

## Pläne für einen gehebelten Superfonds zur Rettung des Euros Italien ist das Problem, nicht Griechenland!

- **Der Euro steht am Abgrund und droht die Weltwirtschaft in eine Rezession zu stürzen. Es gibt keine Alternative zur Rettung der Gemeinschaftswährung, da alle anderen Wege aus der Krise mit massiv höheren Kosten verbunden sind. Die Politiker dürfen der Entwicklung der Krise mit ihren Massnahmen nicht länger zeitlich hinterherhinken. Klotzen statt Kleckern ist angesagt, wobei die Einrichtung einer Art Rettungsbank, welche den Banken toxische Staatsanleihen abkauft, der Einführung von Euro-Bonds vorzuziehen ist. Zusätzlich bedarf es unverrückbarer Regeln und Beschränkungen für Staatsdefizite und Schulden, um die massiven Fehlanreize für Politiker zu korrigieren, die in der Vergangenheit mit staatlichen Geldern vor allem ihre Klientel bedient haben.**

### Keine Alternative zur Rettung des Euros

In den letzten Tagen hat sich der Nebel um das weitere Vorgehen der Politik zur Rettung des Euro zumindest leicht gelichtet, wobei sich zusammengefasst folgende Problemanalyse ergibt:

1. Eine geordnete Pleite Griechenlands ist – abgesehen von den drastischen Folgen für die Bevölkerung – für das übrige Europa primär deshalb ein Problem, weil die Folgen für die Stabilität des europäischen Bankensystems ungewiss sind.
2. Entsprechend wichtig ist es, so rasch wie möglich einen Notfall-Mechanismus bereitzustellen, mit dem wankende Banken im Falle eines geordneten oder ungeordneten Konkurses Griechenland stabilisiert werden können.
3. Auf mittlere Frist stellt insbesondere die italienische Staatsverschuldung, die bald bei rund EUR 2000 Mia. liegt, die weit grössere Bedrohung dar. Steigen die Zinsen für die Refinanzierung italienischer Staatsanleihen weiter, bricht der italienische Haushalt unter den Zinslasten zusammen.
4. Die wirtschaftlichen und politischen Kosten bei einem Auseinanderbrechen des Euros wären massiv; sie übertreffen die Kosten einer Rettung des Euros um ein Mehrfaches. Ein Austritt einzelner Staaten oder die Bildung eines Nord-Euros mit Kernstaaten wie Deutschland wären mit starken wirtschaftlichen Verwerfungen verbunden.
5. Die Politiker der wichtigsten Mitgliedstaaten scheinen gewillt, den Euro mit allen Mitteln zu retten. Langsam scheint sich auch die Erkenntnis durchzusetzen, dass es teuer wird, wenn die Rettungsmassnahmen den Marktentwicklungen dauernd hinterherhinken. Bei der Wahl der Mittel ist deshalb Klotzen statt Kleckern angesagt.
6. Auch wenn der Euro gerettet werden soll, kann es nicht darum gehen, gewissermassen einen Dauerauftrag für Griechenland einzurichten und die Europäische Zentralbank (EZB) zum unlimitierten Kauf von italienischen und spanischen Staatsanleihen zu verknurren.
7. Mit Griechenland und Italien sind diejenigen Länder am meisten gefährdet, welche die Idee der Währungsunion durch ein unkontrolliertes Wachstum der Staatsausgaben pervertiert haben, die nicht der Volkswirtschaft, sondern primär einer politisch bevorzugten Klientel zugute kamen.
8. Ein umfangreiches Paket zur Rettung des Euros muss deshalb mit den verheerenden Fehlanreizen aufräumen, welche die gemeinschaftliche Solidarhaftung auf den Umgang mit öffentlichen Geldern in einigen Mitgliedstaaten mit sich brachte.
9. Von den Mitgliedstaaten garantierte Euro-Bonds sind keine Lösung, da sie die Fehlanreize für eine unverantwortliche Fiskalpolitik perpetuieren.

