

# «Irgendwann müssen wir die Zeche für all dem

Mit ihrer ultraexpansiven Geldpolitik haben die Zentralbanken die Anleger lange in «die beste aller Welten» befördert. Nun mehren sich aber die

Anfang des Jahres waren die Investoren sehr optimistisch, jetzt ist manchmal von der Gefahr einer Schwellenländerkrise wie 1998 die Rede. Was denken Sie?

**Otto Waser:** In den Wirtschaftszahlen sieht man eigentlich nichts dergleichen. In der Euro-Zone stabilisiert sich die Konjunktur nach einer Schwächeperiode, in den USA entwickeln sich die Unternehmensgewinne sehr gut. Man sieht gewisse Bedrohungen durch einen möglichen Handelskrieg. Die Verfassung der Emerging Markets ausserhalb der Risikoländer Türkei, Argentinien und Brasilien ist einigermaßen in Ordnung. Es fallen zwar einzelne Dominosteine um, aber das ist noch nicht das Ende des Zyklus.

**Nannette Hechler Fayd'herbe:** Das Stimmungsbild scheint sich abzukoppeln von dem, was die Daten aussagen. Die Wirtschaftsdynamik ist im ersten Quartal etwas abgeflaut, aber auf sehr hohem Niveau.

**Harald Preissler:** Wir kommen aus der besten aller Welten. Die vergangenen Jahre waren für die Anleger und die Wirtschaft mit beachtlichem Wirtschaftswachstum, hohen Aktienkursen, tiefen Zinsen und Risikoprämien hervorragend. Politische Schocks wie der Brexit oder die Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten wurden gut überstanden, trotzdem hat sich abgezeichnet, dass die Stimmung nun drehen könnte. Die Anleger werden immer nervöser, und es kommt zu Gewinnmitnahmen. Viele realisieren, in welcher ausgeprägten Situation wir sind, die Bewertungen sind in allen Marktsegmenten hoch. Deswegen braucht es nicht viel, und es gibt einen Taucher.

**Daniel Kalt:** Im vergangenen Jahr gab es ein «Goldlöckchen-Szenario». 2016 und

ten viel mehr Gewinner und Verlierer, manche Aktien profitieren von steigenden Zinsen, und andere werden belastet. Die Schwellenländermärkte reagieren typischerweise, wenn die Zinsen auf ein gewisses Niveau gestiegen sind.

**Preissler:** Die Geldpolitik unterliegt einem Trugschluss. Die Zentralbanken haben in den letzten Jahren einen Kontrollwahn entwickelt, die Anleger in Watte gepackt und glauben nun sogar, diese Politik noch bis zum Sankt-Nimmerleins-Tag fortsetzen zu können. In letzter Zeit haben aber die Devisenmärkte angefangen, das Ruder in die Hand zu nehmen. Es kam zu grösseren Ausschlägen beim chinesischen Yuan und bei der türkischen Lira.

**Kalt:** Das Fed weiss, dass es bei den Zinserhöhungen nicht zu aggressiv vorgehen sollte, weil die Schwellenländer ein schwaches Glied in der Kette sind. Schon nach der ersten Zinserhöhung im Jahr 2013 stieg die Volatilität in den Schwellenländern, deswegen zögerte das Fed ein ganzes Jahr mit der zweiten. Derzeit dürfte es diesen Zyklus noch zwei bis drei Jahre laufen lassen wollen. Die Zinsen behutsam und ohne «Unfälle» zu erhöhen, das ist die grosse Kunst. Das Fed hat neben Preisstabilität und Vollbeschäftigung ein implizites drittes Mandat: die globale Finanzmarktstabilität.

**Preissler:** Der frühere Fed-Präsident Ben Bernanke hat in den Jahren 2005 und 2006 auch gedacht, er werde die Zinsen in kleinen Schritten erhöhen, um möglichst niemandem weh zu tun. Man weiss aber nicht, wann es anfängt zu schmerzen. Die Zinsänderung ist bis jetzt in den USA ungefähr genauso gross wie vor dem Ausbruch der Finanzkrise. Die Folgen dürften wir nach den Auswirkungen auf die Devisenmärkte bei den Hochzinsanleihen bemerken, und wenn mehr und mehr solche Dominosteine umfallen, wird es schwierig.

