

Fokus

Strukturelle Reformen wie die Öffnung abgeschotteter Arbeits- und Produktmärkte oder die Bekämpfung der Bürokratie sind der Schlüssel zur Stärkung der südeuropäischen Volkswirtschaften und damit zur Bewältigung der Eurokrise.

- ▶ **Schweiz:** Die Arbeitslosigkeit ist auf 3.3% gestiegen. Die Erwartungen für 2012 liegen bei 3.5% und für 2013 bei 3.8%.
- ▶ **SNB:** Inflation ist kein Thema. 10-jährige Eidgenossen-Obligationen rentieren nur noch 0.8%.
- ▶ **IWF:** Der Internationale Währungsfonds ist aufgefordert, mit Nachdruck auf eine umfassende und glaubwürdige Lösung der Euro-Schuldenkrise zu drängen.

Schulterschluss für den Euro

Frankreich und Deutschland arbeiten an der Zukunft der gemeinsamen europäischen Währung. Der französische Staatspräsident Sarkozy hat bekräftigt: «Es gibt keine Zukunft für Europa, wenn sich Deutschland und Frankreich nicht einig sind.»

Die neue italienische Regierung hat schnell wirksame Massnahmen ergriffen. Neben der Konsolidierung der Staatsfinanzen beschloss sie durchgreifende Strukturreformen. Die wirtschaftlichen Perspektiven des Landes verbesserten sich deutlich. Italien kann seine Verpflichtungen aus eigener Kraft erfüllen.

China fängt sich auf – Japan vor grossen Hürden

Die Vereinbarung zwischen China und Japan, ein Währungspakt einzugehen, ist nun getroffen worden. Der Yen soll direkt gegen den Yuan handelbar sein. Das stört natürlich die Amerikaner. Devisenmarkt-Interventionen der japanischen Zentralbank werden kritisiert. Es gibt keinen Grund für eine Entwarnung in Japan.

Clientis Marktkommentar

Die Aktienmärkte sind trotz der mit der Schuldenkrise in Europa verbundenen grossen Unsicherheiten gut ins neue Jahr gestartet. Viele Aktien sind nach wie vor günstig bewertet und bieten interessante Einstiegsmöglichkeiten. Wir behalten die neutrale Gewichtung bei den Aktien bei, wobei wir Substanzwerte klar vorziehen. Wegen der tiefen Renditen von Topschuldnern und des Zinsänderungsrisikos werden Anleihen zugunsten der Liquidität untergewichtet. Der US-Dollar bleibt vorerst ein sicherer Hafen – nicht zuletzt, weil es an Alternativen fehlt.

Informationen, Stand Februar 2012

Dieses Dokument dient ausschliesslich zur Information. Es ist weder Angebot noch Aufforderung oder Empfehlung für den Kauf oder Verkauf von Produkten. Für Richtigkeit und Vollständigkeit wird keine Gewähr übernommen. Die Publikation entstand in Kooperation mit der BKB und der ZRB.

Globale Konjunktur

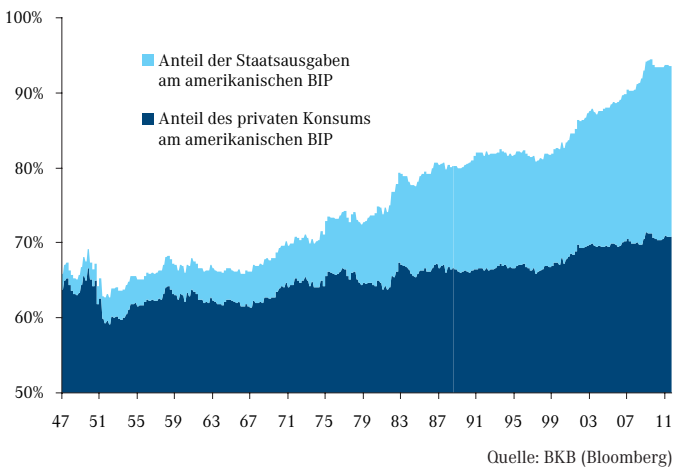
USA: Positive Wirtschaftsdaten aber...

Jüngst publizierte Wirtschaftsdaten haben positiv überrascht. Dies betrifft unter anderem den Einkaufsmanagerindex des verarbeitenden Gewerbes. Hoffnungen auf ein Ende der Stagnation scheinen aber verfrüht. Dafür sind die Probleme nach wie vor zu gross.