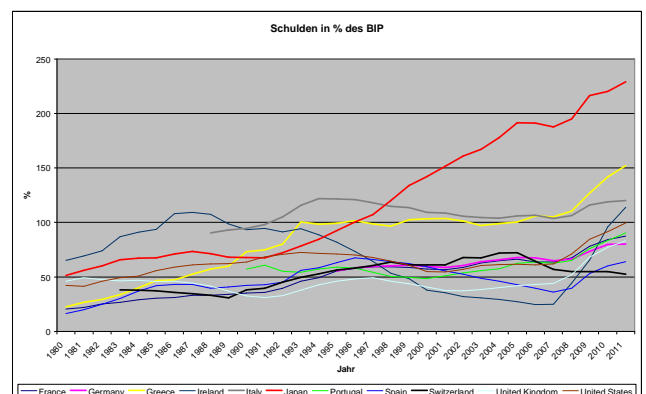
Auf dem obig dargestellten Hintergrund kristallisiert sich folgende Lösung heraus: Europa und der IMF lassen sich vorerst noch etwas Zeit, Griechenland die nächste Hilfs-

Tranche auszuzahlen. Die Daumenschraube soll offenbar weiter angezogen werden, die versprochenen Sparmassnahmen glaubhaft umsetzen.

### Gehebelter Super-Fonds besser als Euro-Bonds

Klar scheint den Politikern auch, dass die bisher vorgesehenen Mittel im Rahmen der European Financial Stability Facility (EFSF) nicht ausreichen, um im Falle einer sich verschärfenden Schiefelage Italiens und möglicherweise auch Spaniens den Märkten eine glaubhafte Stabilisierung zu signalisieren. Hinter den Kulissen wird offenbar an einer Lösung gearbeitet, mit Mitteln des EFSF und mit Hilfe der im Besitz der Mitgliedstaaten stehenden Europäischen Investmentbank ein spezielles Vehikel zu schaffen, das ähnlich dem in den USA erfolgreichen Troubled Asset Relief Program (TARP) von den Banken toxische Papiere (in diesem Falle Staatsanleihen) abkaufen würde. Dabei ist angedacht, über einen komplexen Mechanismus den ursprünglich eingesetzten Betrag um ein Mehrfaches zu hebeln. Banken könnten damit toxische Staatsanleihen gegen beleihbare Obligationen des neu geschaffenen Rettungsvehikels tauschen. Mit einer solchen Art Super-Fonds, der dem unberechenbaren politischen Bewilligungsprozess weitgehend entzogen wäre, hätte man ein Instrument, im Falle einer unausweichlichen Pleite Griechenlands (und allenfalls Portugals) die Stabilität des europäischen Bankensystems zu gewährleisten.

Gefragt sind auch unverrückbare Regeln und Beschränkungen für Staatsdefizite und Schulden. Neben den in einzelnen Ländern bereits beschlossenen Verschuldungslimiten in der Verfassung braucht es - wie im Rahmen der laufenden Revision des Stabilitätspaktes diskutiert - ein griffiges Sanktionssystem, welches die Ausgabenkontrolle und den Schuldenabbau in den Problemstaaten durchsetzt (siehe auch Grafik Schuldenentwicklung). Um die Wirtschaft durch die Sparprogramme nicht allzu stark abzubremsen, bedarf es zusätzlich wachstumsfördernder Massnahmen in den sog. PIIGS Staaten, die auf die Reduktion der Arbeitskosten (Deutscher Weg) und die Erhöhung der Produktivität mittels Investitionen, Bürokratieabbau sowie Erhöhung des Rentenalters ausgerichtet sind. Allemal gilt für die Rettung des Euros: Wenn schon durchwursteln, dann richtig!



Quelle: Bloomberg

von Prof. Markus Ruffner

## Konjunktur &amp; Strategie

Hinter uns liegt ein heisser Sommer an den Kapitalmärkten. Die Angst um ein unkontrolliertes Ausufern der Euro-Krise als Folge der sich ausweitenden Verschuldungsproblematik in Europa und die sich abzeichnende Konjunkturverlangsamung haben an den Aktienmärkten zu herben Kursverlusten geführt. In den USA scheinen die durch die extrem expansive Geldpolitik ausgelösten Wachstumsimpulse auszulaufen. Keine grossen Hoffnungen weckt die vom FED lancierte Twist-Operation, welche die langfristigen Zinsen zur Ankurbelung der Kreditvergabe drücken will. Dem FED scheint das geldpolitische Instrumentarium zur Ankurbelung der Wirtschaft ausgegangen zu sein; die Arbeitslosigkeit dürfte angesichts des nach wie vor gedrückten Liegenschaftensmarktes und den während den letzten 10 Jahren an Asien verlorenen mehreren Millionen Industriearbeitsplätzen nahe der 10%-Schwelle verharren.

