

Im Wechselbad der Gefühle



Von Dr. Jörg Zeuner
Chefökonom VP Bank Gruppe

Wie soll man sich als Anleger verhalten? Einerseits melden die Nachrichtenagenturen die höchsten Auftragsengänge in der amerikanischen Industrie seit sechs Jahren, andererseits scheinen die Hiobsbotschaften aus der Eurozone nicht abzubrechen. Langfristig wird die Realwirtschaft die Oberhand behalten. Daher lohnt es sich, auf Kreditrisiken, Aktien und alternative Anlagen zu setzen.

Die Zeichen des Aufschwungs nehmen zu. Kanada – ein G-7-Staat – wird bald die Zinsen erhöhen. Australien, Indien und China haben mit der Straffung ihrer Geldpolitik bereits begonnen und die Rohstoffwährungen werben auf. Die wirtschaftliche Erholung gewinnt an Kraft.

USA im Aufwind

In den USA könnte sich der Aufschwung bald selbst tragen. Das Konsumentenvertrauen steigt und die Ausgaben der Privaten nehmen zu:

- Der positive Vermögensseffekt aus der Erholung am Aktienmarkt 2009 reduziert den Druck auf die Bilanzen der privaten Haushalte.
- Die Trendwende am Arbeitsmarkt – im April wurden erneut mehr als 290'000 neue Stellen geschaffen – werden den privaten Konsum in den kommenden Monaten weiter ankurbeln.

Die Investitionen wachsen ebenfalls:

- Die Industrieproduktion weitet sich seit Juni 2009 kontinuierlich aus. Sie liegt jetzt deutlich über dem damaligen Tief.
- Der Einkaufsmanagerindex des verarbeitenden Gewerbes steht zudem auf dem höchsten Stand seit 2004 und deutet darauf hin, dass sich der Aufschwung mit einer hohen Geschwindigkeit fortsetzt. Der aktuelle Wert wäre konsistent mit einem Wirtschaftswachstum von mindestens 2,5% gegenüber dem Vorjahr.

Der Blick nach Europa lässt einen hingegen verwundert die Augen reiben:

- Die Kaufkraft der Konsumenten ist noch immer eingetrübt. Die Einzelhandelsumsätze sind in Deutschland im März deutlich gesunken, und eine hohe Arbeitsplatzunsicherheit fordert Zurückhaltung.
- Die Industrieproduktion der Eurozone hat im März zwar weiter um 0,7% zugenommen, aber der Schein trügt. In Deutschland und Frankreich stagniert die Industrieproduktion nämlich seit einigen Monaten.

Allem voran dämpft die Schuldenkrise in den Peripheriestaaten der Eurozone die Wachstumsaussichten. Die zu erwartenden Sparanstrengungen zur Senkung der Budgetdefizite werden den Konsum erheblich belasten und entsprechend Wachstum kosten.

Stabilisierung als oberstes Ziel

Dabei ist das Sanierungsprogramm für Griechenland durchaus glaubwürdig. Es dehnt sich auf 3 Jahre aus, und die Hilfszusagen sind vorerst ausreichend. Positiv ist auch die Einigung auf das Maastricht-Defizit-Kriterium bis 2014 – 2 Jahre später als ursprünglich geplant. Eine Reduzierung des Defizits von nahezu 14% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) auf 3% bis 2012 war nicht realistisch. Der Stabilisierungsfonds für griechische Banken ist ebenfalls begrüssenswert. Griechenland selbst steuert Sparmassnahmen in Höhe von 30 Mrd. € (11% des BIP) bei. Gut die Hälfte davon (6,5% des BIP) soll bereits im ersten Jahr eingespart werden. Das ist sehr ambitioniert und politisch riskant, angesichts der vorgesehenen Massnahmen (Lohn- und Rentenkürzungen sowie eine weitere Mehrwertsteuererhöhung) aber realisierbar. Der eingeschlagene Sparkurs wird in den nächsten Jahren einfacher, da die wichtigsten Massnahmen jährlich wiederkehrende, wachsende Einsparungen gegenüber der alten Budgetplanung mit sich bringen werden. Die Europäische Zentralbank (EZB) begleitet das Programm, indem sie alle Ratinganforderungen an griechische Staatsanleihen aussetzt. Griechische Staatsanleihen werden in Frankfurt weiterhin zur Refinanzierung akzeptiert. Das ist nicht gleichzusetzen mit einer Defizitfinanzierung, da diese aus dem Hilfspaket erfolgt.

750-Mrd.-Euro-Rettungsfonds

Mit dem 750-Mrd.-Euro-Rettungsfonds versuchen die Eurostaaten, die Stabilität ihres Währungsraums zu sichern. Die Kosten eines staatlichen Zahlungsausfalls übersteigen seit Beginn der Schuldenkrise die Kosten der Rettung eines oder mehrerer Länder. Viele europäische Regierungen haben selbst die Griechenland-Krise als Testfall für den Euro interpretiert und so einen Flächenbrand, der auf Portugal, Irland und Spanien übergreifen könnte, ins Spiel gebracht. Die Zinsniveaus in anderen Peripheriestaaten der Eurozone waren

entsprechend gestiegen, und der Interbankenmarkt zeigt zuletzt deutliche Anzeichen von Stress.