**Waser:** Bei den Zinserhöhungsphasen des Fed seit den 1970er Jahren fällt auf, dass es während dieser Phasen keine wirkliche Aktienkorrektur gegeben hat – wenn man vom Crash 1987 absieht. Das Risiko für die Aktienmärkte hat folglich nicht während des Zinserhöhungszyklus bestanden, sondern sobald das Fed damit aufgehört hat. Zwei bis fünf Quartale danach folgte meist eine Rezession.

*Sind die Wertpapiere aufgrund des monetär geschaffenen «Goldlöckchen-Szenarios» teuer, und wie können Anleger darauf reagieren?*

**Kalt:** Ich bin mir nicht so sicher, ob die Bewertungen an den Aktienmärkten wirklich so exzessiv hoch sind, wie immer behauptet wird. Schliesslich sind die Gewinne der US-Unternehmen jüngst stark gestiegen. Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse liegen derzeit im Bereich von 16 oder 17, bei Schwellenländer-Unternehmen zwischen 11 und 12.

*Wenn man die Bewertung der Unternehmen auf deren Umsatzentwicklung bezieht, sieht es aber anders aus...*

**Waser:** Für uns ist die zentrale Frage: Gibt es Indikatoren, die uns zeigen, dass irgendwann in den nächsten zwölf bis achtzehn Monaten eine Rezession ansteht?

**Hechler:** Bei der Analyse von Wirtschaft und Finanzmärkten ist es wichtig, auf etwaige Ungleichgewichte zu achten. Dies gilt besonders für die Kredit- und die Immobilienmärkte. Im Moment sehen wir dort keinen Grund für grössere



Daniel Kalt, Chefökonom der UBS.



Otto Waser, Partner der R & A Group.

## «Die globale Finanzmarktstabilität ist das dritte Mandat des Fed.»

Daniel Kalt

2017 hat sich das Wachstum der Weltwirtschaft beschleunigt, und in den USA ist die Inflation zurückgegangen. Wir haben dort nun ein Gewinnwachstum von fast 20%, und da sich der S&P-500-Index seitwärts entwickelt hat, sind die Bewertungen der Unternehmen sogar attraktiver geworden. Die Stimmungskennzeichen «mitten sich» nach einer extremen Phase auf normalem Niveau ein. Im Handelsstreit zwischen den USA und China gibt es erste Anzeichen für eine Eskalation. Gefährlich würde es, wenn Trump das wirklich durchziehen sollte.

*Die US-Notenbank Federal Reserve hebt den Leitzins an, die Geldmenge geht zurück. Kippt nun die Stimmung?*

**Hechler:** Das ist der zentrale Punkt. Die Geldpolitik der Zentralbanken normalisiert sich. Plötzlich gibt es an den Mär-

## Daniel Kalt

Daniel Kalt ist seit dem Jahr 2010 Chefökonom Schweiz bei der Grossbank UBS. Er ist verantwortlich für alle Research-Produkte von UBS Schweiz. Seit 2012 ist er regionaler Chief Investment Officer Schweiz bei der Grossbank UBS. Kalt ist seit 1997 bei der UBS. Er studierte Volkswirtschaft an der Universität Zürich und promovierte an der Universität Bern.

## Otto Waser

Otto Waser ist seit der Gründung der R & A Group im Jahr 2001 Partner bei diesem Unternehmen. Davor arbeitete er bei der Bank Julius Bär als Chief Investment Officer und war zuständig für das Investment Research und das Portfoliomanagement. Von 1987 bis 1993 war Waser bei der Bank JP Morgan. Er ist diplomierte Volkswirtschaftler der Universität Zürich.