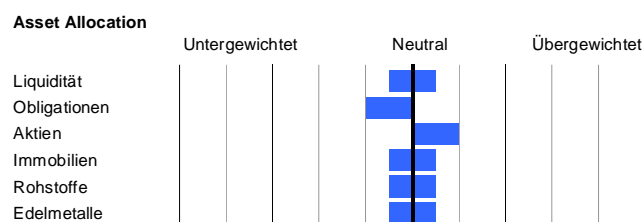
In Europa musste die Europäische Zentralbank massiv italienische und spanische Staatsanleihen kaufen, um den Anstieg der Refinanzierungskosten zu begrenzen. Sie besitzt heute über EUR 150 Mia. Staatsanleihen südeuropäischer Staaten. Dennoch beträgt die Credit Default Swap (CDS-)Rate für Italien mittlerweile 455 Basispunkte, d.h. es kostet 4.55% p.a. um sich gegen einen Bankrott dieses Staates zu versichern. Die sich verschärfende Schuldenkrise lastet auch auf den Erwartungen der Unternehmen und Konsumenten, die sich angesichts der unsicheren Zukunft bei ihren Ausgaben mehr und mehr zurückhalten.

Selbst in den asiatischen Wachstumsmärkten wie China und Indien scheinen die Bäume nicht endlos in den Himmel zu wachsen, zumal die restriktivere Geldpolitik die Konjunktur abremst. Damit trüben sich auch die Aussichten für westliche Exportunternehmen, wie sich etwa an der überraschend deutlichen Wachstumsabschwächung des 2. Quartals in Deutschland ablesen lässt. Kommt es nun zu einer neuerlichen Rezession bzw. einem sog. „Double Dip“? Stützend wirkt zumindest, dass die Bilanzen der meisten Unternehmen kerngesund sind und sich die wichtigsten Rohstoff- und insbesondere die Erdölpreise deutlich abgeschwächt haben. Kann grösseres Unheil beim krisengeschüttelten Euro vermieden werden, bestehen deshalb nach wie vor berechtigte Hoffnungen, dass die anhaltende Wachstumsschwäche sich nicht zu einer eigentlichen Rezession auswachsen wird.

Gewissermassen die Kehrseite zur enttäuschenden Konjunktur ist der sich abzeichnende Rückgang der Teuerungsraten. Wegen dem anhaltend extrem tiefen Zinsniveau weisen die meisten Industriestaaten – zumindest soweit sie nicht unter der Verschuldungsproblematik leiden – deutlich negative Realzinsen auf (siehe Tabelle unten). Aufgrund

der sich gegenseitig aufschaukelnden Probleme mit dem Euro und der Konjunkturabkühlung sind den Notenbanken die Hände gebunden und selbst die EZB wird wahrscheinlich nicht darum herum kommen, die bisherigen zwei verfehlten Zinserhöhungen zurückzunehmen.

Ein Spezialfall stellt die Schweiz dar, wo sich die Nationalbank (SNB) in einem nicht allseits erwarteten mutigen Schritt für die Durchsetzung einer Wechselkursuntergrenze von CHF 1.20 gegenüber dem Euro durchgerungen hat. So lange die Drohung unbegrenzter Interventionen genügend Abschreckungswirkung entfaltet, muss die SNB nicht intervenieren. Anders wäre es für den Fall einer Zuspitzung der Euro-Krise, welcher umfangreiche Devisenkäufe mit einem gesteigerten Inflationsrisiko bedingen würde.



**Obligationen** haben angesichts der tiefen Zinsen wenig Potential mit Ausnahme von hochverzinslichen Anleihen, die als Folge der gestiegenen Stabilitäts- und Konjunkturrisiken stark unter Druck geraten sind.