Was Griechenland bereits hinter sich hat – die Sicherung der Liquidität – ist jetzt die wichtigste Aufgabe für die anderen Peripheriestaaten der Eurozone. Für sie ist es dabei wichtig, möglichst schnell eine glaubwürdige Strategie zur Schuldenstabilisierung in den nächsten 3 bis 5 Jahren vorzulegen. Ein Schuldenabbau ist bis dahin ohnehin nicht realistisch. Das muss das Fernziel für die Jahre nach 2015 sein, um der Eurozone ihr langfristiges Wachstumspotential zu sichern. Andernfalls werden die Risikoprämien die Zinsen hoch halten.

Euro am Scheideweg

Die staatlichen Finanzierungsprobleme haben der Einheitswährung erheblich zugesetzt. Der EUR/USD Wechselkurs dürfte in den kommenden Monaten noch weiter unter Druck geraten:

- Die positiven Konjunkturnachrichten aus den USA lassen Zinsspekulationen aufkommen. Das stärkt den Dollar.
- Auf die Peripheriestaaten kommen grosse Strukturreformen zu, und Deutschlands Aufschwung ist alles andere als sicher.
- Angesichts der schwachen Wachstumsaussichten wird die EZB die Leitzinsen auf absehbare Zeit nicht anheben. Auch das schwächt den Euro.

Den Eurostaaten kommt der schwache Euro zugute. Er erleichtert die Strukturreformen, da die externe Wettbewerbsfähigkeit steigt und er ist ein gutes Mittel gegen die immer noch drohende Deflation. Gemäss Kauf-

kraftparität ist der Euro nach wie vor um fast 10% gegenüber dem US-Dollar überbewertet. Bei Kursen von 1.25 bis 1.32 wäre der Euro nach diesem Kriterium fair bewertet.

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) kämpft tapfer gegen die Aufwertung des Franken. Die Währungsreserven stiegen im März erneut um weitere 16 Mrd. Fr. Dennoch hat der Franken die psychologisch wichtige Marke von 1.45 zum Euro unterschritten. Klare Aussagen zu Wechselkurszielen sind von der SNB nicht zu erwarten. Gemäss Kaufkraftparität ist der Franken bei 1.43 zum Euro jedoch fair bewertet; ein Überschiessen ist aber durchaus denkbar. Die geldpolitischen Risiken sind hoch: Eine kontrollierte Aufwertung dämpft zwar die Importpreis-inflation, kann aber schnell in eine Deflation umkippen, und eine wachsende Geldmenge erhöht die Inflationserwartungen.

Die Verfassung der Schweizer Wirtschaft rechtfertigt einen relativ starken Franken gegenüber dem Euro. Die Schweizer Wirtschaft präsentiert sich derzeit in einer deutlich besseren Verfassung als diejenige der Eurozone. Die Staatsschulden liegen auch nach der Krise bei lediglich 45% des BIP – die Hälfte der durchschnittlichen Schuldenquote in der Eurozone. Gleichzeitig entspannt sich der Arbeitsmarkt und die Binnennachfrage wächst.

Interessante Anlagealternativen

Was bedeutet all dies für den Anleger? Noch wird in den wenigsten Ländern gespart. Das wird sich voraussichtlich ändern, wodurch Staatsanleihen in Zukunft wieder ein gutes Basisinvestment sein können. Heute sollte man sich als Anleger auf die besten Qualitäten konzentrieren. Da das Zinsniveau

Angesichts des tiefen Zinsniveaus sind Dividendenpapiere im Vergleich zu Anleihen attraktiv bewertet.

Allerdings dürften die Zugewinne an den Aktienmärkten in den Sommermonaten etwas geringer ausfallen.

mittelfristig wieder steigt, wird die Performance in den nächsten Jahren aber nicht berauschend sein.

Auch in einem Bondportfolio ist Diversifikation daher wichtig. Unternehmensanleihen, hochverzinsliche Unternehmensanleihen und Anleihen aus Rohstoff- und Schwellenländern sind hier mögliche Bausteine in einer Erholung. Die Unternehmen kommen gestärkt aus der Krise. Sie zahlen derzeit netto Schulden zurück. Die meisten Länder kämpfen mit einer hohen Arbeitslosigkeit, weil die Unternehmen ihre Effizienz deutlich erhöht haben. Die Ausfallwahrscheinlichkeiten sollten daher deutlich sinken.

Nicht nur die Schuldverschreibungen, auch die Beteiligungstitel der Unternehmen sind interessant. Die tiefe Verschuldung führt dazu, dass Aktien als resistent gelten. Die Unternehmen profitieren von der wirtschaftlichen Erholung, die zu einer starken Erholung der Gewinne führt. Das Aktienumfeld ist ebenfalls positiv: Die Geldpolitik ist expansiv, die Inflation tief, Lohndruck ist praktisch nicht vorhanden. Angesichts des tiefen Zinsniveaus sind Dividendenpapiere im Vergleich zu Anleihen attraktiv bewertet. Allerdings dürften die Zugewinne an den Aktienmärkten in den Sommermonaten etwas geringer ausfallen.

www.vpbank.com ●

Wie soll man sich als Anleger verhalten? Einerseits melden die Nachrichtenagenturen die höchsten Auftragseingänge in der amerikanischen Industrie seit sechs Jahren, andererseits scheinen die Hiobsbotschaften aus der Eurozone nicht abzubrechen. Langfristig wird die Realwirtschaft die Oberhand behalten. Daher lohnt es sich, auf Kreditrisiken, Aktien und alternative Anlagen zu setzen.