sich in ökonomischen und regulatorischen Fragen bestens aus. Ich erwarte daher keine grosse Änderung der US-Geldpolitik. Präsident Trump will aber unbedingt, dass die Zinsen tief bleiben, weil sonst die Hausse an der Börse gefährdet sein könnte, die er sich so gern als Verdienst anrechnet. Entscheidend ist damit, wie Trump reagiert, wenn die Inflation anzieht und sich das Fed veranlasst sieht, die Zinsen zu erhöhen. Denkbar ist, dass er Powell dann wie Aussenminister Rex Tillerson behandelt und ihn

FORTSETZUNG AUF SEITE 19

Anzeigen

Hochgelobte Investments. Tiefgründig analysiert.

FINANZ und WIRTSCHAFT
fuw.ch

Die Revolution geht weiter!

Diversifizieren Sie Ihr Kryptowährungsportfolio unter swissquote.com/crypto

Swissquote Bank

SWISS ROCK

INVESTIEREN SIE, WO MAN ZU 21 000 BONDS EINE KLARE MEINUNG HAT.

Wissenschaftlich fundierte Anlagekompetenz über 6000 Aktien und 21000 Obligationen. 100% Schweiz. 100% Kundenorientiert. 100% Co-Investing. www.swiss-rock.ch

Die Investitionsflaute ist vorüber

Letztes Jahr sind die globalen Kapitalinvestitionen endlich wieder gewachsen. Vor allem der IT-Sektor treibt die Erholung voran.



Apple plant, mit repatriertem Kapital über 20 000 neue US-Jobs zu schaffen.

FRANK HEINIGER, New York

Ein riesiger Erfolg für die amerikanischen Arbeiter und die USA! So kommentierte Präsident Trump – in gewohnt bescheidenem Manier – die Ankündigung Apples, 30 Mrd. \$ in den Standort USA investieren zu wollen (vgl. Textbox unten). Zwar dürfte die Möglichkeit, US-Auslandguthaben steuerbegünstigt repatriieren zu können, tatsächlich rege genutzt werden. Hoffnungen, dass die geschätzten 2,6 Bio.\$ schwergewichtig als Investitionen in die Realwirtschaft fließen, dürften allerdings enttäuscht werden. Dabei hätten sowohl die USA als auch viele weitere Industrie- und Schwellenländer einen Investitionsschub dringend nötig. Zwar zogen nach der Finanzkrise die globalen Kapitalausgaben (Capex) kurzzeitig an. Bereits 2013 setzte jedoch erneut eine Flaute ein, die mehrere Jahre bestehen blieb (vgl. Grafik 1). Dieses Tief war zwar auch der Schwäche in den Sektoren Energie und Rohstoffe geschuldet, was sich unter anderem im sinkenden Capex-Anteil der Schwellenländer manifestiert (vgl. Grafik 2). Doch bleibt das Bild selbst dann trist, wenn man die beiden Bereiche aus der Analyse herausrechnet.

