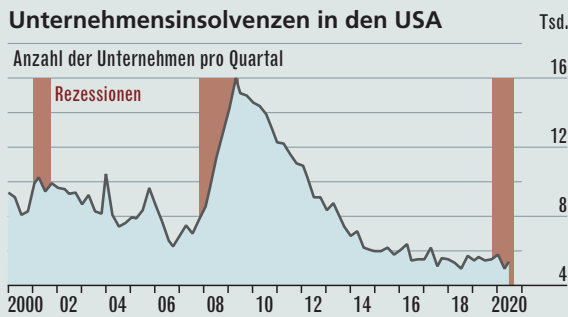


## STANDPUNKT

# Die Vollkasko-Marktwirtschaft

Die Notenbank-Unterstützung erreicht in der Pandemie einen Höhepunkt – die Folgen für die Risikoprämien sollten Anleger nicht unterschätzen



Ich kann mich noch gut erinnern, wie der Grundsatzstreit unter den Experten tobte: Ist die soziale Marktwirtschaft oder die anglo-amerikanische freie Marktwirtschaft das überlegene Wirtschaftsmodell? Seit den 90er-Jahren setzt sich nun ein drittes Modell immer nachhaltiger durch – die „Vollkasko-Marktwirtschaft“. Das hat nicht nur Folgen für den weiteren Weg der Fiskal- und Geldpolitik, sondern auch für die Kapitalanlage und die zu erwartenden Renditen.

In einer Vollkasko-Marktwirtschaft sind Staat und Notenbank in zunehmendem Maße bereit, wirtschaftliche Risiken des Privatsektors zu tragen, um negative Effekte für die Gesamtwirtschaft abzufedern. Das erste ordnungspolitische Ausrufezeichen in diese Richtung war der sogenannte Greenspan-Put: Die US-Notenbank senkte in den turbulenten Wochen der Asien- und Russland-Krise die Leitzinsen gleich dreimal, um die Folgen der spektakulären Pleite des LTCM-Hedge-Fonds für die Märkte zu mildern. Zahlreiche Notenbanken rund um den Globus adaptierten die neue Geldpolitik in den folgenden Jahren. Unvergessen bleibt Mario Draghis „Whatever it takes“-Rede, womit der Zentralbank-Put auch in den Euro-Raum einzug gehalten hat.

In jeder der folgenden Krisen wurden die Unterstützungsmaßnahmen der Notenbanken umfangreicher und erreichten mit der Pandemie einen neuen Höhepunkt. Noch nie waren die Leitzinsen so niedrig und die Zentralbankbilanzen so aufgebläht wie heute. Seit Ausbruch der Corona-Pandemie wurde Liquidität in der Größenordnung von 7,2 Billionen US-Dollar in die Märkte gepumpt, rund 185 Milliarden US-Dollar pro Woche. Der Niedrigzins steigert die Bereitschaft der Fiskalpolitik für Rettungsmaßnahmen und Risikoübernahmen. Allein für 2020 rechnet der IWF für die Industrieländer mit einem Haushaltsdefizit von 14 Prozent des BIP, das Verhältnis von Gesamtverschuldung zu Wirtschaftsleistung wird auf ein neues Allzeithoch von über 125 Prozent steigen.

Während die Notwendigkeit staatlicher Pandemiehilfen un- zweifelhaft gegeben ist, kann das Ausmaß durchaus kritisch

**Tilman Galler** ist globaler Kapitalmarktstrategie bei J.P. Morgan Asset Management in Frankfurt



hinterfragt werden. Die staatlichen Hilfen für Unternehmen wurden teilweise ohne Differenzierung vorgenommen, ob die wirtschaftliche Notlage allein durch Corona eingetreten ist oder ob eine risikoreiche Unternehmenspolitik in den Vorjahren ohne Sicherheitsreserven die Ursache war. Die Folge der massiven Rettungspakete ist eine aktuell für eine Rezession ungewöhnlich niedrige Insolvenzquote. Das ist auf den ersten Blick durchaus ein erfreulicher Sachverhalt. Doch sollte bedacht werden, dass eine undifferenzierte Übernahme von Risiken durch den Staat auch Auswirkungen auf das zukünftige Handeln der Wirtschaftssubjekte hat. Wenn übermäßige Risikoprämie nicht mehr bestraft wird, führt das zwangsläufig zu vermehrter Spekulation, mehr Instabilität und zukünftig noch umfangreicheren Rettungsmaßnahmen.

