

Wirtschaft und Börse 2011

Lagebeurteilung anfangs Oktober 2011

Von Hans Kaufmann

Verwaltungsrat Santro Invest AG, Wettswil

1. Politik

Die Politik kämpft weiterhin mit den Folgen der exzessiven Staatsverschuldung. Davon sind auch viele Banken in gefährlichem Ausmass betroffen, weil sie in Milliardenbeträgen Kredite und Staatsanleihen in ihren Büchern wertberichtigen müssen. Drei Jahre nach dem Lehman-Fall zeichnet sich deshalb eine neue Bankenkrise, vorab in Europa, ab. Die Europäische Zentralbank (EZB) darf bis anhin aber nicht als "Lender of last resort" und die European Financial Stability Facility (EFSF) nur subsidiär einschreiten, weshalb Rettungsaktionen vorerst die öffentliche Hand strapazieren werden. Viele Länder verfügen aber nicht mehr über die nötigen finanziellen Ressourcen. Staatliche Sparprogramme, Steuererhöhungen, soziale Unrast, die Angst vor einer neuen Bankenkrise und klare Anzeichen einer bevorstehenden Rezession lassen für die Anleger auch für das Jahresschlussquartal 2011 wenig Zuversicht aufkommen. Die Stimmung an den Finanzmärkten hat sich dermassen verschlechtert, dass viele Banken nicht in der Lage sein werden, die von ihnen u.a. von EU-Kommissionspräsident Barroso geforderten zusätzlichen Eigenmittel innert sechs Monaten zu beschaffen. In Deutschland nimmt der Widerstand gegen die EURO-um-jeden Preis Politik von Kanzlerin Merkel zu. Selbst führende Politiker in Deutschland schliessen einen Austritt Griechenlands aus dem Euro oder eine Insolvenz nicht mehr aus. Immerhin muss Griechenland in den Jahre 2011 bis 2015 zwischen EUR 59 Mrd. bis EUR 85 Mrd. (2015) Mrd. pro Jahr und neufinan-

zieren. Dennoch hat das deutsche Parlament im September der Aufstockung des Euro-Rettungsschirms auf EUR 780 Mrd. und Garantien Deutschlands für insgesamt EUR 211 Mrd. zugestimmt. Die Weltbank warnte Ende September vor einem Übergreifen der Krisen auf die Schwellen- und Entwicklungsländer, insbesondere in Ost- und Südeuropa. Zudem wachse die Gefahr, dass wieder vermehrt Protektionismus einkehre. Auch das neue US-Gesetz gegen Länder mit künstlich tiefgehaltenen Wechselkursen könnte einen Handelskrieg USA/China provozieren.

Die Industrie in vielen westlichen Ländern steht zusätzlich vor dem Problem einer schwindenden Sicherheit der Energieversorgung. Der Ausstieg aus der Atomenergie ist nach der Reaktorkatastrophe in Fukujima in vielen Ländern beschlossene Sache. Die Stilllegung der deutschen Kernkraftwerke kostet nach einer in Auftrag gegebenen Studie wesentlich mehr als ursprünglich verkündet. Die Kosten für den Ausstieg aus der Nutzung der Kernkraft bis zum Jahre 2022 aufgrund des Erneuerbare-Energien-Gesetzes sollen sich bis 2030 auf rund EUR 250 Mrd. (zum Vergleich BIP 2010: EUR 2'500 Mrd.) belaufen. Dazu kommen EUR 85 Mrd. für den Netzausbau.

Am 23. Oktober finden in der Schweiz die Parlamentswahlen statt. Wichtige, die Finanzmärkte betreffende Regulierungen wie die Verordnung zur Too big to fail-Vorlage, (TBTF) revidierte Insidergesetzgebung, die Revision des Kollektivanlagegesetzes, Staatsverträge betreffende Bankkundendatenlieferungen und Abgeltungssteuern, aber auch eine Ablösung der Verrechnungssteuer durch eine Zahlstellensteuer auch für Schweizer Anleger, stehen bevor.

2. Weltwirtschaft

Im zweiten Quartal hat sich das Wirtschaftswachstum in den Industrieländern deutlich verlangsamt und die meisten Vorlaufindikatoren zeigen eine weitere Abschwächung an, in einigen Ländern sogar in eine Rezession. Nach 2.4% Wachstum gegenüber dem Vorjahr im ersten Quartal sank die Zunahme des BIPs in der OECD auf 1.6%. Unter den G-7 Ländern schwamm Deutschland mit 2.7% (1Q 4.7%) erneut obenauf, während Japan mit -0.9% (-0.7%) immer noch in der Rezession verharrte. Noch anfangs August rechnete die OECD mit einer Abschwächung der Wirtschaft in den Industrieländern, aber mit keinem Einbruch à la 2008. Die Interimsprognose hält nun aber fest, dass die wirtschaftliche Erholung im zweiten Quartal in den meisten Industrieländern und der Welthandels praktisch zum Stillstand gekommen sind. Die Beschäftigungsaussichten haben sich in den Sommermonaten wieder verschlechtert, was grosse Sorgen hervorruft, denn in den meisten Industrieländern erfolgte die Konjunkturerholung ohne die Schaffung von neuen Jobs. Die Ausgangsbasis an Arbeitslosen ist deshalb hoch, was auch auf strukturelle Arbeitslosigkeit hindeutet.

Im zweiten Halbjahr erwartet die OECD ein Wachstum von weniger als 1% (annualisiert), wobei dies nicht nur für die USA (0.75%), sondern auch für die Euro-Zone (0.5%) inklusive Deutschland (0.7%), Frankreich (0.6%), Italien (0%) und UK (0.4%) zutrifft. In Japan sollte sich das Wachstum hingegen mit 2.1%, in Kanada mit 1.4% fortsetzen. Die Einkaufsmanagerindices sind Ende Septembere auf das Mitte 2009 Niveau zurückgefallen. Etwas mehr als die Hälfte der beobachteten 37 PMIs signalisieren eine Schrumpfung des BIP ab. Die Angst vor einem Rückfall in eine Rezession hat eindeutig zugenommen und ein so genannter Double Dip erscheint realistisch. Seit April sind auch die Leading Indicators der G-7 OECD-Länder im Sinkflug. Im Juli zählte man von den 36 rapportierenden Ländern Zweidrittel im Minus. Auch die EU-Geschäftsklima- und Konsumentenstimmungs-

indices zeigen eine weitere Verschlechterung der Lage an. Praktisch sämtliche Länder und Branchen, insbesondere auch der Finanzsektor, verzeichneten im dritten Quartal einen teils abrupten Einbruch.

Die neue Chefin des IWF, Christine Lagarde schätzt nicht nur die Lage der Banken in Europa bedrohlicher ein als die EU-Politiker. Sie ist auch der Meinung, dass sich die Weltwirtschaft vor einer kritischen Phase befinde. Der Internationale Währungsfonds (IWF) hat in seiner Herbstprognose die Wachstumserwartungen für 2011 um 0,3% auf 4% reduziert und für 2012 wird keine Beschleunigung mehr erwartet. Vielmehr wurde auch die BIP-Zuwachsporgnose für 2012 um 0,5% auf 4% reduziert. Die grössten Abschlüsse verzeichneten die USA (-1% und -0.9%) und Italien (-0,4% und -1%), und selbst für Deutschland werden die Aussichten auf 2.7% (2011) und 1.3% (2012) zurückgenommen. Für die Eurozone resultiert noch ein Wachstum von 1.6% bzw. 1.1%, für Japan nach der katastrophengebundenen Rezession 2011 (-0,5%) dank staatlicher Wiederaufbauprogrammen ein beschleunigtes Wachstum von 2.3%. Etwas geringer fallen die Korrekturen für die Emerging Markets (EM) aus: für 2011 um -0.2% auf 6.4%, für 2012 - um 0.3% auf 6.1%. Dies vergleicht sich mit einer BIP-Zunahme um 1.6% und 1.9% für die Industrieländer.

Viele Marktakteure befürchten, **dass die Regierungen und Notenbanken ihr Pulver zur Konjunkturankurbelung schon verschossen haben und eine 10-jährige Stagnation droht.** Nicht zuletzt deshalb herrscht unter den Notenbankern und Regierungen schon fast Panikstimmung und Ratlosigkeit. So reiste auch US-Finanzminister Geithner überraschend ans EU-Finanzministertreffen vom 16./17. September. Er forderte dort einen Ausbau des Euro-Rettungsschirms und Konjunkturmassnahmen. Die EU-Finanzminister konterten mit dem Vorwurf, dass die USA vorerst ihren eigenen Staatshaushalt in Ordnung bringen soll. China will Europa und den USA allenfalls mit neuen Investiti-

onen zu Hilfe kommen. Die Volksrepublik erwartet im Gegenzug aber Fortschritte bei der Eindämmung der Staatsdefizite und Schuldenberge sowie einen erleichterten Marktzugang.

USA: In den USA konnte in letzter Minute eine Teilinsolvenz des Landes verhindert werden, indem es im Budgetstreit zwischen dem überparteilichen Budgetkomitee und dem Präsidenten Obama am 31. Juli doch noch zu einer Einigung kam. Die Eckpunkte dieses Abkommens für das Budget 2012 (1.10.2011-30.9.2012) sind folgende:

1. Sofortige Umsetzung eines USD 1'000 Mrd. Sparprogrammes bei den variablen Ausgaben, ausgeglichen zwischen Verteidigungs- (USD 350 Mrd.) und Nicht-Rüstungsausgaben über 10 Jahre. Erstmals seit 1990 erfolgt damit auch eine Kürzung des Militärbudgets. Die USA finanziert Zweidrittel des NATO-Budgets. Auch hier will die USA einsparen und deshalb die europäischen Staaten stärker zur Kasse bitten.

2. Die Schuldenobergrenze wird von USD 14'294 Mrd. um USD 2'100 Mrd. auf USD 16'394 Mrd. erhöht, was einem Schuldenstand von 113% des BIP 2010 (USD 14'527) entsprechen würde. Seit seiner Inauguration im Januar 2009 hat Präsident Obama die Schulden der USA von USD 10'632 Mrd. bis Ende September auf USD 14'790 Mrd. (+39%) ausgeweitet. Bezogen auf die bis Ende September 982 tägige Amtszeit errechnet sich eine tägliche Neuverschuldung von USD 4.2 Mrd. Wenn die Neuverschuldung in dieser Kadenz weiter geht, dann reicht die neue Schuldenobergrenze bis anfangs 2013 aus. Dies war wohl auch das Ziel beider Parteien, damit die Budgetdiskussionen nicht die Präsidentschaftswahlen vom November 2012 belasten.

3. Die überparteiliche Budgetkommission wird beauftragt, weitere USD 1'500 Mrd. mit Sondermassnahmen zum Abbau des Defizites zu erarbeiten, inklusive Rentenankaufsprogrammen und Steuererhöhungen. Dieses Sanierungsprogramm soll am 23.11.2011 vorgelegt werden und im

Schnellverfahren bis zum 23. Dezember 2011 vom Parlament verabschiedet werden. Sollten diese Reformen nicht glaubwürdig ausfallen, rückt eine baldige Wiederanhebung der US-Schuldnerbonität auf das verlorene AAA in weite Ferne. Aus konjunkturellen Gründen soll das Anschlussprogramm erst ab 2013 und ebenfalls über 10 Jahre in Kraft gesetzt werden.

4. Eine Art Schuldenbremse, allerdings ohne konkrete Vorgaben, und effizientere Defizitreduktions-Verfahren sollen eingeführt werden. Kann sich das Parlament nicht innert nützlicher Frist auf einen Kompromiss einigen, so werden ab 2013 die Ausgaben automatisch um USD 500 Mrd. reduziert (= ca. 13% der vom Präsident provisorisch für 2013 budgetierten Ausgaben von USD 3'771 Mrd. bzw. 3% des BIPs 2013). Ausgeschlossen von dieser Zwangskürzung sind die Altersvorsorge, die Krankenkassenleistungen und die Sozialhilfeprogramme für Tiefeinkommen. 2013 laufen die unter Präsident Bush eingeführten Steuerrabatte aus. Wird kein Sparkompromiss erzielt, könnte der Präsident auf eine Verlängerung verzichten.

Mit der Limitenerhöhung wurde zwar die unmittelbare Gefahr eines Zahlungsstopps abgewendet, aber gleichzeitig wurde indirekt die Zustimmung für weitere USD 2'100 Mrd. Neuschulden (+15%) gegeben. Es wird nicht gespart, sondern lediglich das Ausmass der Defizite etwas verringert. Die Budgetdiskussionen könnten gegen Ende Jahr nochmals ein wichtiges Thema für die Kapitalmärkte werden. Die neuen Budgetmechanismen sind ein erster tauglicher Ansatz, die Staatsfinanzen wieder unter Kontrolle zu bringen. Die Tea-Party Vertreter im US-Parlament haben einen wichtigen Anfangserfolg erzielt und dürften bei den nächsten Wahlen erneut eine bedeutende Rolle spielen.