Fehlendes Vertrauen

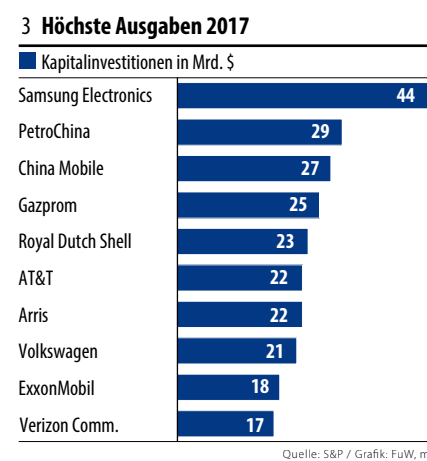
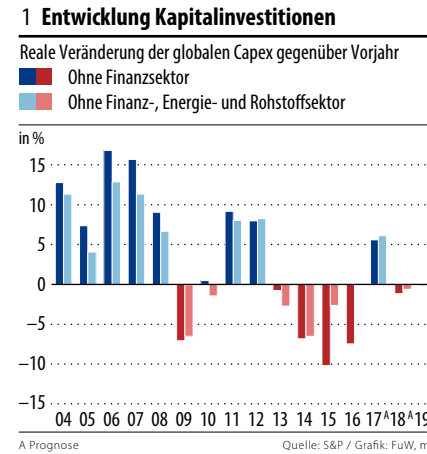
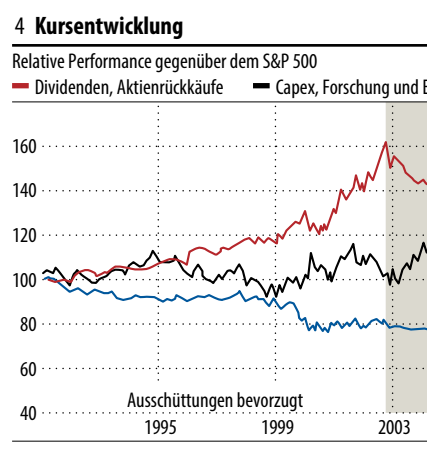
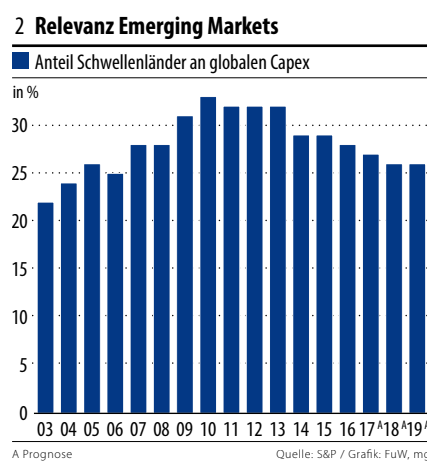
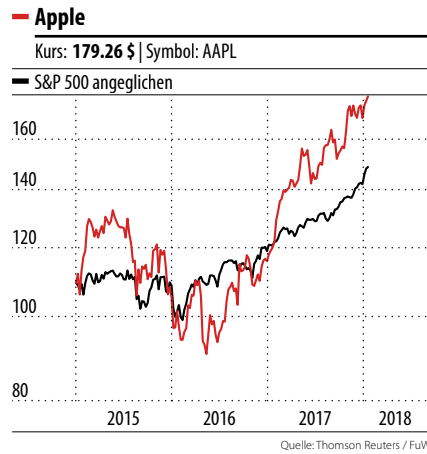
Die Analysten von Morgan Stanley gehen davon aus, dass Zweifel an der Nachhaltigkeit der Konjunkturerholung viele Firmen davon abgehalten hat, grössere Summen locker zu machen. Zudem habe der Investitionsboom in den Nullerjahren vor allem in Schwellenländern wie China zu Überkapazitäten geführt.

Nun scheint sich das Blatt aber endlich zu wenden: Laut Schätzungen von Goldman Sachs sind die globalen Kapitalinvestitionen im abgelaufenen Jahr real um 4% gewachsen. Auch dank dem südkoreanischen IT-Giganten Samsung Electronics, der mit Capex von 44 Mrd. \$ erstmals die Weltrangliste anführt (vgl. Grafik 3) – und dabei mehr investierte als die beiden Energieriesen Royal Dutch Shell und ExxonMobil zusammengenommen.

Zur allgemeinen Capex-Erholung trägt laut Goldman Sachs bei, dass die Hemmnisse langsam aber sicher schwinden. So notieren Konjunktur-Frühindikatoren wie die Einkaufsmanagerindizes (PMI) in praktisch allen Regionen auf hohem Niveau, was das gestiegene Vertrauen untermauert (vgl. www.fuw.ch/200118-10). Auch zeigen die Bemühungen Chinas, ineffiziente Produktionskapazitäten stillzulegen, immer mehr Wirkung.

Die künftige Entwicklung wird allerdings von deutlichen Sektorunterschieden geprägt sein: Gemäss Prognosen von Goldman Sachs dürften bis 2019 die Subsektoren Internet, E-Commerce, Hardware und Software das höchste Capex-Wachstum erfahren. Mit rückläufigen Investitionen ist dagegen etwa in den Bereichen Pharma, Versorger und Telecom-Infrastruktur zu rechnen.

Dass gerade Tech-Giganten wie Alphabet (Google), Facebook, Alibaba oder Microsoft mit massiven Investitionen aufwarten, ist vor allem darauf zurückzuführen, dass sie verstärkt in neue, kapitalin-



tensivere Tätigkeitsfelder wie Automobil, Detailhandel und Pharma vordringen (vgl. www.fuw.ch/200118-11).