Besorgnis. Zudem ist zu beachten, dass sich der Aufbau der Wirtschaft und der Aktienmärkte mit der Zeit verändert. So bewegen sich Schwellenländer-Aktienmärkte derzeit rasant in Richtung Technologie. Die Sektoren-Zusammensetzung eines Aktienmarkts ist für uns ein ganz wichtiges Kriterium.

**Preissler:** Hohe Bewertungen werden im Aufschwung höher und tiefe im Abschwung tiefer. Wir müssen den Zyklus analysieren und uns fragen, wo wir stehen. Die Zinsstrukturkurve hat sich gerade in den USA markant verflacht. Viele warten nur darauf, dass sie invers wird, denn das war in der Vergangenheit oft ein Indikator für eine Rezession. Wenn sie also ein Frühindikator ist, sind wir schon recht weit in dem Prozess. Bei der US-Konjunktur lässt das Momentum nach. Mittelfristig schliesse ich mich dem eher optimistischen Grundton hier an, in Bezug auf die nächsten sechs bis zwölf Monate eher nicht. In der letzten Dekade haben die meisten Anleger gelernt: «Sofort kaufen, wenn es 10% runtergeht!» Die Volatilität ist immer noch extrem tief. Aber im Februar haben wir erlebt, wie schnell sich das ändern kann.

*Der Kollaps eines Volatilitätszertifikats hat damals für Wirren gesorgt. Ist der Markt zu einseitig positioniert, was die Volatilität angeht?*

**Preissler:** Fast alle Multi-Asset-Konzepte, die in den letzten Jahren entwickelt wurden, enthalten eine starke Volatilitätskomponente. Ausgehend von einem extrem tiefen Niveau beim Volatilitätsindex (VIX), kann man sich vorstellen, was sich da entladen kann. Nach einem exogenen Schock stehen die Börsen plötzlich 20 bis 30% tiefer.

**Waser:** Aus meiner Sicht ist es ein Mythos, dass tiefe Volatilität mit Fahrlosigkeit der Anleger gleichzusetzen ist. Tiefe Volatilität bedeutet ein geringes Risiko, dass in den nächsten zwölf Monaten an der Börse etwas Schlimmes passiert. Hohe Volatilität bedeutet ein höheres Risiko. Ich würde wegen der tiefen Volatilität keine zu extreme Prognose machen.

*Die Wahl in Frankreich war 2017 ein Thema, nun schauen die Anleger nach Italien. Sind politische Risiken wichtig?*

**Preissler:** Ja. In den Niederlanden und in Frankreich kam alles nicht so schlimm wie befürchtet. Jetzt haben wir in Italien eigentlich die schlimmste Befürchtung,

nämlich, dass sich die neue italienische Regierung ähnlich gebärdet wie Trump und sagt: «Was haben wir eigentlich zu verlieren? Wir haben die höchsten Schulden, wir sind ein grosses Land, die anderen müssen auf uns Rücksicht nehmen.» Aber auch in Deutschland sitzt Angela Merkel nicht mehr fest im Sattel. Deshalb kann es in der nächsten Euro-Krise keine einfache Nacht-und-Nebel-Rettungsaktion geben wie bei Griechenland, der politische Widerstand wäre viel grösser.

*Das heisst im Prinzip, dass dann der Euro gefährdet wäre?*

**Preissler:** Wenn Italien aus der Währungsunion austreten würde, wäre der Euro nicht automatisch tot. Es ist aus meiner Sicht ohnehin sehr wahrscheinlich, dass er sich irgendwann einmal verändern wird. Deswegen muss er aber nicht gleich sterben.

**Kalt:** Das Szenario des Austritts Italiens

## «Die Inflation ist nicht tot, sie kann noch kommen.»

Otto Waser

aus der Währungsunion ist so desaströs, dass es nicht dazu kommen wird – es wird nicht zugelassen. Im Fall Griechenland haben wir schon einmal den politischen Willen unterschätzt, die Euro-Zone zusammenzuhalten. Die grösste Gefahr für die Märkte kommt nicht aus Europa, für mich bergen die Geldpolitik des Fed und der potenzielle Handelskrieg grösseres Risikopotenzial.