**Aktien** sind gemessen an den Kurs / Gewinn Verhältnissen und anderen fundamentalen Kennzahlen im historischen Vergleich teilweise extrem „günstig“. Kann eine weitere Verschärfung der Euro-Krise verhindert werden, besitzen Aktien deutliches Erholungspotential.

**Immobilien** sind in vielen Regionen weiterhin wenig attraktiv (z.B. USA, Spanien, Irland). Aus Schweizer Perspektive sind z.B. ausgewählte Immobilien in Deutschland nicht zuletzt aufgrund des Eurokurses interessant.

**Rohstoffe** haben mehrheitlich als Folge der eingetrübten Konjunkturaussichten deutliche Preiseinbussen erlitten. Angesichts der verhaltenen Wirtschaftsaussichten rechnen wir nicht mit einer markanten Erholung.

**Edelmetalle:** Der Anstieg des Goldpreises der letzten Jahre hängt mit den tiefen Zinsen (= tiefe Opportunitätskosten) und vor allem auch den gestiegenen Instabilitäten im globalen Wirtschaftssystem zusammen. Die jüngsten Preisrückschläge des gelben Metalls und in noch ausgeprägterem Ausmass von Silber deuten darauf hin, dass auch in diesem Bereich Anlagen risikobehaftet sind und eine Allokation vorab aus Sicherheits- und Diversifikationsgründen erfolgen sollte.

von Dr. Markus Hofmann

	Reales BIP-Wachstum in %			Inflation in %			Output Gap in %	Defizit in % BIP	Verschuldung in % BIP	CDS Spread	Realzins in %
	2010	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E					
USA	3	1.8	2.3	1.6	2.9	1.8	-5.63	-8.40%	85.70%	53.17	-2.53
Euro-Zone	1.7	1.8	1	1.6	2.5	1.8	-1.85	-6.00%			-1.01
Deutschland	3.5	2.9	1.3	1.1	2.3	2.1	-0.32	-3.30%	83.20%	84.43	-0.33
Frankreich	1.4	1.7	1.1	1.5	2	1.4	-2.96	-7.00%	81.70%	186.98	0.65
Italien	1.2	0.9	0.5	1.6	2.5	1.6	-2.83	-4.60%	119.00%	455	3.01
UK	1.4	1.1	1.5	3.3	4.5	2.9	-2.91	-10.40%	80.00%	80.71	-3.45
Schweiz	2.6	2.7	2.2	0.7	1	1.8	-0.93	1.31%	38.2	63.58	-0.99
Japan	4	-0.4	2.9	-0.6	0.2	-0.5	-5.18	-8.14%	225.8	108.67	-0.30
China	10.3	9	8.3	3.3	5.1	3.5		-1.96%	17.5	121	0.55
Indien	8.5	7.2	7.8	12.1	7.4	6.8		-3.99%	55.9		2.10
Russland	4	4.8	4.5	5.9	6.3	5.4		5.28%	9.5	205.53	0.20
Brasilien	7.5	3.1	3.6	5.9	6.3	5.4		-1.90%	60.8	153	