Für Anleger hat die Vollkasko-Marktwirtschaft gravierende Auswirkungen, die oft übersehen werden. Die Gesamrendite eines Investments setzt sich aus dem risikofreien Zins und der Risikoprämie zusammen. Im Idealfall gilt: je höher das Risiko, desto höher die Kompensation. Wenn jetzt Staaten und Notenbanken im Krisenfall dazu übergehen, immer größere Teile des Risikos durch Interventionen zu übernehmen, ist es letztendlich nur logisch, dass die Risikoprämie fällt. Das heißt auch, die These, dass nach der starken Wertentwicklung von Unternehmensanleihen der letzten acht Monate die Risikoaufschläge zu niedrig sind, läuft ins Leere. Die Märkte bilden letztendlich die neue Realität ab.

Es ist also kein Zufall, dass wir seit den 90er-Jahren Zeugen einer Erosion der Risikoprämien bei liquiden Anlagen sind. In einer Vollkasko-Marktwirtschaft steigen Bewertungen auf breiter Front. Was bei Staatsanleihen begonnen hat, breitet sich nun immer mehr in andere Anlageklassen aus. Doch trotz erschwerter Ausgangslage finden Anleger immer noch Opportunitäten. Als Faustregel gilt: je weiter weg von staatlichen Eingriffen und Zentralbankkäufen, desto besser. In den Schwellenländern oder bei alternativen Anlagen gibt es auch heute noch attraktive Risikoprämien.



**Zerknüllter Dollar-Schein:** Die wichtigste Währung der Welt ist weniger gefragt

## Dollar

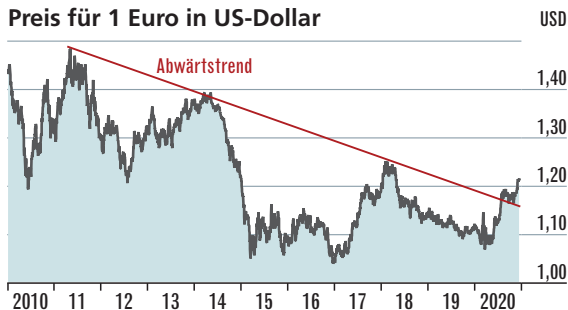
# Historische Wende

Nach zehn Jahren Dollar-Stärke schwächt die US-Währung. Dieser Trend dürfte sich 2021 fortsetzen. Das hat Folgen – auch für deutsche Anleger

## Abwärtstrend geknackt

Der Euro hat seinen zehnjährigen Abwärtstrend überwunden. Experten erwarten für 2021 einen weiteren Anstieg auf Kurse um 1,25 Dollar.

### Preis für 1 Euro in US-Dollar



Quelle: Thomson Reuters Datastream

In normalen Zeiten wären die Schlagzeilen in der Finanz- und Wirtschaftspresse voll von einem Thema: dem schwachen Dollar. Der Dollar-Index, der Greenback gegen einen Korb von sechs Weltwährungen, verlor 2020 gut zwölf Prozent – in der Währungswelt ist das ein Erdbeben. Nach zehn Jahren, in denen der Dollar nach oben ging, ist das eine Wende – eine Wende in einem historischen Ausmaß.

**Anleger, aufgepasst!** Mir doch egal – nach Amerika kann ich gerade eh nicht in Urlaub fahren, mögen einige jetzt denken. Doch der Dollar-Kurs hat zu einer deutlichen Auswirkung auf die Weltwirtschaft, den Warenverkehr und die Inflation. Zum anderen sind Anleger direkt betroffen: Selbst wenn sich der Kurs der Amazon- oder Apple-Aktie nicht ändert, verlieren Investoren mit ihren amerikanischen Wertpapieren, wenn der Dollar fällt – ge-

genüber dem Jahreshöchststand im März verlor der Greenback zum Euro immerhin gut zwölf Prozent. Das kann sich auf das Depot auswirken – und ist ein Grund für Anleger, sich Gedanken über die – immer noch – wichtigste Währung der Welt zu machen.

Warum ist der Dollar so schwach? Das liegt vor allem an einem Mann. Es ist nicht Donald Trump. Sondern Jerome Powell. Der Chef der US- Notenbank Federal Reserve hat die Leitzinsen während der Corona-Pandemie nach unten geschraubt und kauft immer mehr Staatsanleihen auf. Damit entfällt für weltweit agierende Anleger ein wichtiger Grund, Dollars zu kaufen: Während die Anleihezinsen in Japan und in Europa schon lange unter null liegen, gab es für US-Anleihen immerhin noch etwas Rendite. Diese Zinsdifferenz ist immer weiter geschrumpft. Bis auf 0,2 Prozent ist die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen gefallen. Derzeit liegt sie knapp unter einem Prozent – und ist damit nicht wirklich ein Anreiz für Großanleger, US-Anleihen ins Depot zu legen.