**Hechler:** Die politischen Risiken haben als Quelle von Unsicherheit ihr Comeback gegeben. Lange haben sich die Anleger kaum um sie gekümmert, seit ein, zwei Jahren reagiert der Markt aber deutlich darauf. Tatsächlich muss analy-

siert werden, was davon in Wirtschaftspolitik mündet. Was in Italien interessant war: Als es um die Mitgliedschaft Italiens in der Euro-Zone ging, sind dort die Renditen sofort stark gestiegen.

*Was tun die Notenbanken in der nächsten Welle der Krise?*

**Preissler:** Sie kaufen Aktien oder erfinden etwas Neues. Bis es dazu kommt, wird es aber länger dauern als beim letzten Mal. Die Zentralbanken haben nun wegen anziehender Inflation einen Zielkonflikt, den sie erst verarbeiten und kommunizieren müssen. Der «Tick länger» birgt das Risiko, dass sich in dieser Zeit an den Börsen etwas aufschaukelt. **Hechler:** Main Street und Wall Street bewerten die Lage sehr unterschiedlich. Die Unternehmer sind noch sehr optimistisch – selbst in Branchen mit möglichen Handelsfraktionen. Die Auftragsbücher seien voll, auch in Bezug auf Europa; dort ist die Stimmung der Konsumenten so gut wie lange nicht mehr.

*Wann antizipieren Notenbanken und Märkte enge Arbeitsmärkte, anziehende Produzentenpreise und Arbeitskosten?*

**Waser:** Die Märkte antizipieren erstaunlich wenig. Die Tatsache, dass wir in den letzten zwanzig Jahren keine Inflation hatten, heisst aber nicht, dass sie nicht noch kommt.

*Die Märkte nehmen nichts vorweg, sind einseitig positioniert und funktionieren ohne die vielen Market-Maker nicht mehr wie früher. Wie sollen da alle gleichzeitig Risiken abbauen?*

**Preissler:** Das letzte Börsenhoch vor der jüngsten Finanzkrise war Ende 2007 zu verzeichnen, dann ging es schnell. Auch damals hatten die Unternehmen noch volle Auftragsbücher, obwohl der Abschwung gemäss Frühindikatoren schon 2006 begonnen hatte. Heutzutage hat das Momentum in der Realwirtschaft nach unten gedreht, und es gibt verschiedene Risikofaktoren, die beachtet werden müssen. Denn sie können im Zusammenspiel eine gefährliche Kraft entfalten.

**Kalt:** Die Realwirtschaft wächst so breit wie lange nicht. In den letzten dreissig Jahren gab es nur sechs, in denen alle G-20-Staaten gleichzeitig gewachsen sind. 2017 war eines, und 2018 wird wohl ein weiteres. Wir sind also in einer «Supersituation», die Gefahren aber nehmen zu. Im S&P 500 hat das letzte Jahr vor einem grösseren Rückschlag im

# «Leichtsinn bezahlen»

Warnsignale. Anlagechefs von Banken und Vermögensverwalter sagen, worauf sie im derzeitigen Finanzmarktumfeld besonders achten



Nannette Hechler-Fayd'herbe, Leiterin Investment Strategy bei der CS.



Harald Preissler, Chief Investment Officer bei Bantleon.

BILDER: SIMON TANNER/NZZ

Durchschnitt der letzten neunzig Jahre ein Plus von 22% gebracht.

**Hechler:** Welcher Anleger kann die Märkte schon richtig «timen»? So gilt es, gut diversifiziert in verschiedene Anlageklassen zu investieren. Tatsächlich ist der Zinsanstieg in den USA wohl schon recht weit fortgeschritten, und die Zinskurve ist relativ flach.

*Wird das Fed bei der Zinspolitik Rücksicht auf die Dollar-Schuldner in aller Welt nehmen?*

**Preissler:** Entscheidend ist die Frage, ob Dinge wie die Kursturbulenzen in der Türkei die Wall Street belasten. Dann könnte es etwas tun. Allerdings nur zögerlich, weil es ja auch auf die Inflation schielt. Das Fed weiss, dass der Lohndruck in den USA höher ist als statistisch ausgewiesen, es sieht aber auch konjunkturelle Veränderungen. Wir sind wohl nahe am Ende des Zinserhöhungszyklus, und dann wird es schwierig – auch an den Devisenmärkten.