Zwar ist die US-Arbeitslosenquote weiter gesunken, der Grund ist jedoch nicht eine deutliche Belebung des Arbeitsmarkts. Vielmehr haben sich mehr und mehr Erwerbspersonen vom Arbeitsmarkt enttäuscht abgewendet. Eine dynamische Entwicklung der Konsumausgaben ist deshalb sehr unwahrscheinlich. Gleichzeitig hat die Staatsverschuldung die Marke von 100% zum BIP überschritten. Expansive Impulse seitens des Staates sind somit nicht zu erwarten.

Die Hoffnungen ruhen auf dem Aussenbeitrag und der Investitionstätigkeit. Für eine Entwarnung ist es aber zu früh. Der Saldo der Handelsbilanz hat sich 2011 wieder verschlechtert, und die Unternehmen halten sich mit Investitionen nach wie vor zurück. Zudem machen der private Konsum und die Staatsausgaben den Löwenanteil der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage in den USA aus (Abb. 1).

Abb. 1: Privater Konsum und Staatsausgaben zum BIP



EU: Deutschland als Ausnahme

Für die Eurozone sind negative Wachstumsraten nicht vermeidbar. Daran ändert auch die Tatsache nichts, dass sich der deutsche Arbeitsmarkt in blendender Verfassung präsentiert. Dies ist in Europa die Ausnahme, nicht die Regel (Abb. 2).

In den meisten Staaten erreichen die Arbeitslosenquoten neue Hochs – mit teils dramatischen Ausprägungen. Diese Staaten können keine belebenden Impulse geben. Vielmehr zwingt die Schuldenkrise zu einer Reduktion der Ausgaben und damit zu negativen fiskalischen Effekten. Für eine Konjunkturbelebung sind die Staaten somit auf externe Impulse angewiesen, die sich momentan jedoch noch nicht abzeichnen.

Schweiz: Frühindikatoren uneinheitlich

Während der KOF-Indikator deutlich auf 0.01 Punkte nachgegeben hat, konnte der Schweizer Einkaufsmanagerindex überraschend auf 50.7 Punkte zulegen (Abb. 3). Letzteres nährt die Hoffnung, dass der konjunkturelle Abschwung nicht so stark ausfallen wird. Dennoch sind die jüngsten Prognosen nicht erfreulich. So rechnet das KOF mit einer – wenn auch nur kurzen – Rezession. Die Frankenstärke stellt für viele Unternehmen weiterhin ein Problem dar. Der Detailhandel hat Umsatzanteile in Milliardenhöhe verloren.

Abb. 2: Europäische Arbeitslosenquoten

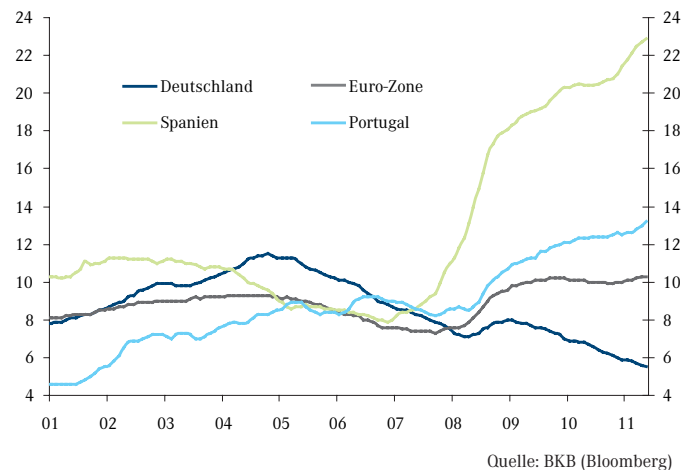
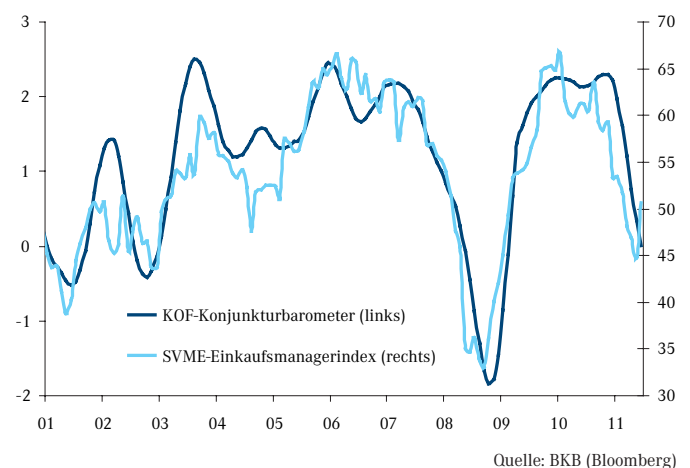