Mit dem im September angekündigten USD 447 Mrd. schweren Konjunkturprogramm will Präsident Obama 1 Mio. neue Arbeitsplätze schaffen (ca. CHF 400'000 pro Arbeitsplatz), um seine Wiederwahlchancen zu retten, denn auch 2 Jah-

re nach dem ersten USD 800 Mrd. schweren Stimulierungspaket verharrt die Arbeitslosigkeit immer noch bei 9.1% bzw. 14 Mio. Arbeitslosen. Statt der von Präsidentschaftskandidat Obama versprochenen Schaffung von 2.5 Mio. neuen Arbeitsplätzen bis 2011 liegt die Beschäftigtenzahl effektiv um 3.9 Mio. unter dem Stand zum Zeitpunkt als er sein Versprechen abgab. Seit Ausbruch der Finanzkrise 2007/08 gingen 7 Mio. Jobs verloren. Das neue Programm beinhaltet Infrastrukturrenovationen und -bauten, eine Verlängerung der Bezugsdauer von Arbeitslosengeldern, aber auch eine Reichensteuer und Abstriche bei den Krankenversicherungen. Die Diskussionen um das neue Konjunkturprogramm und die USD 400 Mrd. Umschichtung innerhalb des Fed-Portfolios an US-Treasuries hat die Märkte nicht beruhigt, sondern gegen Quartalsende erst recht Rezessionsängste geweckt. Das Programm erfuhr anfangs Oktober im US-Senat bereits eine Abfuhr.

Japan: Nach dem Rückschlag infolge der Atomreaktorkatastrophe in Fukujima mit einer Abnahme des realen BIP um 0.9% im Halbjahr 2011, wird in Japan für das zweite Halbjahr und für 2012 mit 2.3% wieder ein stärkeres Wachstum erwartet. Dieses soll durch ein USD 49 Mrd. schweres Konjunktur- und Wiederaufbauprogramm (=1% des BIP) unterstützt werden. Die aktuellen Wirtschaftszahlen bestätigen diese hochgesteckten Hoffnungen allerdings noch nicht. Nach einer zügigen Erholung vom A-Reaktor-Schock zeigen die jüngsten Indikatoren wie die Industrieproduktion oder die Haushaltsausgaben (August -4.1%) zumindest eine Verschnaufpause an. Die Arbeitslosigkeit dürfte 2012 wieder auf über 5% ansteigen. Der September-Einkaufsmanagerindex ist nach 4 Monaten im positiven Territorium wieder in den Rezessionsbereich gefallen.

Europa: Die EU-Kommission kommt in ihrem September-Interimsprognose zum Schluss, dass der Aufschwung inmitten der Finanzmarktkrise zum Erliegen komme. Der für 80% des EU-BIPs 2011 erneuerte Vorschau (EU-27: 1.8%) weicht

zwar nicht stark von den Mai-Schätzungen (1.7%) ab, aber da das erste Halbjahr signifikant über den Erwartungen lag, bedeute dies im Klartext einen raschen und ebenso deutlichen Abfall im zweiten Halbjahr 2011. Zweitens öffnet sich die Kluft zwischen den Krisenstaaten und den Kernvolkswirtschaften weiter. In Europa hat sich die Staatsfinanzkrise auch im dritten Quartal 2011 trotz angekündigten Sparpaketten in Griechenland, Spanien, Italien, Frankreich und Portugal weiter verschärft und ein Ende ist nicht abzusehen. Die Ratlosigkeit und Realitätsverweigerung vieler EU-Regierungen blockieren eine baldige Lösung. Noch immer fürchten sie unabsehbare Folgen einer Staatsbankrotts oder eines Euro-Austritts Griechenlands. Um die Stunde der Wahrheit aufzuschieben werden deshalb weitere Hilfgelder nach Griechenland und wohl bald auch wieder an andere Länder bezahlt werden. Der aus Hilfgeldern akkumulierte Schuldenberg in- und ausserhalb der Staatsrechnungen nimmt immer bedrohlichere Ausmasse an.

2010 wurde ein erstes EUR 110 Mrd. schweres Rettungspaket für Griechenland geschnürt. Daraufhin wurde ein EUR 440 Mrd.-Fonds, die so genannte European Financial Stability Facility (EFSF) lanciert, der nach Zustimmung aller 17 Euro-Länder auf EUR 780 Mrd. aufgestockt wird. Diese zeitlich auf 2013 limitierte Hilfe soll durch einen permanenten Hilfsfonds den European Stability Mechanism (ESM) ersetzt werden. Die Europäische Zentralbank reduzierte schon 2010 die Anforderungen an die Bonität von Pfändern und kaufte als "Ausnahme" griechische Staatsanleihen am Sekundärmarkt. Weitere Liquiditätshilfen wurden an irische Banken gewährt und die EZB kaufte auch portugiesische und irische Staatsanleihen. Am 7. August kündigte die EZB Käufe von italienischen und spanischen Staatsanleihen an. Diese Engagements bestätigen wie im Falle von Griechenland, Irland und Portugal, dass auch in Italien und Spanien gravierende Probleme bestehen. Bis zum 19. September kumulieren sich die im Rahmen des im Mai 2010 gestarteten Securities Markets Program getätigten EZB-Käufe Staatsanleihen auf EUR 152.5 Mrd. Zusätzlich

griffen auch nationale Notenbanken in das Marktgeschehen ein. Von der ursprünglichen EFSF sind bereits EUR 240 Mrd. vergeben. Somit verbleiben noch EUR 200 Mrd., was für einen Krisenfall Italien oder Spanien nicht ausreichen würde. Die EZB musste ihr Eigenkapital von EUR 6 Mrd. auf EUR 10 Mrd. aufstocken. Mitte 2011 folgte das zweite Rettungspaket für Griechenland in Höhe von EUR 110 Mrd. Die Banken versprachen am 21. Juli an einem Verlängerungs- und Rückkaufprogramm griechischer Staatsschulden teilzunehmen. Die Gläubiger sollen per Saldo inklusive Laufzeitenverlängerung im Durchschnitt auf 21% ihrer Forderungen verzichten. Diese "verkräftbaren" Einbussen werden aber von der Politik bereits wieder infrage gestellt, weshalb die Renditen der griechischen Staatsanleihen (10 J), die nach der Ankündigung des zweiten Rettungspaketes temporär auf 14.7% (22.7.) gefallen waren wieder auf 24.75% (27.9.) anstiegen.

Zur Problemlösung will ein Teil der EU-Politik weitere Schritte in Richtung Zentralisierung der Wirtschaftspolitik und eine massive Aufstockung des EU-Staatshaushaltes vorantreiben. Türöffner dazu könnten die Eurobonds aber auch die EFSF sein. Mitte August haben sich die deutsche und französische Regierung zwar noch gegen die Ausgabe von Eurobonds ausgesprochen. Sie streben aber eine gemeinsame Wirtschaftsregierung für die Eurozone an, eine Finanztransaktionssteuer und eine verbindliche Schuldenbremse für alle Euroländer.

Die Übersicht und die Prioritäten der Hilfsmassnahmen werden immer anspruchsvoller. Deshalb haben die Regierungen von Deutschland und Frankreich beschlossen, bis Ende Oktober eine Gesamtlösung für die Bewältigung der Euro-Staatsfinanzkrise und der Refinanzierung der Banken zuhanden des nächsten G-20-Gipfels anfangs November in Cannes zu erarbeiten, um das Chaos der Rettungsmassnahmen zu beenden. Priorität dürfte dabei die Rettung der Banken haben, um einen Dominoeffekt auf die Staatshaushalte und einen Flächenbrand zu ver-

hindern. Voraussetzung dazu sind aber bedeutende Änderungen der EU-Verträge. Dass im derzeitigen Umfeld vorerst die Privatinvestoren, dann die Staaten und erst subsidiär am Schluss die EFSF Nachfinanzierungen des Bankensektors tragen sollen, erscheint illusorisch. Realistischer dürfte eine Ausweitung der Finanzkraft der EFSF mittels Fremdkapitalaufnahme (Leveraging) sein, wobei sich auch dann die Frage stellt, wer diese notwendigen EUR 500-2000 Mrd. für die Rettung von Banken und Staaten zur Verfügung stellen soll. Auch die Frage, ob nur Quotenhaftungen oder eine Solidarhaftung im Pleitefall zum Zuge kommen, bleibt ungeklärt.

Die Staatsverschuldungsprobleme in Europa bleiben akut und es dürfte nur eine Frage der Zeit sein, bis andere Staaten im Gefolge von Griechenland auch wieder in Finanznotstände geraten. Als Brandbeschleuniger könnte sich dabei eine sich vertiefende und lange anhaltende Rezession oder eine durch Abschreibungen von Staatsanleihen verursachte weitere Bankenkrise erweisen. Ein Vorbote dazu könnte die anfangs Oktober notwendig gewordene staatliche Rettung der belgischen Dexia, der mit einer Bilanzsumme von EUR 518 Mrd. grösste Bank in Belgien, sein. Dexia ist mit Ausständen von rund EUR 4.8 Mrd. einer der grössten Gläubiger Griechenlands. Zudem hält Dexia für EUR 15 Mrd. italienische Staatsanleihen und Guthaben bei hochverschuldeten US-Bundesstaaten und Regionen in Höhe von EUR 60 Mrd. Belgien (64.5%), Frankreich (32.5%) und Luxemburg (3%) werden dazu Garantien von EUR 90 Mrd. über 10 Jahre leisten. Ein echter Kapitaleinschuss von EUR 54 Mrd. würde die Staatsverschuldung Belgiens um 16% auf EUR 394 Mrd. und die Verschuldungsquote von 96.8% (Ende 2010) auf 112% erhöhen. Bei Frankreich wirkt sich das Engagement weniger dramatisch aus (Schulden + 2%, Quote + 1.7% auf 83.4% des BIP). Dennoch könnten die übernommenen Garantien die ohnehin schon infrage gestellte Bonitätsbenotung (FR: AAA, BE: AA-) gefährden.

Euro- oder Eurolandbonds: Unter Eurobonds sind Anleihen gemeint, die von den Ländern der Eurozone gemeinsam ausgegeben werden. Eigentlich wäre die Bezeichnung Eurolandbonds zutreffender. Die Eurostaaten würden gemeinsam, solidarisch oder quotenmässig, dafür haften. Könnte ein Staat seine Zinsen und Schulden nicht mehr bezahlen, müssten andere Staaten einspringen.

- **Vorteile von Eurolandbonds:** Die Krisenländer könnten wieder Geld am Kapitalmarkt aufnehmen. Die Zinsen für schlechte Schuldner würden sinken, was deren Haushaltssanierung vereinfachen würde. Die EU müsste Strukturreformen vorantreiben. Ob allerdings ein gemeinsamer Finanzhaushalt oder zumindest eine massive Aufstockung des EU-Haushaltes für die einzelnen Länder von Vorteil wären, hängt davon ab, ob man als Geber- oder als Nehmerland auftritt. Die Regierungen von Frankreich und Deutschland lehnen Eurolandbonds zum heutigen Zeitpunkt ab, andere Länder wie Italien oder Griechenland befürworten sie.

- **Nachteile:** Gute Schuldner müssten höhere Zinsen zahlen. Die disziplinierende Funktion des Kapitalmarktes für die Haushaltspolitik würde entfallen, da auf Defizitstaaten kein Druck mehr über Zinsunterschiede aufgebaut würde. Ohne klar festgelegte Sanktionen könnten sich einzelne Staaten auf Kosten der Gemeinschaft übermässig verschulden. Die Zinsen für Eurolandbonds dürften etwa jenen des Stabilitätsfonds EFSF entsprechen. Deutschland müsste demnach für 10-jährige Anleihen rund 1% mehr bezahlen als heute, Italien würde rund 2% sparen. Die Marktzinsen für Griechenland würden gar um 18% sinken.