Kurzer Zwischenhalt

Ein bisschen skeptischer als Goldman Sachs zeigen sich die Analysten von Standard & Poor's (S&P): Sie gehen zwar ebenfalls davon aus, dass die Investitionsflaute definitiv hinter uns liegt. Nach der Erholung 2017 dürfte sich nun aber zuerst ein Seitwärtstrend einstellen (vgl. Grafik 1). Zudem sei schwierig abzuschätzen, welche Wirkung die Investitionsoffensive der grossen Tech-Konzerne entfaltet. Gerade weil es sich oft um neue, unerprobte Geschäftsfelder handle, könne nicht garantiert werden, dass die Engagements auch positive Renditen abwerfen.

Eine grosse Unbekannte im Capex-Ausblick bleiben derweil die USA. Wie im konkreten Fall von Apple ist fraglich, ob die repatriierten Mittel tatsächlich zur Stärkung des Binnenstandorts eingesetzt werden – oder ob es bei wohlklingenden

Versprechen bleibt. Bereits 2004 hatte der damalige US-Präsident George W. Bush erlaubt, die im Ausland angehäuften Überschüsse zu einem reduzierten Steuersatz von 5,25% zurückzuführen. Tatsächlich holten US-Konzerne im gegebenen Zeitfenster über 300 Mrd. \$ zurück, was ungefähr dem Fünffachen des damals üblichen Volumens und fast der Hälfte aller Auslandguthaben entsprach.

Nur: Laut einer Untersuchung des National Bureau of Economic Research floss davon kaum etwas in die Realwirtschaft zurück – obschon dies der American Jobs Creation Act of 2004 eigentlich vorschrieb. Vielmehr wurden pro repatriierten Dollar zwischen 60 und 92 Cent über Dividenden und Titelmrückkäufe an die Aktionäre ausgeschüttet. Diese negative Erfahrung galt später auch als Hauptargument, weshalb sich die Obama-Regierung den Forderungen grosser US-Konzerne nach einem weiteren «Tax Holiday» widersetzte.

Anleger honorieren Capex

Im Unterschied zu 2004 könnten zwei Faktoren die US-Investitionsaktivität aber tatsächlich begünstigen: Erstens bekommen US-Unternehmen im neuen Steuergesetz die Möglichkeit, Kapitalinvestitionen gleich im ersten Jahr komplett abzuschreiben. Zweitens scheinen die Anleger langsam aber sicher zur Einsicht zu gelangen, dass allein mit «Financial Engineering» die langfristige Wettbewerbsfähigkeit eines Konzerns nicht gesichert wird.

Diesen Schluss lässt jedenfalls die relative Kursentwicklung zu: Zwischen 2011 und 2016 erzielten Unternehmen, die Aktien zurückkauften und hohe Dividenden ausschütteten, gegenüber dem Gesamtmarkt eine deutliche Überperformance (vgl. Grafik 4). Doch inzwischen wird wieder honoriert, wer über Capex und Forschungs- und Entwicklungsausgaben in die eigene Wettbewerbsfähigkeit investiert. «Die Anleger dürften auch in den kommenden Monaten solche Gesellschaften belohnen», ist David Kostin, Chef-US-Aktienstrategie von Goldman Sachs, überzeugt.

Reform hilft primär Aktionären

Als erster bedeutender US-Konzern hat Apple auf die Steuerreform von Präsident Donald Trump reagiert: Zur Wochenmitte gab der kalifornische Tech-Gigant bekannt, einen Grossteil der riesigen Auslandguthaben steuerbegünstigt in die USA zurückzuführen zu wollen. Das konkrete Volumen wurde dabei zwar nicht genannt. Gemäss RBC Capital Markets dürfte es sich nach ABC der Nachzahlung aber um einen Betrag von rund 207 Mrd. \$ handeln.

Mit gehörigem Pathos sprach CEO Tim Cook von der grossen Dankbarkeit und Verantwortung, die man gegenüber dem amerikanischen Volk verspüre: «Apple ist eine Erfolgsgeschichte, die so nur in Amerika möglich war.» Über die kommenden fünf Jahre werde man deshalb über 30 Mrd. \$ in den Standort USA investieren und über 20 000 Stellen schaffen. Konkrete Investitionsprojekte wurden nicht genannt

– ausser, dass 10 Mrd. \$ direkt in den Bau lokaler Datenzentren fließen sollen. Die neuen Zusatzausgaben von rund 6 Mrd. \$ pro Jahr stehen im Verhältnis zu bereits geplanten Capex 2018 von rund 16 Mrd. \$.