Quellen: Capital Economics, Roubini Global Economics, UBS, Bloomberg, SNB, IMF

**Aktien & Obligationen**

**Günstige Aktien bei hohen systemischen Risiken**

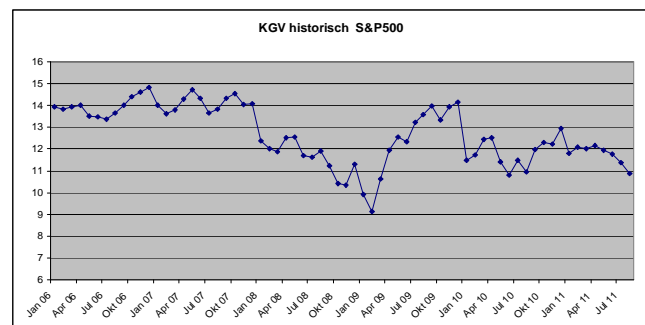
Die Performance wichtiger Aktienmärkte im laufenden Jahr ist deutlich negativ (siehe Tabelle). Eine globale Diversifikation in verschiedene Aktienmärkte hat kaum geholfen: wie immer in Krisenzeiten bewegen sich die Märkte im Gleichschritt nach unten. Stark unter Druck kamen insbesondere auch die Märkte der Schwellenländer, die für einmal schlechter abschnitten als Europa und die USA (siehe Tabelle). Relativ am besten entwickelt hat sich in Lokalwährung der amerikanische Aktienmarkt (S&P 500), zumal US-Unternehmen von der Dollarabschwächung profitiert haben. Generell wurde die Performance in den Aktienmärkten stark von der Wechselkursentwicklung überlagert: Für Investoren aus dem Euro oder dem Dollarraum wurde die negative Entwicklung im SMI durch die Aufwertung des Schweizer Frankens teilweise kompensiert, während für Schweizer Investoren die schlechte Performance der ausländischen Aktienmärkte insbesondere im Euro- und Dollarraum durch die Währungsentwicklung noch verschärft wurde.

Gemessen am Kurs/Gewinn Verhältnis oder an der Dividendenrendite (siehe Tabelle und Grafik: historisches KGV für den S&P 500) sind die meisten Aktienmärkte sehr attraktiv bewertet (z.B. Dividendenrendite von über 4.8% beim Dax). Besonders augenfällig ist die tiefe Bewertung, wenn man in Erwägung zieht, dass die Dividendenrendite zahlreicher Aktien um ein Mehrfaches über der Obligationenrendite liegt.

Wer heute in Aktien investiert, muss sich aber immer bewusst sein, dass die Verschuldungskrise sich jederzeit ausweiten kann, was die Wirtschaft heftig abbremsen und die Märkte nochmals deutlich nach unten reissen würde. Aktienengagements sind deshalb nur für Anleger zu empfehlen, die mit hohen Kursschwankungen leben können und bereit sind, eine längere Durststrecke in Kauf zu nehmen. Risikofähigen Anlegern empfehlen wir insbesondere Aktien schweizerischer und deutscher Unternehmen und stark gefallene Werte der Schwellenländer, die schon lange nicht mehr so billig waren.

Aktienmärkte - fundamentale Bewertungen (Performance in Lokalwährungen)						
	Performance Aktien (in %)	Gewinnwachstum	KGV		Dividendenrendite	Index
			2010E	2011E		
USA	-6.54	11.45	12.85	10.59	2.44	S&P 500
Deutschland	-18.60	11.09	9.99	8.01	4.83	DAX
Frankreich	-21.52	8.96	8.58	7.62	5.80	CAC 40
Italien	-26.58	11.06	9.50	7.19	6.30	FTSE MIB
UK	-11.22	10.32	10.16	8.38	4.65	FTSE 100
Schweiz	-13.54	8.82	13.95	10.43	4.38	SMI
Japan	-15.77	21.59	16.18	12.14	2.27	NIKKEI
China	-22.09	14.23	8.27	8.61	4.59	Hang Seng
Indien	-19.10	15.25	14.26	11.65	1.85	Nifty
Russland	-17.40	16.28	4.85	4.82	3.55	RTS
Brasilien	-22.20	14.56	8.44	8.29	4.29	BOVESPA

Quelle: Bloomberg, YTD = Year to Date, KGV = Kurs Gewinn Verhältnis, E = erwartet