Die Politik scheint dabei allerdings die Beurteilung von Eurolandbonds durch die Rating Agenturen zu übersehen. So hat beispielsweise S&P angekündigt, dass sie gemeinsame Anleihen der Euro-Staaten mit dem Rating des am wenigsten kreditwürdigen Mitgliedslandes bewerten würde, d.h. aktuell mit CC, was dem Rating von Griechenland entspricht (CC = hohe Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls), obwohl noch 6 der

17 Euro-Länder (DE / FR / NL / AT / SF / LX) ein AAA-Rating aufweisen.

Euro-Rettungsschirm ESFS bzw. ESM: Bereits denkt die Politik darüber nach, den ESM als Bank auszugestalten, damit diese gekaufte Staatsanleihen wiederum bei der EZB als Pfand für neue Liquiditätsbeschaffung hinterlegen kann. Mit dem von der EZB gehaltenen Geld sollen dann weitere Staatsanleihen, auch aus Emission, erworben werden. Damit könnte das der EZB auferlegte Verbot, Staatsanleihen aus Emission zu kaufen, elegant umgangen werden. Diese Idee ist die Retourkutsche dafür, dass die EZB damit liebäugelt, ihre erworbenen minderwertigen Staatsanleihen an den aufgestockten ESM abzustossen, was im Insolvenzfall zur Folge hätte, dass nicht die EZB, sondern die Staaten Verluste erleiden würden. Auch die Idee, das Geschäftsvolumen des ESM mittels Aufnahme von Publikumsschulden massiv auszubauen, findet zusehends Anhänger, denn damit könnten die Staatshaushalte optisch entlastet werden. Garantien und ausgesiedelte Schulden gehen nicht *tel quel* in die staatliche Verschuldungsquote ein. Die EFSF be gibt bekanntlich bereits heute eigene Anleihen aus, wobei die Garantiestaaten nur für ihre Quote haften. Steht die EFSF oder später der ESM im Insolvenzfall eines Landes in Konkurrenz mit dem IWF oder privaten Gläubiger, so genießt der IWF ein Konkursprivileg, während EFSF/ESM im gleichen Rang wie die privaten Gläubiger steht. Deshalb dürfte der Ruf nach Pfanddeckung sowohl der Staatskredite als auch der Euroland- oder ESM-Anleihen ein Thema bleiben. Finnland, die Niederlande und Österreich haben solche Forderungen bereits zur Diskussion gestellt.

TALF-Programm: Auch die Nachahmung des amerikanischen TALF-Programms (Term Asset-Backed Security Loan Facility) wird in Europa diskutiert. Die EZB müsste grossen Investoren wie Banken, Versicherungen etc. kostengünstige Kredite gewähren, mit denen diese Staats- oder allenfalls andere Anleihen aufkaufen müssen. Erleiden die Investoren wegen Insolvenz eines Schuldners Verluste, wird dieser teilweise (z.B.

erste Tranchen von 5-10%) von den Regierungen übernommen. Im Gegensatz zur USA, wo nur eine einzige Regierung geradestehen musste, würde es in der EU wesentlich komplizierter, weil dann einzelne Staaten allenfalls für Insolvenzen anderer EU-Länder wenigstens teilweise geradestehen müssten.

Die Anleihenlandschaft in Europa dürfte sich somit in den nächsten Jahren massiv verändern wird. Nebst all diesen neuartigen Staatsfinanzierungen stehen die Emissionen von Zwangswandelanleihen (Cocos) und anderen Instrumenten zu Rekapitalisierung der Banken in den Startlöchern. Der gegen Quartalsende wieder erhöhte Zugriff von EU-Banken auf EZB-Liquiditätshilfen (Mitte September ca. EUR 200 Mrd.) zeigt, dass im Interbankengeschäft wieder Misstrauen aufkeimt. Diese Sorgen beschäftigen auch den IWF, der in den Bilanzen europäischer Banken noch einen EUR 200 Mrd. Abschreibungsbedarf für Staatsanleihen aus Krisenländern (GT / PT / IE / ES / BE / IT) ortet. Nur 12% der Staatsanleihen befinden sich in den zu Tageswerten bewerteten Handelsbüchern. Dazu kommen weitere EUR 100 Mrd. Risiken aus dem Interbankengeschäft mit Gegenparteien aus diesen Ländern. Bei 18 der 91 analysierten EU-Banken machen die noch nicht vorgenommenen Marktwertkorrekturen mindestens die Hälfte des Kernkapitals aus. Auch wenn diese 18 Banken nur 12% der gesamten Bilanzsumme der 91 Finanzinstitute ausmachen, würde sich die Anzahl der Banken, die gemäss dem Juli-Stresstest nachfinanziert werden müssen, verdoppeln.

Deutschland: Die bis anhin stärkste Volkswirtschaft der EU, Deutschland, zeigt ebenfalls erste Schwächezeichen. Die deutschen Bürgschaften für die EFSF sollen parallel zu dessen Aufstockung von EUR 440 Mrd. auf EUR 780 Mrd. von EUR 123 Mrd. auf EUR 211 Mrd. aufgestockt werden (DE-Anteil 27%). Im Bedarfsfall könnten die bereitgestellten Garantien sogar EUR 253 Mrd. erreichen. Noch gravierender stuft das Münchner ifo-Institut die Situation im Falle eines "worst-cases" ein, denn dann könnten eingegan-

gene Verpflichtungen von bis zu EUR 465 Mrd. eintreten.

Frankreich: Als erstes EU-Land hat Frankreich am 8. September dem Euro-Rettungsschirm zugestimmt, aber auch Budgetmassnahmen wie höhere Tabak-, Versicherungs- und Reichensteuern beschlossen. Dennoch kamen am 10. August erste Gerüchte über einen Verlust der AAA-Bonitätsbenotung auf. Dazu beigetragen haben allfälliger Nachfinanzierungen französischer Banken. Am 12. September gerieten die französischen Banken wegen der sich zuspitzenden Insolvenzgefahr Griechenlands unter Druck und die zwei französischen Grossbanken BNP (Nr. 1 in Europa mit einer Bilanzsumme von EUR 1998 Mrd. per 31.12.2010) und Société Générale (Nr. 10 / EUR 1132 Mrd.) kündigten Restrukturierungspläne an. Dennoch stuft Moody's am 14.9. die Sogenal von Aa2 auf AA3 mit weiterhin negativem Ausblick ab, ebenso die Crédit Agricole (Nr. 5 / EUR 1'731 Mrd.) von Aa1 auf Aa2.

PIIGS: Die Krisenländer geraten zusehends in eine Zinsknechtschaft der reicheren EU-Länder. Griechenland müsste allein schon ein nominelles Wachstum von rund 6%, Irland von 5% und Portugal von 4% aufweisen, um die Verschuldungsquote zu stabilisieren. Von einem solchen Wachstum sind diese Länder aber wegen der staatlichen Austerität weit entfernt. Die Schweizer Banken sind zwar ebenfalls in den PIIGS-Ländern engagiert, aber die Kreditpositionen halten sich mit gut USD 30 Mrd. in verkraftbaren Grenzen: (BIZ März 2011: IT USD 11.8 Mrd. / ES USD 10.8 Mrd. / PT USD 2.9 Mrd. / BE USD 1.6 Mrd. / IE USD 1.5 Mrd. / GR USD 0.7 Mrd.). Die 24 grössten US-Banken haben Ausstände von USD 147 Mrd. in den PIIGS-Ländern.

Italien: Das BIP-Wachstum verläuft mit Zuwächsen von 1.0% im ersten und 0.8% im zweiten Quartal gegenüber dem Vorjahr mager. Italien meldete im Juli das Erreichen der EUR 2'000 Mrd. Schuldenmarke und die Regierung kündigte zusätzliche Sparmassnahmen von EUR 56 Mrd. an, um den Staatsetat ab 2013 zum Ausgleich brin-

gen. Das verabschiedete Sparpaket beruht zu 85% auf erhofften höheren Staatseinnahmen und nur zu 15% auf Ausgabenkürzungen. Dennoch wurde Italien am 19. September von S&P und am 4. Oktober von Moody's in der Schuldnerbonität mit negativem Ausblick zurückgestuft. In der Folge mussten auch etliche italienische Banken sowie die Staatsunternehmen ENI und ENEL eine Rückstufung hinnehmen. Grund dafür ist ein schwaches Wirtschaftswachstum bis 2014 (0.7% p.a.) und ein Anstieg der Verschuldungsquote von 119% per Ende 2010 auf bis zu 124%, aber auch Zweifel an der Umsetzung des Sparpaketes. Ähnliche Zweifel hegt auch der IWF. Eine Staatsverschuldung von 119% bedeutet hinter Griechenland die zweithöchste Staatsverschuldung in Europa. Italien weist die höchste vom Publikum gehaltene Staatsverschuldung in Europa auf und das Land ist der drittgrösste öffentliche Schuldner weltweit. Dieser Betrag muss auch im Verhältnis zur EFSF gesehen werden, die nur noch über EUR 200 Mrd. Mittel frei verfügt. Experten rechnen im Krisenfall mit einem notwendigen Rettungspaket in Höhe von EUR 490 Mrd. Am stärksten in Italien sind Banken aus Deutschland (USD 266 Mrd.), Österreich (USD 105 Mrd.), Spanien (USD 72 Mrd.) und Frankreich (USD 41 Mrd.) engagiert.

Spanien: Die grössten Bankgläubiger in Spanien sind gemäss BIZ-Statistik per Ende März 2011 Grossbritannien mit USD 433 Mrd., die USA (USD 228 Mrd.), Brasilien (USD 191 Mrd.), Mexiko (USD 147 Mrd.), Portugal (USD 90 Mrd.), Chile (USD 63 Mrd.) und, Deutschland (USD 58 Mrd.). Das lateinamerikanische Bankenexposure in Spanien stellt sich insgesamt auf USD 469 Mrd. Sollte es in Spanien zu einer Bankenkrise kommen, würde sich diese wohl auch auf Lateinamerika übertragen. Für Spanien rechnen Experten im Krisenfall mit einem notwendigen Hilfspaket in Höhe von EUR 290 Mrd.

Griechenland: Im zweiten Quartal sackte das griechische BIP um 7.3% (gegen VJ) ab, nachdem bereits im ersten Quartal ein Rückschlag um 5.5% und 2010 ein Rückgang um 4.5% verzeich-

net wurde. Noch im Mai rechnete die Regierung mit einer Schrumpfung des BIP 2012 um 3.8%, nun geht sie bereits von einem Minus von 5.3% aus. Trotz des zweiten Hilfspaketes bleibt Griechenland akut insolvenzgefährdet, denn das Land kann seine Haushaltsziele (Defizit 2011: maximal 7.6% des BIP), die Grundlage für weitere Tranchen der internationalen Hilfszahlungen, voraussichtlich nicht einhalten. Bereits rechnet die Regierung mit mindestens 8.2%, Experten sogar mit 9.1%. Bis August ist der Fehlbetrag der Staatsrechnung um 22% auf EUR 18.1 Mrd. angestiegen (Einnahmen -5.3% auf EUR 30.7 Mrd., Ausgaben +8.1% auf EUR 47.4 Mrd.). Deshalb fordert Griechenland bereits wieder eine Fristverlängerung für die Auflagen-Erfüllung und gleichzeitig wurden riesige Steuerschulden, vor allem seitens der Eisenbahn und anderer öffentlichen Verkehrsbetriebe in Höhe von EUR 30 Mrd. bekannt. Bisher zeichnete sich Griechenland nur durch grosse Ankündigungen aus, denen jedoch lediglich Beschönigungen für Vertragsverletzungen und Vertagungen der Massnahmen folgten. Trotz des ernüchternden Fazits ihrer aktuellen Prüfmision zu den Spar- und Reformbemühungen Griechenlands ist die Troika (EU, EZB, IWF) praktisch gezwungen, grünes Licht für die Auszahlung der nächsten 8-Milliardentranchen Hilfgelder geben. Eine Verweigerung würde eine sofortige Pleitewelle auslösen, was sich die EU noch vor der anvisierten umfassenden Bankenrekapitalisierung nicht leisten kann. Das Sparprogramm 2011-2015 im Ausmass von EUR 32 Mrd. geht nach Ansicht der Troika nicht auf, wenn die griechischen Behörden nicht viel strengere Strukturreformen vollzögen. Die Staatsverschuldungsquote droht trotz aller Massnahmen von 143% im Jahr 2010 bis 2012 auf 173% anzusteigen.

Gemäss einer Grossbankstudie würde ein Austritt aus dem Euro-Verbund Griechenland in die Zahlungsunfähigkeit stürzen und im ersten Jahr rund 40-50% des BIPs kosten, im zweiten Jahr weitere 10-15%. Um zu verhindern, dass griechische Bürger ihr Geld vor einem drohenden Staatsbankrott ins Ausland in Sicherheit bringen,

werden bereits Kapitalverkehrskontrollen diskutiert. Dies hindert viele Griechen aber nicht daran, ihre Guthaben bei den Banken abzuheben, ohne diese aber in die griechische Wirtschaft zu investieren. Um den Staatshaushalt mittelfristig zu stabilisieren müsste die wiedereingeführte Drachme gegenüber dem Beitrittskurs zum Euro um schätzungsweise 55% abwerten. Ob eine Rückkehr zur Drachme auch eine Umwandlung der ausstehenden Euro-Staatsanleihe einschliesst, die zu 90% unter griechischem Recht ausgegeben wurden, bleibt offen. Wenn ja, werden Investoren wie Banken, aber auch Notenbanken, die solche Papiere als Pfänder halten, massive Verluste erleiden. Sie werden nicht nur auf einen Teil ihrer Forderungen verzichten müssen, sondern auf den verbliebenen Guthaben zusätzlich noch Währungsverluste erleiden.