Der medienwirksamen Inszenierung von Cook und Trump zum Trotz kommt die Rückführung vor allem den Apple-Teilhabern zugute. Neben dem Abbau von Fremdkapital dürfte der Löwenanteil des Kapitals dazu eingesetzt werden, eigene Valoren zurückzukaufen und eine höhere Dividende auszuschütten.

Dass das Steuerpaket von Donald Trump grundsätzlich vor allem Aktionären hilft, legten diese Woche auch Aussagen von Brian Moynihan nahe: Der CEO der Bank of America erklärte im Conference Call unumwunden, den Grossteil der Steuerbegünstigungen entweder für Titelmrückkäufe oder Dividenden nutzen zu wollen.

Fortsetzung von Seite 17

«China ist im Zentrum...»

konstant unterminiert. Aus institutioneller Sicht mache ich mir über dieses Risiko grosse Sorgen.

Und wie geht es in Europa mit der Geldpolitik weiter?

Quantitative Easing wirkt in der Eurozone anders als in den USA. Das QE-Programm zu stoppen, wird für die EZB zur enormen Herausforderung, denn es ist eine Subvention des Südens durch den Norden. Spanien, Portugal und Italien erhalten unter dem Tisch massive Kredite von Deutschland und Frankreich. Wenn die EZB das Programm nun zurückfährt, braucht es deshalb einen Ersatz, zum Beispiel eine Art Eurobond.

«Das QE-Programm zu stoppen, wird für die EZB zu einer enormen Herausforderung.»

Hinzu kommt, dass die Zinsen in Europa weiterhin negativ sind. Könnte das dauerhafte Schäden hinterlassen? Das halte ich für unwahrscheinlich. Irgendwann wird es aber erneut zu einer schweren Rezession oder zu einer Finanzkrise kommen – und wenn sich die Behörden nicht darauf vorbereiten, wird es noch viel schlimmer als beim letzten Mal. Das, weil die Zentralbanken auf diesem tiefen Zinsniveau weniger Spielraum haben. Wie sich gezeigt hat, bringen Massnahmen wie Quantitative Easing zudem wenig, und andere Ideen wie Helikoptergeld sind absurd. Rund um den Globus werden Staaten deshalb Vorbereitungen treffen, die Zinsen in der nächsten Krise noch viel tiefer in den negativen Bereich zu drücken, denn das ist die eleganteste Lösung.

Was bedeutet das genau?

Negative Zinsen werden in den nächsten zehn Jahren zum Werkzeugsatz jeder Zentralbank gehören. Unter den derzeitigen Rahmenbedingungen ist ihre Wirkung jedoch begrenzt, weil grosse Marktakteure Bargeld horten können. Das lässt sich aber einfach ändern: Phy-

«Die Wahrscheinlichkeit ist gross, dass Kryptowährungen reguliert und damit unterhöhlt werden.»

sisches Geld in Form von Münzen und Banknoten verliert in der Realwirtschaft zusehends an Bedeutung. Das wird es Regierungen erleichtern, grosse Banknoten abzuschaffen oder Depositen von Bargeld zu besteuern.

Mit Kryptowährungen wie Bitcoin lässt sich ein Verbot von Bargeld aber bereits heute umgehen.

Die Regierungen werden nicht zulassen, dass Kryptowährungen in grösserem Umfang anonym oder nahezu anonym gehandelt werden, denn das begünstigt Steuerhinterziehung, Korruption und Kriminalität generell. In der Geschichte des Geldes kamen Innovationen zwar meist aus dem Privatsektor. Am Ende ist es aber immer der Staat, der Geld legitimiert und reguliert.

Droht den Kryptowährungen damit das gleiche Schicksal?

Bitcoin ist eine klassische Blase. Gewisse Elemente der Technologie sind wertvoll. Ein Bitcoin wird in zehn Jahren aber eher 10 \$ als 10 000 \$ wert sein. Die Wahrscheinlichkeit ist gross, dass Kryptowährungen reguliert und damit letztlich unterhöhlt werden. Im besten Fall passiert mit Bitcoin das Gleiche wie mit Myspace. Das war zwar das erste soziale Netzwerk. Doch heute ist es weitgehend in Vergessenheit geraten, weil Facebook den Markt aufgerollt hat.

INTERVIEW: CHRISTOPH GISIGER
Los Angeles