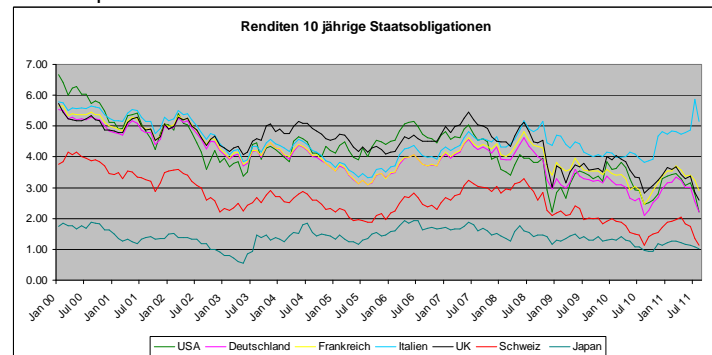


Quelle: Bloomberg

**Obligationen: Rendite nahe Null**

Mit Obligationen lässt sich momentan nur noch wenig verdienen. Manche Anleger versuchen, die tiefen Renditen durch längere Laufzeiten oder durch schlechtere Bonitäten zu kompensieren. Lange Laufzeiten sind aufgrund des tiefen Zinsniveaus und den damit verbunden Kursrisiken bei steigenden Renditen allerdings wenig attraktiv. Umgekehrt sind Unternehmensanleihen teilweise unbesehen ihrer qualitativ guten Bilanzen unter Druck geraten. Wir raten deshalb zu Käufen ausgewählter Unternehmensanleihen, wobei wir Titeln von Industrie- solchen von Finanzunternehmen klar den Vorzug geben. Die teilweise arg gebeutelten Obligationen von europäischen Banken – selbst Credit Suisse und UBS weisen mittlerweile Credit Default Swap Rates von über 200 Basispunkten auf – sind erst dann wieder interessant, wenn sich eine Stabilisierung der Verschuldungskrise in Europa abzeichnet.

Die Bedeutung von Zinsunterschieden aufgrund von Kreditrisiken (Credit-Spreads) wird in untenstehender Grafik deutlich: Die Rezessionsängste führten in den letzten Monaten zu einer deutlichen Abnahme der Zinsen in fast allen Ländern. Anders in Italien, wo der Zinsrückgang durch einen starken Anstieg der Credit-Spreads überkompensiert wurde. Staatsobligationen sind aus unserer Sicht deshalb unisono wenig attraktiv: eine weitere Reduktion der Zinsen wäre nur bei einer Rezession denkbar und dies könnte zu einer Erhöhung der Credit-Spreads selbst bei guten Schuldnern wie Deutschland führen. Dies gilt vor allem dann, wenn Deutschland immer weitere Garantien für die südeuropäischen EURO-Staaten übernehmen muss.



Quelle: Bloomberg

Obwohl die Verschuldung in den USA gemessen am Anteil des Bruttosozialproduktes über den meisten europäischen Ländern liegt, konnte selbst das Trauerspiel um die Erhöhung der Schuldenlimite und die Senkung des Ratings für US-Bonds durch S&P den Renditen amerikanischer Staatsanleihen wenig anhaben. So liegt die Rendite für 10-jährige US-Treasuries mittlerweile auf einem Niveau von unter zwei Prozent, obwohl grosse Obligationenfonds alle ihre US-Staatsanleihen bei noch deutlich tieferen Kursen verkauft haben.

FED-Chef Bernanke will offenbar alles versuchen, die Inanspruchnahme von Bankkrediten zu fördern. Mit der angekündigten „Operation Twist“ will das FED die kurzen Zinsen durch Bond-Verkäufe erhöhen und die langfristigen Zinsen durch Bond-Käufe senken. Damit sollen Banken motiviert werden, mehr Kredite zu vergeben anstatt sich beim FED zu refinanzieren und das Geld in längerfristigen Treasury Bonds zu investieren. Aus unserer Sicht ist allerdings nicht klar, ob es angesichts kriselnder Immobilienmärkte und rückläufiger Wachstumsperspektiven überhaupt eine Zusatznachfrage nach Krediten gibt.

## Trends &amp; Prognosen

Die kurzfristigen Zinsen werden von den Notenbanken der wichtigsten Industrieländer noch länger aggressiv tief gehalten. Das FED hat sich explizit festgelegt, die Zinsen bis 2013 nahe Null zu halten.

Die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen liegen in vielen Ländern auf rekordtiefen Niveaus. Dies wird im wesentlichen angesichts des schwachen Wachstums und der Obligationenkäufe der Notenbanken so bleiben. Wir erwarten einen moderaten Anstieg auf sehr tiefem Niveau.

Wird eine Rezession vermieden (unser Basisszenario) gehen wir von einem Anstieg der meisten Aktienmärkte aus. Wie weiter oben ausgeführt sind die Bewertungen vieler Aktienmärkte moderat.