Portugal: Portugals neue Regierung hat Mitte Juli eine Verschärfung des Sparkurses angekündigt, um ein erst im Juli entdecktes Haushaltsloch von rund EUR 2 Mrd. zu stopfen. Portugal muss sein Haushaltsdefizit von 9.8% der BIP im Jahr 2010 auf 4.5% in 2012 zurückzuführen. Im Gegenzug erhält das Land Finanzhilfen von insgesamt EUR 78 Mrd. Euro von der EU und vom IWF. Am 21. September kündigte Portugal dennoch an, dass sich die Regierung für den Ernstfall wappne, wenn z.B. Griechenland insolvent und damit auch die Kreditwürdigkeit Portugals vernichtet würde. Diese Angst ist berechtigt, denn anfangs Oktober kamen wegen des schwächer als erwarteten Wirtschaftswachstums Zweifel auf, ob Portugal seine Vorgaben erfüllen kann.

Irland: Von den drei von der EU gestützten Ländern verzeichnet einzig Irland gewisse Fortschritte und die gestärkte Glaubwürdigkeit hat auch zu einem deutlichen Zinsrückgang der 10-jährigen Anleihen von über 12% Ende Juni auf noch 7.8% Ende September geführt. Damit hebt sich Irland deutlich von den übrigen PIIGS-Staaten ab. Die Regierung rechnet damit, dass das vom IWF und der EU gesetzte Defizit-Ziel von 10,6% in diesem Jahr unterschritten wird. Ausserdem rechnet der Premier schon bald mit einer Hochstufung der

Kreditwürdigkeit des Landes durch die Ratingagenturen. Irland will sogar bereits 2012 versuchen, wieder Staatsanleihen auf den Markt zu geben.

Schweiz:

Die volkswirtschaftliche Gesamtrechnung der Schweiz zeigt für 2010 ein breit abgestütztes Wachstum von 2.7% (2009: -1.9%). Dynamisch entwickelten sich die Exporte (+9.7%) und die Investitionen (+7.5%), wobei die Ausrüstungen (+10.9%) noch stärker zunahm als die Bauten (+3.5%). Der Konsum wuchs um 1.6%. Die Schweiz verzeichnet nun schon seit 7 Jahren ein stärkeres Wachstum als die EU. Seit 2003 legte die Schweiz trotz Finanzkrise bis 2010 16%, die EU lediglich 9% zu. Nach 2.5% Wachstum zu Jahresbeginn fiel der BIP-Zuwachs auch im zweiten Quartal mit 2.3% relativ robust aus. Der grösste Wachstumsbeitrag stammte vom Privatkonsum, während die Impulse zu Jahresbeginn noch von den Investitionen und vom Aussenhandel ausgingen. Trotz Frankenstärke verlief der Geschäftsgang der Schweizer Industrie positiv. Die Produktion erhöhte sich im Vergleich zum Vorjahr um 2.3%, die Umsätze nahmen um 3.1% zu. Sogar die Auftragseingänge (+2.6%) und die Auftragsbestände (+10.1%) legten erneut zu. Der Konsens für 2011 liegt bei 2% BIP-Wachstum. Nachdem die Wirtschaft im Halbjahr mit 2.4% wuchs, bedeutet dies, dass die Ökonomen in der zweiten Jahreshälfte immer noch ein Wachstum von 1.7% erwarten. Der Bau dürfte sich auch im restlichen Jahresverlauf günstig entwickeln. Allein schon die Baubewilligungen, die zur Jahresmitte um 37% über dem Vorjahr lagen, deuten auf eine fortgesetzte hohe Aktivität im Wohnbausektor hin. Zu dieser Einschätzung kommt auch die Bauwirtschaft angesichts der gefüllten Auftragsbücher (+5.7% auf CHF 13.9 Mrd.). Die Kapazitätsauslastung erreichte im Halbjahr 2011 mit 84% gemäss KOF ein Allzeithoch.

Die Wachstumsschätzungen für 2012 wurden seit Jahresbeginn bis Ende September um 0,6% auf noch 1.4% zurückgenommen. Die Herbstprognosen wurden zwar deutlich reduziert, aber

sie erscheinen für 2012 immer noch um rund 1% zu hoch, weshalb die nächsten Korrekturen trotz Frankenstützung und trotz des CHF 800 Mio. schwerem Konjunkturprogramms eher nach unten erfolgen dürften. Erstmals seit Jahren drohen Finanz- und Werkplatz gleichzeitig in eine Rezession abzudriften. Die Vorlaufindikatoren sprechen eine deutliche Sprache: Der Einkaufsmanagerindex hat Ende September auch für die Schweiz die 50-Punkte-Marke unterschritten, was in der Regel den Beginn einer Schrumpfung bedeutet. Der monetäre KER-Konjunkturindikator (Kaufmann Research AG) zeigt aufgrund der jüngsten Frankenstärke nicht nur eine Stagnation der Schweizer Wirtschaft an, sondern eine Rezession im Ausmass von 0.9% im Jahre 2012 und 0.6% im Jahre 2013. Das Konjunkturbarometer der Konjunkturforschungsstelle KOF (ETH Zürich) signalisiert für die kommenden Monaten eine deutliche Abschwächung der Wirtschaft. Die Konsumentenstimmung hat sich zwischen April und Juli erneut abgeschwächt. Per Saldo könnte die Arbeitslosenrate weit über die vom Seco (Bundesamt für Wirtschaft) für 2012 prognostizierten 3.4% (heute 2.8%) ansteigen.

Die Frankenstärke führte in einer ersten Phase bei vielen Exportunternehmen zu einer Margenerosion, der nun eine Volumenschrumpfung folgen dürfte, von der auch die Binnenwirtschaft betroffen wird. Deutlich sichtbar wurden die Währungsnachteile und die abflachende Weltkonjunktur im August. Sowohl im Export als auch im Import sanken die Preise. Deshalb fielen die nominellen Exporte um 4.1% während sie real noch um 1.9% zulegten. Die Importe sanken um 6.4%, real nur um 1%. Real liegen die Ausfuhren in den ersten 8 Monaten noch um 12.2% über dem Vorjahr, die Importe um 3.5%. Der nominelle Handelsbilanzüberschuss nahm um 13% auf CHF 15.1 Mrd. zu.

Die halbjährliche Hochrechnung des Bundes zeigt für 2011 anstelle eines budgetierten Defizits von CHF 0.6 Mrd. einen Überschuss von CHF 2.5 Mrd. Die Verbesserung ist vor allem auf die unerwartet hohen Einnahmen zurückzuführen. Der am

29. Juni vom Bundesrat verabschiedete Budgetentwurf 2012 sieht gegenüber der Rechnung 2010 ohne Konjunkturprogramm gerechnet eine massive Steigerung der Ausgaben um 8.2% auf CHF 64.1 Mrd. vor. Die Einnahmen sollen um 2% auf CHF 64.1 Mrd. zulegen, so dass ein Defizit von CHF 646 Mio. resultiert. Bereits haben auch 15 von 21 Kantonen defizitäre Budgets 2012 beschlossen, einerseits wegen der Spitalfinanzierung (+ CHF 1 Mrd.), weil ihr SNB-Gewinnanteil von CHF 1.7 Mrd. entfällt oder weil sie Pensionskassen sanieren müssen. Die Regierungen der Kantone Zürich (+7%) und St. Gallen (+10%) haben deshalb Steuererhöhungen vorgeschlagen.

3. Inflation

Die Inflation in der OECD stellte sich per August auf 3.2% (Kerninflation: 1.8%), ein Wert der über der 2%-Stabilitätsmarke in den meisten Ländern liegt und den höchsten Stand seit rund 3 Jahren bedeutet. In der Euro-Zone stieg die Teuerung im September auf 3.0%, in Deutschland auf 2.8%, in den USA im August auf 3.8%. In Grossbritannien übersteigt die Inflation mit 4.5% die Lohnzuwächse deutlich. Wegen Tarifierhöhungen der Elektrizitäts- und Gaswerke dürfte die Inflation sogar noch auf gegen 5% zulegen. In den meisten Ländern werden in den nächsten Monaten jedoch statistische Basiseffekte wirksam, die die Teuerung wieder spürbar drosseln werden. Dazu kommen die Rezessionsängste, die Preiserhöhungen ebenfalls bremsen werden. Nach wie vor herrscht in zahlreichen wichtigen Emerging Markets Inflationsdruck: August Indien 9%, Russland 8.1%, Brasilien 7.2%, Türkei 6.7%, Südafrika 5.3%. In China hat die Teuerung mit 6.2% zwar etwas nachgelassen, aber die Nahrungsmittelpreise stiegen immer noch zweistellig.

Schweiz: Im September betrug die Teuerung in der Schweiz 0.5%. Sollte der Konsumentenpreisindex bis Ende 2012 unverändert bleiben, resultiert für 2012 eine negative Teuerung von 0.3%. Der starke Franken und die Wirtschaftsabkühlung zeigen zunehmend Wirkung.

So lagen die Importpreise im August um 2.2%, die Produzentenpreise um 1.8% unter dem Vorjahresstand. Die SNB hat in ihrer September-Prognose die Inflationserwartungen deutlich gesenkt. Ging sie noch im Juni von 1% bzw. 1.7% in den nächsten zwei Jahren aus, erwartet sie nun nach 0,4% im laufenden Jahr in 2012 eine negative Inflation von -0.3% und 2013 eine Teuerung von lediglich 0.5%. Diese Prognose ist für die Geldpolitik massgebend, was im Klartext eine Tiefzinspolitik noch über längere Zeit bedeutet. Auch das Bundesamt für Statistik senkte im September seine Teuerungsprognosen auf 0.4% für 2011 und auf 0.3% für 2012. Auslöser waren die Preisentwicklung der letzten Monate, namentlich für Erdölprodukte und Lebensmittel. Der Lohnruck, der 2010 mit einer nominellen Zunahme um 0.8% eine reale Steigerung um nur 0.1% ergab, bleibt angesichts der bevorstehenden Konjunkturabflachung bescheiden.

4. Zinsen

Die Notenbanken setzen im dritten Quartal ihre extreme Tiefzinspolitik fort, weshalb die Geldmarktsätze in vielen Leitwährungen, mit Ausnahme des Euros, auf historische Tiefststände fielen. Das Gleiche trifft auch für zahlreiche Anleihssegmente zu. So erreichten die Rendite für 10-jährige Schweizer Staatsanleihen am 23. September 0.91% und fiel damit erstmals unter das japanische Zinsniveau. Gleichzeitig sank die Rendite der 10-jährigen Anleihen Deutschlands in EUR auf 1.69%, jene von Grossbritannien auf 2.32%, jene der US-Treasuries auf 1.72%, alles historische Tiefststände. Die Rendite der japanischen Staatsanleihe sank im September temporär auf 0.98%, auf einen international betrachtet zwar tiefen Stand, aber in Japan wurde bereits 2003 ein historisches Tief von nur 0.53% verzeichnet. In der Eurozone öffnete sich die Renditeschere zwischen den Staatsanleihen der Krisenstaaten und der verbliebenen AAA-Staatsschuldnern weiter. So musste Griechenland Ende September rund 21% höhere Zinsen für 10-jährige Staatsanleihen bezahlen als

Deutschland. Der Risikoaufschlag für Portugal stellte sich auf 9.4%, für Irland auf 5.9%, für Italien auf 3.7% und selbst für Spanien auf 3.2%.

Die fallenden Renditen einiger Staatsanleihen ist nicht eine Folge von Fortschritten bei der Eindämmung der Staatsdefizite, sondern auf die "Flucht in die Sicherheit" zurückzuführen. Die Flucht in Staatsanleihen und die Tiefzinspolitik der Notenbanken hat zu derart tiefen Zinsen geführt, dass nun vielerorts eine negative Realrendite selbst für langfristige Zinsanlagen resultiert. Glaubwürdige Massnahmen zur Sanierung der Staatshaushalte oder eine forciert durchgeführte Rekapitalisierung der Banken könnte diese Flucht in die Sicherheit ausbremsen und im Extremfall in Deutschland, in den USA oder in der Schweiz sogar Zinserhöhungen verursachen. Der Ruf nach der Einführung von Schuldenbremsen oder bereits konkrete Beschlüsse dazu in Deutschland, Frankreich, Italien oder sogar in den USA zielen in diese Richtung, aber bis die Resultate der Umsetzung sichtbar werden, verstreichen wohl noch viele Jahre.