Abb. 3: Schweizer Frühindikatoren



Zinsen und Währungen

Renditen der Eidgenossenschaft auf Rekordtief

Die Renditen der als sicher geltenden Staatsanleihen sind über alle Laufzeiten hinweg weiter gesunken. Bei britischen Gilts und Schweizer Eidgenossen bewegen sie sich auf rekordtiefen Niveaus. Die Rendite der Eidgenossen mit einer Laufzeit von 10 Jahren erreichte zum Jahresende mit 0.663% ein Niveau, das kaum noch zu unterbieten ist. Vor allem institutionelle Anleger dürften auf diesem Niveau mit Käufen zurückhaltend sein. Zum Jahresbeginn stieg diese Rendite wieder leicht an.

Nach einer kurzen Schwächephase zeigten sich auch die deutschen Obligationen deutlich erholt. Anders als in den Vormonaten entwickelten sich Unternehmensanleihen besser als sichere Staatsanleihen, sodass sich die Spreads insbesondere in Europa wieder verengten.

EZB flutet den Interbankenmarkt noch stärker

Nachdem die global wichtigen Zentralbanken den unbeschränkten Zugang für Geschäftsbanken zu Fremdwährungsliquidität garantiert hatten, legte die Europäische Zentralbank (EZB) nach. Sie kündigte zwei Langfristtender mit einer Laufzeit von jeweils 36 Monaten an. Der erste Tender wurde mit einem Volumen von annähernd EUR 500 Mrd. gut nachgefragt. Dies verdeutlicht den anhaltenden Refinanzierungsnotstand vieler Banken und das starke Bedürfnis nach längerfristiger Planungssicherheit. Der zweite Langfristtender wird Ende Februar ausgegeben.

Die Hoffnung einiger Politiker, Banken könnten die zusätzliche Liquidität für den Kauf von Obligationen angeschlagener Staaten nutzen, dürfte sich als unbegründet erweisen. Denn die neuen

Eigenkapitalvorschriften sorgen dafür, dass Banken die Risiken in ihren Bilanzen tendenziell weiter verringern. Aufgrund der grossen Unsicherheit in Bezug auf die Euro-Schuldenkrise wird die zusätzliche Liquidität zunächst wieder bei der Notenbank geparkt. Während die Einlagenfazilität der EZB bis zur Lehman-Pleite nur marginal genutzt wurde, legen Banken überschüssige Liquidität in immer grösseren Mengen bei der EZB an (Abb. 1), obwohl der Zinssatz dafür aktuell nur 0.25% beträgt.

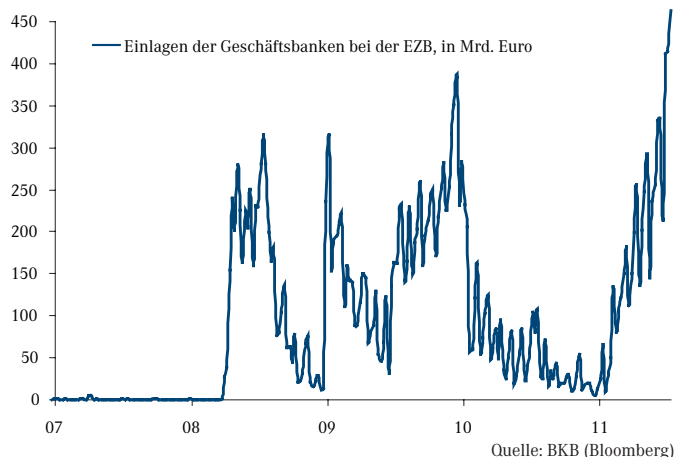
Entspannung für Spanien und Italien

Während die Lage für Griechenland weiterhin dramatisch ist, zeigen sich erste Zeichen einer Entspannung bei den anderen hochverschuldeten Staaten in Südeuropa. Dies gilt insbesondere für Spanien und Italien. Beide Länder konnten zu Jahresbeginn Anleihen und Geldmarktpapiere zu relativ günstigen Konditionen platzieren. Auch Deutschland konnte erfolgreich eine Anleihe platzieren und erreichte erstmals seit drei Auktionen Gebote über dem Maximalwert. Dennoch erachteten einige Marktteilnehmer den Umfang der Gebote mit EUR 5.14 Mrd. als eher enttäuschend, wurden doch gleichentags deutsche Staatsanleihen im Umfang von über EUR 20 Mrd. fällig.