*Was heisst das für den Dollar?*

**Hechler:** Der Dollar wird normalerweise stärker, wenn der Markt mit steigenden US-Zinsen rechnet. Allerdings decken sich die Erwartungen der Anleger und das Kursniveau inzwischen weitgehend mit dem, was das Fed signalisiert. Neue Impulse müssten nun aus der Euro-Zone kommen. Das Ende der Wertpapierkäufe und die Aussicht auf erste Zinsschritte sollten zusammen mit den Überschüssen in der Leistungsbilanz den Euro stärken. Im Basisszenario sind die Zinserhöhungen in Europa noch nicht im Marktpreis enthalten, und im Risikoszenario kann das Fed den Leitzins senken: Beides würde eher für den Euro sprechen.

*Was wäre, wenn das Fed die Zinsen nicht weiter erhöhen könnte?*

**Kalt:** Die negativen Zinsen führen zur Fehlallokation von Kapital. Der Schweizer Immobilienmarkt ist nicht mehr gesund. Institutionelle Anleger stampfen auf der Suche nach Rendite immer noch Wohnraum aus dem Boden, obwohl die Leerstände steigen. Makroprudenzielle Massnahmen der SNB und die Selbstregulierung der Banken haben die Entwicklung einigermaßen gebremst. Am wirkungsvollsten wäre es aber, die Zinsen auf ein halbwegs vernünftiges Niveau anzuheben. Dann würde der Franken aufgrund der zögerlichen EZB jedoch wieder zu stark werden.

**Waser:** Das wäre unter Umständen vorteilhaft. Lläuft der Zinszyklus in Amerika nicht noch zwei, drei Jahre, bekommen wir die Zinsen in der Euro-Zone nicht ins Positive – und schon gar nicht die SNB. Wegen des demografischen Gegenwinds und des geringen Produktivitätswachstums ist das natürliche Realzinsniveau tiefer als früher, es liegt vielleicht bei 0,5% in den USA und bei 0% in Europa. Braucht die Schweiz einen strukturellen Zinsnachteil von 0,5%, fragt sich, wie Sparer und Anleger reagieren. Das Verharren im Tiefzinsumfeld wäre für die Vorsorgewerke schwierig.

**Preissler:** Die Aktienquoten sind höher als früher, Hochzinsanleihen werden schlicht als Anleihen mit höheren Zinsen betrachtet, die Volatilität ist zudem sehr tief, also hat man scheinbar auch kein Risiko – so sehen viele Investoren das Umfeld. Irgendwann aber müssen wir die Zeche für all den Leichtsinns bezahlen, sei es bald oder erst später. Dann

«Die Stimmung hat sich von den guten Daten abgekoppelt.»

Nannette Hechler-Fayd'herbe

wird uns diese «grosse Risikomode» aus allen Ecken um die Ohren fliegen. Wer glaubt, er wird höchstens 5 bis 10% verlieren, wird 25% einbüßen. Man muss nun den Mut haben, auf Ertrag zu verzichten. Deshalb haben wir auf die «hässlichsten Entlein im Teich» gesetzt, also auf Bundesanleihen, Eidgenossen und Treasuries. Staatsanleihen mit negativer Rendite scheinen kein tolles Investment zu sein – fällt aber die Rendite von –0,5 auf –1%, steigt der Kurs um 10%.

**Waser:** Sucht man Verwerfungen, sind sie sicherlich im Hochzinsbereich von Firmenanleihen zu finden. Die Renditeaufschläge sind auf historische Tiefs ge-

fallen. Das Risiko ist asymmetrisch, es kann praktisch nur noch gleich bleiben oder schlechter werden. Wenn ich Portfoliorisiken reduzieren würde, dann hier.