Das dritte Quartal 2011 wurde von zahlreichen Bonitätsabstufungen geprägt. Als Donnerschlag für die Finanzmärkte erwies sich am 5. August die erstmaligen Abstufung der USA von AAA auf AA+ durch die Rating Agentur Standard & Poor's. Diese Abwärtskorrektur bezieht sich auf längerfristige Anlagen, kurzfristige Papiere bleiben bei AAA, aber die generellen Aussichten der Vereinigten Staaten wurden mit "negativ" benotet. Der US-Treasury-Markt reagierte auf die Rating-Abstufung nicht wie von vielen erwartet mit einem Zinsschub. Im Gegenteil, in den 3 Tagen nach der Rating Absenkung fielen die Zinsen der 10-jährigen Papiere von 2.55% auf 2.14%. Ende Quartal stellte sich diese Rendite noch auf 1.93%. Dieser Zinsrückgang kann als Indikator für aufkommende Rezessionsängste interpretiert werden. Der Konjunkturpessimismus übertrug sich auch auf die Aktienmärkte, den USD und auf viele Rohstoffpreise. Die enttäuschende Stellungnahme von Präsident Obama anlässlich seiner Fernsehansprache an die Nation, die weder

einen ernsthaften Willen zur Defizitreduktion noch Lösungen zur Stabilisierung der Staatsverschuldung aufzeigte, hat das Vertrauen weiter untergraben.

Dass die kurzfristigen US-Kredite ihr AAA beibehalten ist von grosser Bedeutung, denn damit können sie von Geldmarktfonds, die meistens nur AAA-Anlagen tätigen dürfen, weiterhin erworben werden. Mit der Abstufung der USA ging zwangsweise auch eine Abklassierung jener Institutionen einher, die ihr AAA-Rating nur dank der Garantie des amerikanischen Staates zugesprochen erhielten. Dazu zählen vor allem die riesigen Hypothekarinstitute Fannie Mae und Freddie Mac (beide neu AA+). Nebst den US-Institutionen stellt sich die gleiche Frage auch für internationale Entwicklungsbanken, an denen die USA beteiligt ist, so die Inter-Amerikanische Entwicklungsbank (USA = 29% des Aktienkapitals der IADB), die Weltbank (17%), die African Development Bank (6%), die Asian Development Bank (6%) oder die Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (10%). Bis anhin wurde die Garantie der USA nicht angezweifelt, weshalb diese vorerhand ihre AAA-Benotung behalten. Mit weiteren Bonitätsabklassierungen für Italien, Frankreich, Spanien, Portugal und zahlreichen Banken (7 in Italien, 30 Regionalbanken in Spanien, 12 Banken in Grossbritannien, 9 Banken in Portugal) und der bereits zuvor auf Ramschniveau deklassierten Banken in Griechenland und Irland, sind Anleihen von Banken und von verschuldeten Ländern zu einem Minenfeld für Anleger geworden. So sind weitere Grossbanken wie die RBS, die Deutsche Bank, die Société Générale oder UniCredit sind ebenfalls ins Visier der Investoren geraten, weil auch sie bei einem Kreditausfall von beispielsweise 20% für Spanien oder bis zu 70% für Griechenland stark betroffen würden. Die UBS wurde anfangs Oktober von Fitch von A1 auf A zurückgestuft, allerdings mit stabilem Ausblick. Grund dafür ist das neue TBTF-Gesetz, das von der Rating Agentur als Absage an eine indirekte Staatsgarantie betrachtet wird. Die Credit-Suisse steht bei Fitch unter Beobachtung. Diese Problemsegmente sind sehr gross, denn zusam-

men repräsentieren sie 89% der weltweiten Obligationenmärkte. Ein Schuldenabbau dieser Sektoren (Deleveraging) wird die Realwirtschaft über Jahre hinweg beeinträchtigen.

Per Mitte 2011 waren weltweit Anleihen in Höhe von rund USD 99'000 Mrd. ausstehend. Davon entfielen rund 71% auf Inlandemissionen und 29% auf internationale Papiere. Die Staatsanleihen machten dabei 44% aus, die Bankanleihen 45% und jene der Industrieunternehmen 11%. Während die Staatsanleihen zu 94% und die sogenannten Corporates zu 65% im Inland begeben wurden, stellte sich der Inlandanteil der Bankobligationen nur auf rund 50%. Die Hälfte oder für rund USD 22'000 Mrd. wurden Bankanleihen im Ausland ausgegeben. Deshalb wirken sich Bankkrisen auch weltweit aus.

Die historisch betrachteten extrem tiefen Zinsniveaus engen den Handlungsspielraum der Notenbanken massiv ein. Zwar verfügen sie noch über Munition für die Abfederung von Staatsfinanzkrisen und Liquiditätsengpässen von Banken, aber mit weiteren Zinssenkungen sind kaum noch Konjunkturimpulse auszulösen. Die Notenbanken mussten den Banken gegen Quartalsende hin wieder vermehrt Liquiditätshilfen gewähren, weil u.a. US-Geldmarktfonds, die ein Fondsvermögen von rund USD 2'600 Mrd. verwalten, ihre Engagements bei europäischen Banken abbauten. Bis Ende August stellten sich die Europa Engagements der US-Geldmarktfonds noch auf 42% ihrer Anlagen. Das wieder aufkeimende Misstrauen unter den Geschäftsbanken hat dazu geführt, dass sich die Banken sich zwar bei den Notenbanken Liquidität sichern, aber diese Mittel gleichzeitig wieder bei den Notenbanken horten, statt diese Gelder im Kreditgeschäft einzusetzen.

Der befürchtete Schuldenschnitt eines oder mehrerer EU-Krisenstaaten ist mit dem zweiten Hilfspaket für Griechenland unter Beteiligung Privater Tatsache geworden. Im Falle Griechenlands ist die Ausgangslage für eine freiwillige Umschuldung aber problematisch, da für unter

griechischem Recht ausgegebene Anleihen, d.h. rund 90% aller griechischen Staatsanleihen, keine CAC (collective action clause) existieren. Deshalb benötigen solche Umschuldungen Einstimmigkeit, was nicht einfach zu bewerkstelligen ist. Ein zweiter wichtiger Aspekt bei Umschuldungen sind die Konkursprivilegien, vor allem für den IWF. Wenn die Guthaben des IWF von Schuldenschnitten ausgenommen werden, dann verbleiben für die übriggebliebenen Gläubiger geringere Liquidationsbeträge. Dass sich die Staats- und Regierungschefs beim zweiten Sanierungspaket für Griechenland nur auf 21% Schuldenerlass geeinigt haben, lag unter anderem am Widerstand der französischen Banken sowie am Aufwand für die Rekapitalisierung griechischer Kreditinstitute und Pensionsfonds, die Staatsanleihen ihrer Regierung in Milliardenhöhe halten. Die Regierungschefs wollten nicht mehr als EUR 20 Mrd. dafür bereit stellen, um einen Zusammenbruch des griechischen Finanzsystems zu verhindern. Inzwischen fordern aber Politiker eine Erhöhung dieser "Haircuts" auf 50% bzw. 70%.

Eine Pleite Griechenlands oder ein Austritt aus dem Währungsverbund würde nicht nur zu grossen Verlusten bei europäischen Banken und anderen Privatanlegern, führen, sondern auch bei den Garantieländern, der EZB, bei nationalen Notenbanken oder bei der EFSF. Zudem würden solche Radikallösungen eine Risikoaversion gegen Portugal, Irland, Spanien und Italien schüren. Um die Verschuldung der Krisenländer auf die maximal tragbare Grenze von 80% abzusenken, eine Marke die selbst Deutschland derzeit überschreitet, errechnet sich aufgrund einer Analyse einer US-Investmentbank für Griechenland ein "Haircut" von 65% (= EUR 224 Mrd.), für Irland von 50% (= EUR 107 Mrd.) und für Portugal von 45% (= EUR 92 Mrd.). Insgesamt stellt sich der Abschreibungsbedarf auf EUR 423 Mrd. Ein Schuldenschnitt von 60% für Griechenland erscheint realistisch, spricht doch selbst Eurogruppenchef Juncker von einem solchen wahrscheinlichen Ausmass. Sollte auch Italien auf 80% Schuldenstand zum BIP gezwungen werden,

dann müsste dieses Land seinen Schuldenberg um EUR 604 Mrd. (von EUR 1843 Mrd. = 119% des BIP 2010 auf EUR 1'239 Mrd.) abbauen. Ein Schuldenschnitt in dieser Höhe würde jedoch die EFSM bzw. den künftigen ESM mit rund EUR 780 Mrd. Rettungsmitteln vollständig aufzehren. Deshalb denken viele Politiker über eine massive Aufstockung des ESM nach. Ein geordneter Staatsbankrott Griechenlands oder eine temporäre Suspendierung des Landes vom Euro-Verband erscheinen wegen der bereits geleisteten umfangreichen Hilfen mit ausländischen Steuergeldern und angesichts der irreversiblen Bekenntnisse vieler EU-Politiker zum Euro hingegen wenig wahrscheinlich.

Finanzkrisen werden nicht nur vom Finanzsektor auf Staaten übertragen, sondern allenfalls in noch viel dramatischerem Ausmass von Staaten auf den Finanzsektor. Die „Peripherie-Staaten“-Obligationenmärkte weisen ein Marktvolumen von rund EUR 3'000 Mrd. auf. Die stark gefallen Kurse der Bankaktien werden dazu führen, dass finanzschwache Banken Mühe bekunden werden, die geforderten und notwendigen Kapitalerhöhungen durchzuführen. Dadurch könnten einige Staaten gezwungen sein, weiteres Kapital in die Banken einzuschiessen. Deshalb hat EU-Kommissionspräsident José Manuel Barroso am 6. Oktober eine EU-weit koordinierte Rekapitalisierung europäischer Banken angekündigt. Durch eine gemeinsame Aktion der Mitgliedsländer solle es angeschlagenen Kreditinstituten trotz Schuldenkrise ermöglicht werden, "Schrottpapire in ihrem Besitz loszuwerden". Für die Eigenmittelaufstockung wird eine kurze Frist von 3-6 Monaten angesetzt. Damit sollen die Banken wohl auf einen baldigen massiven Schuldenschnitt Griechenlands vorbereitet werden.

Die OECD rät ihren Mitgliedsländern die Leitzinsen tief zu halten und bei Rezessionsgefahr weiter zu senken. Wo dies nicht mehr möglich sei, soll die Notenbank an den Anleihensmärkten intervenieren und bekanntgeben, dass sie die Zinsen über längere Zeit tief halten werde. Auch die EM sollen ihre Geldpolitik so rasch wie mög-

lich wieder lockern, sobald Anzeichen einer nachlassenden Inflation sichtbar würden.

USA: Der Leitzins liegt nun schon seit mehr als 2 1/2 Jahren auf einem Rekordtief und die US-Fed hat angekündigt, ihre Nullzinspolitik bzw. die Zinsspanne des Leitzinses für noch mindestens 2 Jahre bei 0-0.25% zu belassen. Das Wirtschaftswachstum liege im laufenden Jahr erheblich hinter den Erwartungen zurück und die Lage auf dem Arbeitsmarkt habe sich nicht wesentlich gebessert. Ende August stellte sich deshalb für viele Anleger die Frage, ob die Fed ein neues Quantatives Easing (QE3) ankündigen würde. Ein solches wurde vom Vorsitzenden Bernanke im August zwar nicht bestätigt, aber auch nicht ausgeschlossen. Dafür kündigte die Fed am 21. September sogenannte "Twist-Operationen" in Höhe von USD 400 Mrd. an (= 15% des Fed-Gesamtbestandes an US-Treasuries von rund USD 2'650 Mrd.), womit der Verkauf kurzfristiger Staatsanleihen und der gleichzeitige Kauf langlaufender Anleihen gemeint ist. Per Saldo resultiert eine Laufzeitverlängerung des Fed-eigenen Treasury-Portefeuilles und eine Verflachung der Zinskurve. Von der angestrebten Reduktion der Langfristzinsen soll vor allem der Hypothekensektor profitieren. Die monatliche Aufstellung der offiziellen ausländischen Halter von US-Treasuries zeigt, dass das Ausland bis Juli erstmals seit Mai die Bestände an US-Staatspapieren reduziert. Auch wenn der Rückgang erst USD 33.5 Mrd. auf noch USD 4'478 Mrd. beträgt, ist diese Trendwende bemerkenswert. Diese Bestände machen immerhin 46% der Publikumschulden der USA per 31.7.2011 aus.

Japan: Auch die japanische Notenbank hat ihre Geldpolitik weiter gelockert, indem sie am Devisenmarkt intervenierte. In Japan hat die Geldpolitik für Konjunkturimpulse schon längst ausgespielt, deshalb bleibt der Regierung nicht viel anderes übrig als mit "Zusatzbudgets für den Wiederaufbau" die Wirtschaft zu stützen. Damit wird aber die rekordhohen Verschuldung des Landes weiter ausgedehnt statt reduziert.