**An Attraktivität verloren.** „Dies ist ein Wendepunkt, denn seit der Finanzkrise war der US-Dollar stark, auch wenn er, fundamental gesehen, schon länger eine teure Währung war“, analysiert Tilmann Galler. „Nach den pandemiebedingten Zinssenkungen ist das Zinsdifferenzial zwischen dem US-Dollar und den anderen Industrieländern wieder enger geworden – der US-Dollar hat als Anlagewährung an Attraktivität verloren“, erläutert der Stratege von J.P. Morgan Asset Management (JPMAM).

Ein weiterer Grund für die Dollar-Schwäche liegt in der Bereitstellung der Corona-Impfstoffe und der erhofften Entspannung in Sachen Pandemie: „In diesem Jahr hat sich wieder einmal gezeigt, dass in Stressphasen der Dollar gegenüber dem Euro aufwertet“, machen die Experten von M.M. Warburg klar. Neben der Corona-Pandemie sahen Anleger in den Präsidentschaftswahlen einen großen Unsicherheitsfaktor, der jetzt aber auch gelöst ist. Ebenso hegen die Investoren Hoffnungen, dass der neue Präsident Joe Biden die weltweiten Handelsbeziehungen, insbesondere zu China, entspannen wird. „Erst mit der einsetzenden Entspannung am Aktienmarkt hat sich der Rückgang des Zinsvorteils des US-Dollar stärker in der Bewertung

niedergeschlagen – wir erwarten, dass dieser Zusammenhang auch 2021 Bestand haben und der Dollar auf einen möglichen Anstieg der Risikoaversion erneut positiv reagieren wird“, prognostizieren die Fachleute.

Falls es aber zu keinem neuen Schock kommt, dürfte der Dollar nachgeben: „Mit einsetzender Erholung der Weltwirtschaft könnte sich der Kapitalstrom aus dem US-Dollar in die anderen Währungsräume beschleunigen – profitieren könnten beispielsweise Schwellenländer, aber auch Europa“, meint JPMAM-Experte Galler. „Sollten die politischen Unsicherheiten bezüglich Brexit und Pandemie erfolgreich überwunden werden, könnte Europa eine interessante Region sein – noch ist es dafür allerdings etwas zu früh“, schränkt der Fachmann ein.

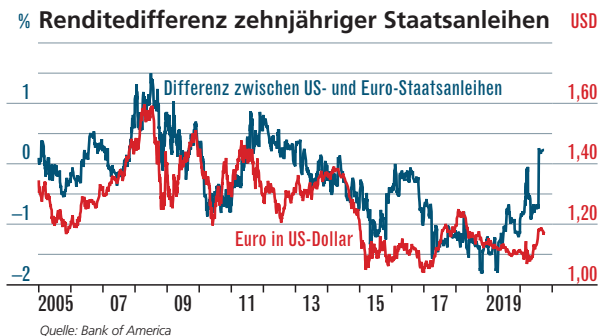
**Die Kehrseite.** Der starke Euro hat aber auch eine Kehrseite: Exporte außerhalb des gemeinsamen Währungsraums werden teurer. Bisher hat der schwache Euro wie ein zusätzliches Konjunkturprogramm gewirkt – nicht zur Freude der Amerikaner. Vor allem Mario Draghi, ehemaliger Chef der Europäischen Zentralbank, tat in seiner Amtszeit alles dafür, den Euro schwachzureden. „Wir erwarten, dass die EZB die jüngste Euro-Stärke ansprechen wird – aber wir sehen nicht, was sie dagegen tun kann“, kommentieren die Experten der Bank of America.

Die Mehrzahl der Experten rechnet für 2021 nicht mit dramatischen Verschiebungen: Die meisten Prognosen deuten auf eine weitere leichte Abschwächung des Greenback auf etwa 1,25 Dollar hin und begründen das mit der erwarteten Erholung der Weltwirtschaft in diesem Jahr und der steigenden Risikobereitschaft der Anleger weltweit. Das wäre nicht dramatisch. Die Euro-Konjunktur könnte damit wohl ganz gut leben, ebenso wie die Euro-Aktienmärkte. Noch besser dürften US-Aktien abschneiden – zumindest auf Dollar-Basis: Die positiven Effekte einer schwachen Währung, die bisher den Euro-Unternehmen zugutekamen, wirken jetzt spiegelbildlich an der Wall Street. Deutsche Anleger sollten sich über eine Währungsabsicherung Gedanken machen, wenn sie vom Aufschwung der US-Aktien richtig profitieren wollen. ■

MIKA HOFFMANN

## Zinsen gleichen sich an

Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen aus den USA und Euro-Land haben sich angeglichen. Dollar-Anleihen zu kaufen, lohnt kaum noch.



## Schwäche setzt sich fort

Nicht nur gegenüber dem Euro schwächelt der Dollar. Der Greenback dürfte 2021 auch gegen andere wichtige Währungen weiter nachgeben.