*Ist das die Spitze des Eisbergs?*

**Waser:** Jeder Zyklus hat seine Ungleichgewichte. Bei der Dotcom-Blase waren es die Aktien, der jetzige hat bei Liegenschaften und an den Anleihemärkten zu Verzerrungen geführt.

**Kalt:** Kommt die nächste Krise, dürften die Kreditsegmente zuerst unter Druck geraten. Bei europäischen High Yields sind wir deswegen schon seit einigen Monaten untergewichtet. Wenn sich ein «downturn» andeutet, haben die Kunden wenigstens bei jenen Vermögensklassen schon Gewinne mitgenommen, die in der Regel als Erste nach unten drehen. Bei Aktien dagegen sind wir immer noch leicht übergewichtet.

**Hechler:** Wir beschlossen zu Beginn des Jahres, den strategischen Anteil der Hochverzinslichen in den Portfolios zu mindern, denn sie können relativ schnell illiquid werden. Steigt die Ausfallquote, ist es zu spät, um den Ausstieg zu suchen. Aus taktischer Sicht zeigen Indikatoren, dass die Stimmung bei vielen Schwellenländer-Anlagen auf Panik-Niveau gefallen ist. Da sie kurzfristig völlig überverkauft sind, können sich günstige Gelegenheiten ergeben. Man muss nur den Mut dafür finden und sich die Frage stellen, ob das eine Emerging-Market-Krise ist oder eine Krise einzelner Länder. Strategisch haben wir also vorgesorgt, aber taktisch sind wir im Moment in Schwellenländer-Anlagen übergewichtet.

*Was deutet auf dramatischere Veränderungen oder gar Verschlechterungen hin?*

**Preissler:** Wir betrachten dazu die Trends bei den konjunkturellen Frühindikatoren. Wenn sie den Eindruck vermitteln, das Hoch sei nah (wie im Herbst des vergangenen Jahres), dann fangen wir als «aggressive Angsthasen» an, Risikopositionen abzubauen. Wir haben fast gar keine High Yields mehr und nur sehr tiefe Aktienquoten. Das behalten wir so lange bei, bis der untere konjunkturelle Wendepunkt näher rückt. Dann kann man wieder stärker ins Risiko gehen und damit bei den Schwellenländern beginnen. Allerdings hat der konjunkturelle Abwärtstrend erst begonnen, in den USA steht er sogar noch ganz am Anfang. Das deutet alles in allem auf ein erhöhtes Gefahrenpotenzial hin.

seine Lasten nicht mehr tragen kann. Dann droht relativ schnell ein neuer Zyklus, in dem es nach unten geht.

*Ist das nicht genau dann, wenn die Vermögenswerte korrigieren ...*

**Hechler:** ... da braucht es schon mehr dazu.

**Kalt:** Auch wir schauen Konjunkturindikatoren an. Eine unserer Delegationslösungen verwendet Momentum-, Kredit- oder auch Gewinnindikatoren, die zu einem Signal zusammengefasst werden, das über die Höhe der Aktienquote entscheidet. Diese kann von 80 bis auf 20 fallen und dann auch rasch wieder angehoben werden. Im Moment ist sie relativ hoch, denn das Modell zeigt eine fundamentale Stärke an. Wir hatten im Zeitraum Februar bis April eine kurze Phase, da zeigte das Modell nach unten, jetzt deutet es aber wieder nach oben. Daneben haben wir die klassische fundamentale Analyse, in der wir versuchen, das fundamentale Bild abzuschätzen. Insgesamt sind wir immer noch leicht übergewichtet, aber in einzelnen Segmenten sind wir doch vorsichtiger geworden und haben begonnen, uns abzusichern. Wir haben leichte Put-Strategien eingebaut, um die Tails zu hedgen, aber nur auf einen kleinen Teil der Aktienquote und um ein asymmetrisches Risikoprofil zu erreichen.

*Ist Bitcoin eine Anlagealternative?*

**Kalt:** It's a bubble. Die unterliegende Blockchain-Technologie eröffnet jedoch Anwendungsmöglichkeiten, die wir interessiert verfolgen.