Euro-Zone: Am 8. September revidierte die EZB ihren Wirtschaftsausblick für den Rest des Jahres deutlich nach unten, was einen erstaunlich raschen Meinungsumschwung bedeutet, wenn man bedenkt, dass die gleiche Bank im ersten Halbjahr wegen der guten Konjunktur noch zweimal den Leitzins von 1% auf 1.5% erhöhte. Immerhin ist die EZB damit aber noch die einzige der massgebenden Notenbanken, die ihren Leitzins noch nicht auf fast 0% abgesenkt hat und damit noch über einen kleinen Zinssenkungsspielraum zur Konjunkturbelebung verfügt. Am 13. Oktober wird Jean-Claude Trichet seinen letzten Zinsentscheid als Präsident der EZB fällen. Ab November wird der Italiener Mario Draghi als Chef der Europäischen Zentralbank amten. Die jüngst gestiegene Inflation im Euroraum spricht gegen eine Zinssenkung, die Schuldenkrise dafür. Die meisten Marktbeobachter rechnen nicht mit weiteren Zinserhöhungen bis Jahresende sondern mit Zinssenkungen. Kurz vor seinem Rücktritt gab EZB-Präsident Trichet bekannt, dass die EZB bereit sei, zur Entschärfung der Lage im Bankensektor, Liquiditätshilfen mit 1-jähriger Laufzeit zu gewähren, wobei die Banken auch Pfandbriefe als Deckung hinterlegen könnten.

Der bei der EZB angesiedelte Europäische Rat für Systemrisiken ESRB hat im September vor erheblich gestiegenen systemischen Risiken in der EU gewarnt. Die Konstellation Schuldenkrise, Refinanzierungsschwierigkeiten im Bankensektor und einer Konjunkturabflachung sei gefährlich. Auch die Ansteckungsgefahr im Bereich der Staatsanleihen bedrohe die Finanzstabilität in Europa. Der Rat empfiehlt der Politik die Entscheidungen vom 21. Juni schnell umzusetzen. Die EFSF soll möglichst bald handlungsfähig werden und wenn nötig einzelnen Ländern auch Mittel zur Stützung der Bankensysteme bereitstellen. Die Banken-Stresstests zur Jahresmitte 2011 werden von vielen Investoren angezweifelt, weil die Kriterien viel zu milde angesetzt worden seien. Insbesondere wurden kaum Staatsbankrotte oder Umschuldungen berücksichtigt. Gemäss IWF werden EU-Banken bei Anwendung von Marktpreisen für Staatsanleihen zusätzliche Ab-

schreibungen in Höhe von EUR 200 Mrd. vornehmen müssen. Dieser Betrag liegt markant über den Erfordernissen, die gemäss den Stress-tests von 91 EU-Banken im Juli bekanntgegeben wurden. Besonders betroffen sind gemäss IWF Finanzhäuser aus Spanien, Frankreich, Deutschland und Italien, weshalb auch eine Beteiligung der EFSF an der Nachfinanzierung befürwortet wird. Auch viele US-Banken haben diesbezüglich Nachholbedarf. Solche Abschreibungen rufen nach umfangreichen Kapitalaufstockungen der Banken. Der Refinanzierungsbedarf für die EU-Banken wird auf mindestens EUR 200 Mrd., für die Banken weltweit auf USD 500 - 1000 Mrd. veranschlagt.

Grossbritannien: Das Land weist gegenüber Resteuropa einen zeitlichen Vorsprung bezüglich Sanierung des Staatshaushaltes auf. Dennoch bleibt Grossbritannien mit seinem grossen Finanzplatz London verletzlich, weil die Banken stark im Ausland und im Interbankengeschäft engagiert sind. Die Bank of England kündigte am 6. Oktober an, der Volkswirtschaft mit einem zweiten QE von GBP 75 Mrd. zu helfen. Der Betrag des QE2 entspricht rund 51% des letztjährigen Staatsdefizits, 5% des BIP oder etwas mehr als 10% der Staatsausgaben. Mit dem ersten GBP 200 Mrd. schweren QE1 wurden Staatsanleihen aufgekauft. Mit dem neuen Geld sollen Unternehmensanleihen gekauft werden. Damit will die BoEe der Wirtschaft zusätzliches Kapital für Investitionen bereitstellen.

Schweden: Schwedens Wachstum soll von den hohen 4.1% im laufenden Jahr trotz eines CHF 2 Mrd. schweren Konjunkturprogramms 2012 auf nur noch 1.3% sinken und die Arbeitslosigkeit dürfte eher wieder ansteigen, so dass die schwedische Nationalbank den Leitzins, den sie seit Juli 2009 in sieben Schritten von 0.25% auf 2% angehoben hat, im Jahre 2012 wieder auf 1.5% reduzieren dürfte.

Emerging Markets: Die BRICs-Länder haben ihre Geldmarktsätze innert Jahresfrist im Kampf gegen die Inflation angehoben (Ende September

2011: Brasilien 12%, Russland 8.3%, Indien 7.3%, China 6.6%). Auch die Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen zogen an (Indien 8.6%, Russland 6.0%, Brasilien 4.0%, China 3.9%). Diese Zinssätze liegen zwar über den erstklassigen Staatsschuldern in den Industrieländern, aber die Währungsrisiken werden damit kaum abgegolten.

Schweiz: Am 3. August gab die SNB bekannt, dass sie einen 3M-Libor Zinssatz so na-he wie möglich bei null anstrebe und das Zielband für den 3M-Libor von 0–0.75% auf 0–0.25% reduziere. In drei Schritten gab sie die Ausweitung der Sichtguthaben der Banken von CHF 30 Mrd. auf CHF 200 Mrd. bekannt. Ferner werde die SNB-Bills zurückkaufen sowie Devisenswaps einsetzen. Am 18. August gab SNB-Vize Thomas Jordan bekannt, dass die SNB eine Anbindung des Schweizer Frankens an den Euro nicht ausschliesse. Die Bilanzzahlen per Ende August zeigen, dass die SNB die konkret angekündigten Massnahmen bereits weitgehend umgesetzt hat, nahm die Bilanzsumme innert Monatsfrist doch um satte CHF 166 Mrd. auf CHF 366 Mrd. zu. Die Devisenanlagen wurden um CHF 92 Mrd. erhöht, die Giroguthaben der Banken um CHF 163 Mrd. auf CHF 192 Mrd. aufgestockt, während für CHF 66 Mrd. eigenen Schuldverschreibungen zurückgekauft wurden. Trotz dieser enormen Interventionen gelang es der SNB nicht, den Franken signifikant zu schwächen. Deshalb kündigte sie am 6. September an, ab sofort keinen Euro-Franken-Kurs unter CHF 1.20 mehr zu tolerieren. Sie werde diesen Mindestkurs mit unbeschränkten Devisenkäufen verteidigen. Das Ausmass der bisher notwendigen Interventionen blieb aufgrund der ersten Indikationen relativ gering. Der IWF-Datenausweis zeigt für September zwar eine Zunahme der Fremdwährungsreserven von CHF 253 Mrd. auf CHF 282 Mrd., aber erstens haben die Reservewährungen gegenüber dem CHF um 5% (EUR) bis 13% (USD) aufgewertet und der Mix der Währungsreserven ist nicht bekannt. Die jeweils zu Jahresende üblichen Liquiditätspässe der Banken wurden im September in Absprache mit der Bank of England, der Bank of Japan, der Europäischen Zentralbank und dem

Federal Reserve, mit zusätzlichen Liquiditätsspritzen mit einer Laufzeit von 84 Tagen bereits vorsorglich entschärft.

Sollte sich die Währungssituation nicht sukzessive weiter in Richtung Kaufkraftparität von CHF 1.35-1.40 normalisieren, könnte die SNB den Mindestwechsellkurs weiter anheben und mit den gekauften Euros nebst weiteren EU-Staatsanleihen auch Rohstoffreserven oder strategische Unternehmen im Ausland zusammenkaufen. Die nochmaligen Liquiditätsspritzen der SNB drückte die 3M-Euro Frankensätze auf 0.05%. Die Rendite der 10-jährigen Bundesobligationen sank auf einen neuen historischen Tiefstand von 0.91%. Der Satz für variable Hypotheken wurde per 1. September 2011 bei einigen Banken von 2.5% auf 2.25% reduziert. Die Zinsen für Fest- und Libor-Hypotheken haben bei einigen Banken ebenfalls neue historische Tiefstände erreicht. Der Zinssatz für zweijährige Festhypothek ist bei einigen Banken erstmals unter die 1%-Marke und für fünfjährigen Laufzeiten unter 1.5% gefallen. Der Zinssatz des Sparkontos sank per 1. September 2011 vielerorts um 0,225 Prozentpunkte auf 0.40%. Auch in der Schweiz werden sich die Anleger auf eine langanhaltende Tiefzinsphase einstellen müssen.

5. Immobilien

Die Kurserholung der Immobilienaktien wurde im dritten Quartal mit Ausnahme der Schweiz mit markanten Verlusten weltweit mehr als zunichte gemacht. Nachdem der Weltindex (EPRA in USD) noch zur Jahresmitte ein Plus von 6% verzeichnete, führten die massiven Kursverluste im dritten Quartal von 17% zu einem Wertverlust von 12% im Dreivierteljahr. Die Regionenindices für Europa (-10%), Nordamerika (-6%) und Asien (-21%) liegen wieder deutlich im Minus.

Schweiz: Mitte 2011 standen in der Schweiz 38'420 Wohnungen (0.94%) leer, was immer noch Wohnungsnotstand bedeutet. Bei der nächsten Erhebung des für die Mieten massge-

benden durchschnittlichen Hypothekarzinses könnte jene Schwelle nach unten durchbrochen werden, die zu Mietpreissenkungen führen müsste. Ende Juni 2011 befanden sich 70'900 Wohnungen im Bau (+5%). Obwohl zumindest Teilsegmente des Schweizer Immobilienmarktes überhitzt erscheinen, wird das Neuangebot derzeit noch problemlos absorbiert. Auch die Nachfrage nach indirektem Immobilienbesitz bleibt hoch, legte doch der Immobilienfondsindex im Dreivierteljahr um weitere 7.2% zu. Dennoch oder gerade deswegen erscheint nun eine gewisse Vorsicht gegenüber Schweizer Immobilienanlagen angebracht, hat doch die SNB baldige Massnahmen zur Bekämpfung von Exzessen am Immobilienmarkt angekündigt. Die Rezession könnte auch gutverdienende Immobilienkäufer, aber auch das Gewerbe und Büronutzer treffen.

Europa: Die europäischen Immobilienaktien verzeichneten im Sommerquartal Verluste zwischen 23% (GB) bis 46% (IT), so dass per Saldo in USD gerechnet im Dreivierteljahr markante Verluste resultieren (GB -8%, FR -10%, DE -17%, IT -32%, NL -21%). Diese Einbussen lassen sich nur bruchteilig mit der USD-Erstarkung gegenüber den europäischen Währungen erklären. Über den spanischen Immobilienmarkt werden seit längerer Zeit keine aussagekräftigen Preisindices mehr publiziert. Dieser Markt befindet sich aber in einer äusserst kritischen Verfassung. In Spanien ist die Anzahl der unverkauften Neubauwohnungen in den letzten Jahren massiv angestiegen, von 270'000 Objekten im Jahre 2006 auf 688'000 im Jahre 2009. 2010 ist zwar nach fünf Jahren erstmals ein Rückgang des Wohnparks feststellbar, aber der Rückgang um 0.1% kann noch nicht als eigentliche Trendwende taxiert werden, zumal 2010 noch Steuervorteile gewährt wurden, die nun auslaufen. Im ersten Quartal 2011 brach der Häuserverkauf gegenüber dem Vorjahr wieder um 44% ein. Nachdem sich die Immobilienpreise je nach Region verdoppelt bis verdreifacht hatten, ist die Korrektur seit der Trendwende erst um 16% erfolgt. Experten erachten einen weiteren Preisrückgang um 25%-30% als Voraussetzung für den Abbau der

Immobilienhalden. Rund 8'000 Kommunen sind in Finanzprobleme geraten, weil die Einnahmen aus Immobiliensteuern und –gebühren fehlen.