Franken schwächt sich leicht ab

An den Devisenmärkten knüpfte der US-Dollar an seine Stärke an. Das Tempo der Aufwertung verlangsamte sich allerdings. Gegenüber den meisten wichtigen Währungen legte er zu. Da die Schweizerische Nationalbank keine Hinweise auf eine Anhebung der Wechselkursuntergrenze des Frankens zum Euro gab, endete vorerst sein Abwertungstrend gegenüber den meisten Währungen.

Abb. 1: Banken parken Liquidität bei der EZB



Aktienmarkt

Ereignisreiches Aktienjahr

Zahlreiche Ereignisse und Krisen haben das vergangene Jahr geprägt. Das starke Erdbeben und die Reaktorkatastrophe in Japan, der Niedergang diktatorischer Regimes in Nordafrika, der Disput von Republikanern und Demokraten um die Lage der US-Staatsfinanzen und insbesondere die Eurokrise hinterliessen tiefe Spuren an den Finanzmärkten.

Die globalen Aktienmärkte mussten deutliche Verluste hinnehmen (Abb. 1). Der Aktienweltindex MSCI World schloss das Gesamtjahr mit einem Minus von 7.6% ab. Schlusslicht waren die Emerging Markets. Ebenfalls enttäuschend haben sich – nicht ganz überraschend – die europäischen und japanischen Aktienmärkte entwickelt. Als bester Markt ging der amerikanische, gemessen am S&P500, aus dem Rennen (Abb. 2).

Die Aktienmärkte waren im vergangenen Jahr vor allem politisch geprägt, Fundamentaldaten fanden weniger Beachtung. Im Branchenvergleich erwiesen sich die defensiven Sektoren als Stütze des Gesamtmarkts. Zu den Spitzenreitern zählten Gesundheit und

der nichtzyklische Konsum. Diese Tatsache bewahrte auch den defensiveren Schweizer Aktienindex SMI vor massiven Kursverlusten. Branchenbezogen stehen die beiden Sektoren Banken und Grundstoffe am Ende des Kurstableaus.

Auswege aus der Schuldenkrise gesucht

Gäbe es die europäische Währungsunion nicht, würden Griechenland, Portugal, Italien oder Spanien ihre Währungen abwerten. Sie würden über diesen Weg ihre Konkurrenzfähigkeit steigern und durch eine intensivierete Exporttätigkeit Einkommen aus dem Ausland generieren.

Da dies nicht möglich ist, müssen diese Länder andere Wege suchen, um ihre Wettbewerbsfähigkeit zu erhöhen. Strukturelle Reformen wie die Öffnung abgeschotteter Arbeits- und Produktmärkte oder die Bekämpfung der übermässigen Bürokratie sind mittel- bis langfristig der Schlüssel zur Stärkung der südeuropäischen Volkswirtschaften und damit zur Bewältigung der Eurokrise.

Abb. 1: Aktienmärkte per 31. Dezember 2011

| Region | Indexstand | Dezember | 2011 | 2010 |
|---------------------|------------|----------|---------|---------|
| Schweiz (SMI) | 5'936 | 5.02% | -7.77% | -1.68% |
| Europa (SXXP) | 245 | 1.86% | -11.34% | 8.63% |
| Deutschland (DAX) | 5'898 | -3.13% | -14.69% | 16.06% |
| England (FTSE 100) | 5'572 | 1.21% | -5.55% | 9.00% |
| Frankreich (CAC 40) | 3'160 | 0.16% | -16.95% | -3.34% |
| USA (S&P 500) | 1'258 | 0.85% | 0.00% | 12.78% |
| USA (NASDAQ) | 2'605 | -0.58% | -1.80% | 16.91% |
| Japan (NIKKEI 225) | 8'455 | 0.25% | -17.34% | -3.01% |
| Russland (RTSIS\$) | 1'382 | -10.32% | -21.94% | 22.54% |
| China (SHANGHAI) | 2'199 | -5.74% | -21.68% | -14.31% |
| Indien (SENSEX) | 15'455 | -4.15% | -24.64% | 17.43% |
| Welt-Index (MXWO) | 1'183 | -0.17% | -7.62% | 9.55% |
| Emma (MXEF) | 916 | -1.29% | -20.41% | 16.36% |

Quelle: BKB (Bloomberg)

Kursentwicklung in Lokalwährung

Abb. 2: Aktienmärkte im Vergleich