- Deutschland hat in der Spitze einen Rückschlag von über 7000 Indexpunkten auf unter 5000 Punkte erlitten und hat - ohne eine Ausweitung der Euro-Krise - entsprechend Aufholpotential
- Aktien in Schwellenländer sollten bei weiteren Rückschlägen aufgestockt werden (wir favorisieren China und Rußland)
- Europäische Großbanken handeln auf einem Niveau von 30% bis 50% des Buchwertes; sie sind allerdings nur dann ein Kauf, wenn sich eine nachhaltige Lösung der Euro-Krise abzeichnet

Gold hat vor dem Hintergrund der Schuldenkrise einen außerordentlichen Anstieg verzeichnet. Wir sind bezüglich der weiteren Kursentwicklung von Gold eher vorsichtig.

Bei Öl gehen wir im wesentlichen von einer Seitwärtsbewegung aus.

Ist die Schweizerische Notenbank erfolgreich – wovon wir ausgehen - gestaltet sich zumindest die Prognose EUR/CHF einfach. Beim EUR/USD geht es um eine (negativen) Wettlauf von zwei mit strukturellen Schwächen belasteten Währungen: Wir gehen von einer anhaltenden Euro-Schwäche aus, auch gegenüber dem Dollar.

## kurzfristige Zinsen (Geldmarkt Libor 3 Monate)

	Ende 2010	aktuell	YTD %	12 Monate
CHF	0.1700	0.0150	-91.18%	0.2500
EUR	0.9388	1.4863	58.32%	1.2500
USD	0.3028	0.3652	20.61%	0.2500
JPY	0.1881	0.1935	2.85%	0.2000

## langfristige Zinsen (10-jährige Staatsanleihen)

	Ende 2010	aktuell	YTD %	12 Monate
CHF	1.62	0.89	-45.07%	1.25
GER	2.97	1.95	-34.37%	2.25
USD	3.31	1.98	-40.14%	2.25
JPY	1.13	1.00	-11.59%	1.00

## Aktienmärkte

	Ende 2010	aktuell	YTD %	12 Monate
USA	1257.64	1175.38	-6.54%	1250
Deutschland	6914.19	5628.44	-18.60%	6100
Frankreich	3804.78	2986.13	-21.52%	3100
Italien	20173.29	14811.16	-26.58%	13500
UK	5899.94	5237.97	-11.22%	6000
Schweiz	6436.04	5564.62	-13.54%	6100
Japan	10228.92	8615.65	-15.77%	9200
China	23035.45	17947.54	-22.09%	20000
Indien	6134.50	4962.85	-19.10%	5400
Russland	11393.51	9410.70	-17.40%	10000
Brasilien	69304.81	53920.36	-22.20%	58000

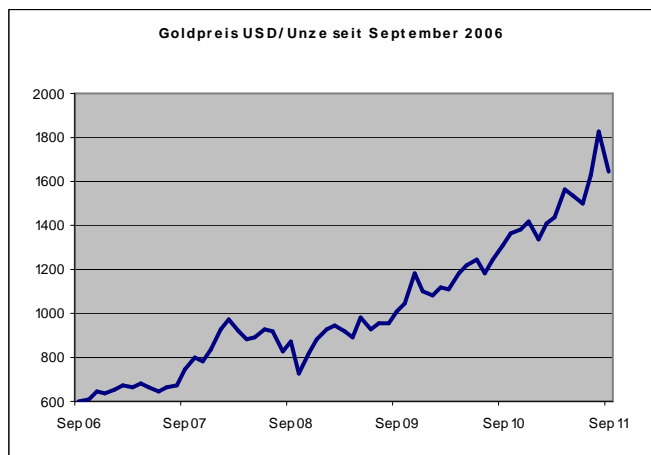
## Sonstige

	Ende 2010	aktuell	YTD %	12 Monate
Erdöl (WTI)	94.48	84.45	-10.62%	90
Gold	1421.40	1667.27	17.30%	1750

## Wechselkurse

	Ende 2010	aktuell	YTD %	12 Monate
EURCHF	1.2507	1.2206	-2.41%	1.2
USDCHF	0.9352	0.8967	-4.12%	0.9
EURUSD	1.3384	1.3610	1.69%	1.3
EURJPY	108.4700	104.0800	-4.05%	110

## Interessante Charts



Quelle: Bloomberg