USA: Der S&P-Schiller Index hat in den vier Monaten seit März bis Juli um 3.5% zugelegt, doch liegen die Preise für Wohnimmobilien immer noch 3.7% unter dem Vorjahresstand. Gegenüber dem Höchststand beträgt die Preiskorrektur sogar 31%. Etwas günstiger präsentieren sich die Geschäftsliegenschaften, deren Preise in den letzten 12 Monaten um 2% zulegten. Die langfristigen Hyposätze haben historische Tiefststände erreicht (30 Jahre = 4.27%), aber die Bauaktivitäten liegen nach wie vor darnieder. Auch im August lagen die Neubaubeginne noch um 77% und die Baubewilligungen um 74% unter den Rekordwerten 2006. Noch immer befinden sich mindestens für USD 500 Mrd. hypothekarisch gesicherte Wertschriften von Subprime-Immobilien auf den Kapitalmärkten. Die ausländischen, vorab die asiatischen Notenbanken, gehören zu den grossen Auslandsinvestoren in Pfandbriefe von Fannie Mae und Freddie Mac. Seit dem Spitzenwert Mitte 2008 haben sie ihre Positionen aber um 24% auf noch USD 724 Mrd. abgebaut. Sie haben früher noch 40%-50% der Neuverschuldung absorbierten, heute sind es noch 10-20%.

6. Rohstoffe

Je nach Index und Währung korrigierten die Rohstoffpreisindices im dritten Quartal zwischen 8% und 12%. Markante, meist zweistellige Preiskorrekturen bzw. hohe Volatilitäten setzten im September ein, wobei dies auch für Edelmetalle zutraf. Während Erdöl (WTI -13% bis Erdgas -17%), Getreide (Mais -6% bis Weizen -23%), Softs (Kaffee -5% bis Baumwolle -32%) und die Buntmetalle (Kupfer -29%) auch im Dreivierteljahr deutlich verloren, blieb das Gold trotz extremen Preisschwankungen per Saldo um 15% (in CHF +12%) über dem Stand zu Jahresbeginn. Dennoch sind die Rohstoffpreise gemäss OECD seit ihren Höchstständen bisher weniger stark gefallen, als

dies in der Vergangenheit jeweils zu Beginn einer Rezession der Fall war.

Erdöl: Über Jahre hinweg wichen die Preisnotierungen für WTI (West Texas Intermediate) und Brent-Oel nur 1-2 USD voneinander ab. Seit Jahresbeginn 2011 hat sich diese Preisdifferenz massiv auf fast 30% bzw. fast USD 26 pro Fass ausgeweitet. Der Brent-Preis gilt als massgebend für den Ölmarkt. Der Brent-Preis hat seit seinem Höchststand im Frühjahr zwar 19% eingebüsst, doch liegt er mit USD 103 pro Fass immer noch um 24% über dem Stand September 2010. Grund für die grossen Preisabweichungen zwischen Brent und WTI sind grosse Unterhaltsarbeiten an Nordsee-Plattformen und die Angst vor Versorgungsengpässen in Europa wegen den Produktionsausfällen in Nordafrika und einer allfälligen Blockierung des Suez-Kanals.

6. Währungen

Im dritten Quartal kam es an den Devisenmärkten aus Schweizer Sicht zu mehreren Extremsituationen, die schlussendlich zu einer Festsetzung eines Mindestwechsellkuses EUR/CHF von CHF 1.20 durch die SNB führten. Am 10.8. erreichte der EUR mit 1.0075 einen neuen historischen Tiefststand, der USD sank bis auf CHF 0.72, der JPY auf CHF 0.941 und das GBP auf CHF 1.17. An diesem Stichtag stellten sich die Kursverluste der 34 wichtigsten Währungen gegenüber dem CHF auf 14% (CZK) bis 32% (TRY), wobei die Hauptwährungen EUR mit -17%, JPY -17%, USD 22% und das GBP um 22% im Minus lagen. Auch am Quartalsende lagen noch alle 34 Währungen im Minus.

An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 15. September bekräftigt die SNB den Mindestwechsellkurs von CHF 1.20 pro Euro. Falls die Wirtschaftsaussichten und die deflationären Risiken es erfordern, werde die SNB weitere Massnahmen ergreifen. Diese Ankündigung wirkte sich unmittelbar auf den Euro, aber auch auf den JPY, den USD und andere Währungen aus. Innert nur

12 Minuten wertete der CHF rund 7-9% gegen diese Währungen ab. Ende September lagen die Hauptwährungen fast wieder auf dem Stand zu Jahresbeginn: EUR -3%, USD -3%, GBP -3%, JPY +2%). Der CHF erscheint auch bei einem Kurs von CHF 1.20 zum EUR in Bezug auf die Kaufkraftparitäten immer noch überbewertet, was sich auch am anhaltend starken Importdruck ablesen lässt. Die Wechselkursituation ist damit für die schweizerische Export- und Tourismus-Industrie nicht mehr dermassen existenzgefährdend wie Mitte August und vor allem sind die Wechselkurse wieder kalkulierbarer geworden. Bis Ende Oktober dürfte der Bundesrat eine Auslegeordnung über das gesamte einsetzbare Instrumentarium zur Schwächung des Frankens präsentieren.

Die Gründe für die Frankenstärke liegen vor allem im Vertrauensschwund gegenüber vielen Regierungen, in der Angst vor Abwertungen und Staatsfinanzpleiten. Ein Blick auf die CHF-Guthaben ausländischer Investoren bei Schweizer Banken in der Schweiz zeigt, dass diese Bestände seit Jahresbeginn praktisch nicht zugenommen haben und inklusive Treuhandguthaben gerechnet in CHF sogar signifikant geschrumpft sind. Der Höhenflug des CHF ist deshalb nicht mit dem Zustrom solcher Gelder zu erklären. Vielmehr dürften Absicherungsgeschäfte von institutionellen Anlegern, aber auch der Verkauf von CHF 31 Mrd. Euros durch die SNB zwischen Juni 2010 und Juni 2011 oder andere Geschäfte dafür verantwortlich sein. Der starke Franken hat nicht nur Schweizer Exporteure und den Tourismus in Existenznöte gebracht. Im Ausland gibt es viele Schuldner, die sich angelockt durch tiefe Zinsen, in Franken verschuldet haben. So haben sich in Ungarn, Polen und anderen Osteuropastaaten viele Hauskäufer mit zinsgünstigen CHF-Hypotheken eingedeckt. In Franken verschuldet haben sich auch rund 300 Gemeinden in Österreich und selbst in Frankreich sind 5'500 Kommunen zum Teil wegen frankenverbundenen Krediten in Schieflage geraten. Die europäischen Notenbanken beurteilen den SNB-Entscheid kritisch, weil die Schweiz damit die Doktrin freier Wechselkurse aufgeben und sich die Renditediffe-

renz mit dem Kauf von Staatsanleihen solider Staatsschuldner innerhalb der Euro-Zone weiter vergrössern könnte. Europäische Zentralbanken ausserhalb der Euro-Zone (Norwegen, Schweden) wiederum befürchten, dass sie nun anstelle des Frankens als Fluchtwährung hinhalten müssen.

Ein Staatsbankrott oder ein Euro-Austritts Griechenlands ist noch nicht vom Tisch, auch wenn noch so viele EU-Politiker solche Ereignisse ausschliessen. Letztlich steht die EU nach wie vor der Wahl einer vertieften Fiskalunion oder einer verkleinerten Euro-Zone. Letztere wird von führenden US-Ökonomen als realistischere Variante betrachtet, da Deutschland als ohnehin grösster Nettoszahler nicht noch mehr Geld zur Umverteilung nach Brüssel bezahlen will. Eine Abspaltung eines oder mehrerer Länder aus dem Euro-Verband müsste sich entgegen der allgemeinen Meinung nicht zwangsweise negativ auf die Schweiz auswirken, denn die verbleibende Euro-Zone würde ja dann nur noch gute Schuldner mit starken Volkswirtschaften umfassen. Dieses sind auch die grossen Absatzmärkte unserer Exportwirtschaft. Eine Aufwertung des "Rest-Euros" gegenüber dem CHF wäre wohl die Folge davon. Ein Bankenrun in Griechenland ist zwar wahrscheinlich, aber nach einem Euro-Austritt wäre die griechische Notenbank auch wieder in der Lage, selbst Geld zu schöpfen und die einheimischen Banken zu stützen.

Der US-Dollar erscheint gegenüber dem CHF fundamental ebenfalls unterbewertet, aber die fast ungebrochene Zunahme der Staatsverschuldung, die Konjunkturabflachung und die tiefen Zinsen und die mit der Abwertung verbundenen günstigen Impulse für die US-Exportwirtschaft, lassen vorderhand keine massive Aufwertung des USD erwarten. Ein Vergleich USD/EUR zeigt, dass beide Währungsräume gravierende fundamentale Schwächen aufweisen. Das pro-Kopf BIP-Wachstum 1999-2010 fiel in den USA und in der Eurozone mit 1% etwa gleich bescheiden aus. In der EU wurden zwar in dieser Zeit rund 14 Mio. Arbeitsplätze geschaffen, in den USA nur 8

Mio., aber die Arbeitslosigkeit ist sowohl in Europa 10% als auch in den USA mit 9.1% hoch. Noch vor dem Euro-Start 1999 lagen die Arbeitslosenraten in den USA bei 4.4%, in der EU bei 9.4%. Die Staatsverschuldung nahm seit Ende 1998 in der EU um 87% auf EUR 9'828 Mrd. (2010) zu, in den USA stieg sie in dieser Zeit um 150% auf USD 14'025 Mrd. Gemessen am BIP stieg die Quote in der EU von 68.8% auf 80%, im Euroraum von 73.5% auf 85% und in den USA von 63.8% auf 96.5%. Die Inflation summierte sich in den 12 Jahren in der Euro-Zone auf 28%, in der EU auf 34% und in den USA ebenfalls auf 34%. Der Staatsanteil gemessen am BIP liegt in den USA mit rund 42.3% noch deutlich tiefer als in der EU (Ausgaben 2010 = 50.4% des BIP), weshalb eine Sanierung der Staatsfinanzen einfacher erscheint. In Bezug auf die Demographie steht die USA (Alter 0-14 Jahre: 20.1%, über 65 Jahre 13.1%) wesentlich besser da als das überalternde Europa (15.4% /17.3%).

Obwohl mehrere Notenbanken anlässlich der Fukujima-Katastrophe im Frühjahr 2011 konzertierte Marktinterventionen zur Abschwächung des japanischen Yen beschlossen, erreichte der JPY gegenüber dem USD am 23. September den höchsten Stand seit dem 2. Weltkrieg. Da viele fernöstliche Abnehmerländer japanischer Exporte an den USD gebunden sind, wurde Japans internationale Wettbewerbsfähigkeit geschmälert. Einige Fernostwährungen haben zudem sogar gegenüber dem USD abwerteten.

Der globale Vertrauensschwund ist gegen Quartalsende auch auf die Emerging Markets übergeschwappt. Parallel zur zu den Kurseinbrüchen an den Aktienmärkten der Industrieländer setzte eine Flucht aus EM-Aktien ein, aber die Währungen hielten sich noch über längere Zeit gut, weil gleichzeitig noch Geldzuflüsse in Lokalwährungs-Anleihen der EM oder Geldmarktanlagen erfolgten. Im Juli, verzeichnete der brasilianische Real (BRL) gegenüber dem USD sogar noch den höchsten Stand seit dem Übergang zum free floating im Jahre 1999. Dieser Rekordkurs wurde von Brasilien teils selbst provoziert, denn die

hohen Geldmarktzinsen von über 12% haben Auslandsgelder angezogen. Dazu kamen die hohen Rohstoffpreise, die das Vertrauen in den Real und andere Rohstoffwährungen temporär gestärkt haben. Im September sind nun aber auch viele EM-Währungen, die nicht an den USD gekoppelt sind, eingebrochen. Im Dreivierteljahr resultierten meist zweistellige Kursverluste: ZAR -20%, TRY -20%, BRL -13%, INR -12%, MXV -9%, RUB -7%, PLN -13%, HUF -10%.

Währungsprognosen sind nach den Interventionen der SNB noch schwieriger geworden. Die Masse der anstehenden Probleme und die Nervosität der Finanzmärkte, die sich in hohen Volatilitäten niederschlagen, mahnen weiterhin zu Vorsicht bei Fremdwährungsanlagen, auch wenn einige Währungen gegenüber dem CHF unterbewertet erscheinen.

7. Aktienmärkte

Im dritten Quartal verlor der S&P 1200 Index, der rund 45% der Welt-Börsenkapitalisierung ausmacht, 18%, wobei die Finanzwerte mit einem Minus von 25% sämtliche temporären Kursgewinne seit Jahresbeginn wieder einbüssten. Noch schlechter schnitten die Rohstoffwerte ab, die 27% einbrachen. Seit Jahresbeginn belaufen sich die Verluste des Gesamtindex in USD auf 14%. Die ausbezahlten Dividenden mindern die Verluste um rund 2%. An der Spitze der Performerangliste liegen die so genannten defensiven Werte aus dem Gesundheitswesen (0%), dauerhafte Konsumgüter (-1%), Telekom (-7%) und Versorgung (-8%). Diese Branchenrangierung ist ein klarer Vorbote einer Rezession. In der Schweiz präsentiert sich die Branchenperformance ähnlich. Der Pharma- bzw. Gesundheitssektor legte im bisherigen Jahresverlauf als einzige Branche marginale 0.4% zu, die Telekom- und Nahrungsmittelaktien verloren je rund 5%, während die konjunktursensitiven Technologie- und Maschinenwerte 52%, die Banken um 29% und die Bau- und Rohstoffwerte je um rund 25% absackten. Bemerkenswert sind auch die Einbussen

des Eigenhandels (-28%) sowie der Reise- und Freizeitbranchen. Insgesamt verlor der Schweizer Aktienmarkt 14.1% (SMI) bzw. 13.5% (SPI).