**Preissler:** Für mich ist Blockchain ein Thema, Bitcoin ist kein Wertaufbewahrungsmittel und nur etwas für Spekulanten. Wenn man in die Technologie

«Die Zentralbanken leiden unter einem Kontrollwahn.»

Harald Preissler

**Waser:** Wenn alle Unternehmen pessimistisch sind und die Wirtschaft nicht läuft, dann sollte man Aktien kaufen – und umgekehrt. Aber man kann mit dem Verkaufen zu früh dran sein. Nach 1997 etwa ist es trotz Asienkrise, Russland-Bankrott und LTCM vor der grossen Baisse noch einmal um 50% nach oben gegangen. Es braucht also ein Fine Tuning. Die vorlaufenden Indikatoren sind von grossem Interesse, vor allem auch in Verbindung mit einem Blick auf die Zinsstrukturkurven. Eine Inversion in den USA wäre für uns ein Warnsignal, woraufhin wir deutlich Risiken abbauen würden. Der Blick in die Vergangenheit zeigt, dass das ein Indikator ist, der nicht zu spät ist. Man hat als Anleger noch genügend Zeit, um zu reagieren.

*Trotz den geldpolitischen Verzerrungen?*

**Waser:** Sowohl die Wirtschaft als auch die Notenbanken haben sich in den letzten Jahren durchaus gemäss etablierten Mustern bewegt. Natürlich ist das resultierende Tiefzinsumfeld für den Sparer repressiv, allerdings auch aus ökonomisch nachvollziehbaren Gründen. QE lässt sich in makroökonomischen Modellen kaum nachweisen. Im Zweifelsfall setze ich auf bewährte Signale.

**Hechler:** Wir schauen uns hauptsächlich die Ungleichgewichte bei privaten Haushalten, Staaten und Unternehmen an.

*Welche Rolle spielen die enormen Verbindlichkeiten?*

**Hechler:** Den Schulden muss man gemäss der klassischen Bilanzanalyse immer das gegenüberstellen, was auf der anderen Seite, der Anlagenseite, steht. Die Gefahr einer Rezession entsteht immer dann, wenn die Wirtschaft anfällig geworden ist – also zum Beispiel dann, wenn jemand aufgrund der Verschuldung oder wegen Liquiditätsgrenzen

dahinter investieren kann, dann sollte man es tun.

**Hechler:** Ich schliesse mich dieser Meinung an. Die technologischen Möglichkeiten und die Anwendungsbereiche sind breit. Wir werden das alles erst noch sehen. Was Kryptowährungen selbst angeht, werden die Mindestanforderungen, die man an eine Anlage stellen kann, nicht erfüllt. Alle haben über Kryptowährungen gesprochen, als diese nur stiegen. Nun, da sie fallen, ist dies erstausdrücklich nicht mehr der Fall.

**Waser:** Solange wir den Schweizerfranken und Gold haben, brauchen wir keine Kryptowährungen. Blockchain kann im Zahlungsverkehr interessant sein und allenfalls in gewissen Entwicklungsländern, wo der Zugang zu harten Währungen schwierig oder teuer ist.

Interview: Christof Leisinger, Michael Ferber

Nannette Hechler-Fayd'herbe

Nannette Hechler-Fayd'herbe leitet bei der Credit Suisse den globalen Bereich Investment Strategy & Research in der Division International Wealth Management. Sie kam 1999 zur damaligen Credit Suisse First Boston. 2006 wechselte sie als Leiterin Global Fixed Income and Credit Research in das Private Banking.

Harald Preissler

Harald Preissler ist Chief Investment Officer (CIO) und Leiter Anlagemanagement bei dem auf institutionelle Investitionen spezialisierten Finanzhaus Bantleon. Preissler arbeitete nach dem Studium der Volkswirtschaftslehre zunächst als wissenschaftlicher Mitarbeiter an den Universitäten Würzburg und Ulm. Noch während seiner Promotion begann er 1999 bei Bantleon.