Der MSCI-Weltindex verlor in Lokalwährungen und in USD bis September 14%. Sämtliche der 34 wichtigsten Aktienindices fielen ins Minus. An der Spitze der Verliererliste der grossen Industrieländer rangieren Italien (-27%), Frankreich (-22%), Spanien (-21%) und Deutschland (-20%), während Japan 15% und die USA 6% einbüssten. Lateinamerika mit Brasilien (-25%) und Argentinien (-30%) halten die rote Laterne unter den EM, aber auch China (-16%) und Indien (-20%) verloren massiv. Die EM korrigierten im Dreivierteljahr in Lokalwährungen gerechnet um 19%, die Industrieländer um 14%. Substanzwerte verloren fast doppelt so viel wie Wachstumswerte. Die Small Caps (in Lokalwährungen -17%) schnitten schlechter ab als die Standardwerte. Dies trifft auch für die Schweiz zu. Die Small Caps (-16%) und vor allem die mittelgrossen Gesellschaften (-22%) büssten wesentlich mehr ein als die grosskapitalisierten Werte (-11%).

Steuererhöhungen in zahlreichen Ländern zum Abbau der Budgetdefizite werden die Unternehmensgewinne beeinträchtigen. So z.B. in Portugal (EUR 2 Mrd. einmaliger Steuerzuschlag, höhere Steuern für Elektrizität), Griechenland (Mehrwertsteuer, Immobiliensteuer), Italien (Mehrwertsteuer), Frankreich (Reichensteuer). Dazu kommen Gerichtsverfahren gegen Banken, die erneut zu gegenseitigem Misstrauen unter den Finanzinstituten führen könnten, die trotz Crash mit 18% Anteil an den Aktienmarktindices immer noch die höchste Branchengewichtung aufweisen.

8. Anlagepolitik

Die Pictet-PK-Indices verzeichneten im bisherigen Jahresverlauf eine hohe Volatilität. Der Pictet-25 schwankte zwischen +1.6% und -7.8%, der aktienlastige Pictet-60 zwischen +4.0% und -19.3%. Ende September stellten sich die Verluste

noch auf -0.98% (Pictet-25) bis 7.77% (Pictet-60). Etwas schlechter schnitten diesmal die Pictet Plus Indices (inkl. Immobilien, Hedge funds, Private Equity, Hochrisikoschuldner etc. ab) die zwischen 1.15% und 9.06% verloren. Damit liegt die aktuelle Performance weit unter dem Plansoll im Dreivierteljahr von rund 3%. Die Verluste sind um so tragischer als zuvor die Einbussen der Finanzkrise 2009 noch nicht wettgemacht wurden und die Zinsen in den AAA-Staaten heute so tief liegen, dass eine Aufholjagd mit Festverzinslichen kaum möglich erscheint. Nach dem Tiefpunkt im Jahre 2008 erholten sich die Deckungsgrade der PKs bis Ende 2010. Die jüngste Krise hat nun diese Erholung zunichte gemacht und Mitte August (12.8.) lagen die Deckungsgrade sogar um 1-2% unter dem Stand von Ende 2008 (alle Kassen 91.7%, öffentlich-rechtliche 85.9%, privatrechtliche 97.5%). Die extreme Zinslandschaft hat nun auch die BVG-Kommission dazu bewogen, dem Bundesrat eine Senkung des Mindestzinsen für 2012 von heute 2% auf 1.5% zu empfehlen, was den tiefsten je festgesetzten Satz bedeutet. Aber auch dieser liegt noch über der Rendite der 10-jährigen Bundesobligationen von 0.96% per Ende September. Deshalb wird die unbefriedigende Ertragslage wohl zu einer Verlängerung der Sanierungsmassnahmen oder neue Massnahmen erfordern. So dürfte die Absenkung des Umwandlungssatzes oder eine Änderung der Beiträge und der Beitragsstruktur (Erhöhung für Junge) erneut aufs politische Parket kommen.

Cash und Währungen: Die Euro-Staatsfinanzkrise wird noch vor Ende 2011 einige kritische Momente bescheren und eine weitere Bankenkrise könnte zu neuen Verwerfungen im Interbanken- und Kreditgeschäft führen. Die US-Geldmarktfonds verhalten sich bei ihren Mittelplatzierungen in USD und EUR vorsichtiger, weshalb einige sehr grosse Finanzinstitute vor unerwartete Refinanzierungsprobleme gestellt wurden, was im Interbankenmarkt zu Unruhen führte. Deshalb haben die Notenbanken bereits Mitte 2011 erneut grosse Liquiditätszusagen an den Bankensektor gemacht. Nach wie vor gilt es des-

halb bei Geldmarktanlagen nicht nur die Währung, sondern auch das Gegenparteirisiko zu beachten.

Obligationen: Die tiefen Zinsen sind eine Folge der Überflutung der Finanzmärkte mit billigem Notenbankgeld und der Flucht vieler Anleger in vermeintlich sichere Anlagen. Die US-Fed hat zudem angekündigt, ihren Leitzins bis mindestens 2013 auf tiefem Niveau zu halten. Daraus lässt sich nicht nur ein Konjunkturpessimismus ableiten, sondern auch die anhaltende Notwendigkeit, den hochverschuldeten Staaten, Banken und Hypothekarschuldnern indirekt zu helfen. Die Tiefzinspolitik der Notenbanken vertagt zwar die Insolvenz oder Illiquidität einiger Staaten, aber gleichzeitig wird damit der Grundstein für die nächste Krise, die Sozialwerkkrise, gelegt. Die Renten vieler Altersvorsorgewerke basieren auf wesentlich höheren Ertragsannahmen als sie derzeit mit Staatsanleihen erstklassiger Länder zu erzielen sind. Gleichzeitig haben die Risiken für solche "sicheren" Anlagen markant zugenommen. Bleiben die Zinsen über Jahre hinweg auf dem heutig tiefen Niveau, dann fehlen wesentliche Erträge in der Altersvorsorge. Die aktuellen Zinsen an den Obligationenmarkten spielen nur noch etwa die Hälfte des jährlichen Plansolls von 3.5% bis 4.5% ein. In vielen Fällen resultiert zudem eine negative Realrendite, d.h. die Rentner und Anleger erleiden einen Kaufkraftverlust. Steigen die Zinsen, dann schwinden die jüngsten Kursgewinne auf den Anleihen rasch wieder dahin. Nicht nur eine Zinswende, sondern auch Rating-Abstufungen, Schuldenschnitte und Umschuldungen von Staaten oder ein Überangebot an Neuemissionen bedrohen die Obligationäre. Die Zinsdifferenz zum Ausland deckt die Währungsrisiken kaum. Diese Zinssituation ist deshalb viel gravierender als Borsencashs an den Aktienmärkten, weil die Altersvorsorgewerke auf eine solche Situation nicht vorbereitet sind und meist mehr Geld in solche Anlagen als in Aktien steckt. Das Ausgangsniveau spielt für die Verluste auf Obligationen bei einem Zinsanstieg eine massgebliche Rolle. Je tiefer die derzeitige Rendite, um so massiver fallen die Kursverluste bei

einem Zinsanstieg beispielsweise um 1 Prozentpunkt aus. Für 10-jährige Staatsanleihen in CHF bedeutet ein Zinsanstieg um 100 Basispunkte nach Abzug der laufenden Verzinsung immer noch einen Verlust von rund 8%. Bereits ab einem Zinsanstieg von 0.1% werden die laufenden Erträge durch die Kursverluste aufgezehrt (USD -6.6% bzw. +0.2% / EUR -6.7% bzw. +0.2% /JPY -7.9% bzw. +0.1% /GBP -5.9% bzw. +0.3%). Angesichts dieser Risiken erscheinen Aktien mit gesicherten Renditen heute attraktiver als langfristige Zinspapiere, auch wenn eine nachhaltige Kurserholung an den Aktienmärkten in den USA oder in der Schweiz jeweils erst etwa im zweiten Rezessionsquartal beginnt.

Aktien: Die Bewertung der Aktienmärkte ist seit Jahresbeginn um rund 25% gefallen und die erwartete Aktienrendite um knapp 1% angestiegen. Aktienmärkte, zumindest der US- und der Schweizer Aktienmarkt, setzten in der Vergangenheit nach einem Kurseinbruch jeweils Ende erstes oder anfangs zweites Quartal einer Rezession zu einer Trendwende an. Die Erklärung dafür dürfte wohl darin liegen, dass das im Vorfeld einer Rezession übliche Schonreden der Wirtschaftslage durch eine geistige Kapitulation, d.h. eine Anerkennung der Rezession, abgelöst wird. Daraufhin setzen aber in der Regel bereits die Hoffnungen auf eine Erholung der Konjunktur und der Unternehmensgewinne ein. Selbst wenn die Rezession wie in der Vergangenheit noch mehrere Quartale andauert, rechnen die Anleger damit, dass es sich lediglich um eine Verzögerung des Aufschwunges handle, weshalb die Aktienmärkte weiterhin nach oben streben, auch wenn die Unternehmensgewinne noch keine Verbesserung anzeigen. Technisch betrachtet liegen die Aktienmärkte im uberverkauften Bereich. Mitentscheidend für eine baldige Erholung dürfen die anstehenden Gewinnausweise für das dritte Quartal und die damit einhergehenden Prognosen sein. Selbst wenn die Unternehmensgewinne im Zuge der erwarteten Wirtschaftsflaute um 20-30% zurückgehen, erscheinen Aktien heute vernunftig bewertet. Die Kurs/Gewinn-Verhältnisse, basierende auf den Erträgen der letzten 12 Mo-

nate, liegen nun vielerorts im einstelligen Bereich, was Gewinnrenditen (Unternehmensgewinne in Prozenten des Aktienkurses) von mehr als 10% bedeutet (CH 13.6x, DE 9.4x, UK 10.3x, JP 13.7x, USA 12.8x). Die Bewertung der EM-Aktien ist ebenfalls stark zurückgekommen: BRA 10.3x, RUS 6.0x, IND 16.6x, CN 7.0x. Mit einem Ausschüttungssatz von 25-30% errechnet sich eine durchschnittliche Aktienrendite von mehr als 3%.

Extreme Kursverluste mussten seit den Höchstkursen vor dem Ausbruch der Finanzkrise die grossen europäischen Banken hinnehmen. Die meisten dieser Aktien liegen immer noch um mehr als 80% unter ihren Höchstständen. Die Kurseinbrüche haben dazu geführt, dass die 17 grössten Banken an der Börse nun auch um rund ein Drittel unter ihren per Ende 2010 ausgewiesenen Eigenmitteln kapitalisiert sind. Mit einer Bilanzsumme von rund EUR 21'000 Mrd. müssten sie in der Lage sein, einen normalisierten Ertrag von mindestens EUR 90-100 Mrd. zu erzielen, was sich mit einer Börsenkapitalisierung von derzeit rund EUR 450-500 Mrd. vergleicht. Die europäischen Grossbanken sind somit sehr günstig bewertet, aber die bevorstehenden Abschreibungen, Aufstockungen der Eigenmittel, die Staatsfinanzkrisen und die bevorstehende Rezession rechtfertigen diese Tiefbewertung weitgehend. Obwohl ihre Gewichtung z.B. im S&P 1200 Weltindex von 25% auf 18% abgenommen hat, weist die Finanzbranche immer noch die grösste Gewichtung auf.

Immobilien: Die tiefen Zinsen beginnen sich nun auch auf andere Segmente der PK-Anlagen auszuwirken, beispielsweise auf die Schweizer Wohnimmobilien. Hier dürfte der für die Mieten massgebliche Hypothekensatz Mietpreissenkungen schon bald rechtlich einforderbar machen. Somit werden auch auf Direktanlagen in Immobilien und Hypotheken nach und nach geringere Erträge anfallen. Trotz ungebrochener Einwanderungskadenz von rund 5'000 Personen pro Monat und der damit verbundenen Nachfrage nach neuem Wohn- und Arbeitsraum zeigen die Preise

von Neubauwohnungen und von Büros erste Schwächeanzeichen.

Pfäffikon, 22. Oktober
Ihr Santro Invest Team