

Die Zinswende wird auf später verschoben

MONATLICHE ZINSPROGNOSE Allenfalls vereinzelte marginale Anpassungen nach oben

MANFRED KRÖLLER

Unverändert bis auf die eine oder andere marginale Anpassung nach oben – so präsentieren die monatlich von FuW befragten Ökonomen von UBS, Credit Suisse (CS), Zürcher Kantonalbank (ZKB), Bank Julius Bär und UniCredit ihre Zinsprognosen im laufenden Monat. Die Eurokrise macht wieder mehr Schlagzeilen als vor Monatsfrist – die Zinsen bleiben in der Schweiz zunächst auf niedrigem Niveau.

UBS-Ökonomin Daniela Steinbrink Mattei belässt ihre Prognosen denn auch erst einmal gleich. Allenfalls werde man in nächster Zeit minimale Adjustierungen vornehmen. Angesichts verschlechterter Fundamentaldaten (US-Arbeitsmarkt), und solange die Eurokrise mit den beiden Protagonisten Spanien und Italien wieder in den Vordergrund gerückt sei, dürften die Renditen in der Schweiz und in Deutschland tief bleiben, fasst Daniela Steinbrink zusammen.

LTRO-Euphorie verfliegen

Auch CS-Zinsstrategie Claude Maurer ändert die Zinsprognosen zunächst noch nicht. Die jüngsten Variationen der Fundamentaldaten in den USA und Europa seien im Rahmen üblicher Schwankungen zu sehen und sollten nicht überinterpretiert werden. Der Krisenstatus der Eurozone gebe wieder zu einer gewissen Besorgnis Anlass, nachdem die Euphorie über die Wirkung der letzten LTRO-Liquiditätsspritze der Europäischen Zentralbank (EZB) verfliegen sei.

Die Wachstumsperspektiven an der Peripherie – Spanien und Italien – hätten sich verschlechtert, was die bisherigen Bemühungen der Regierungen in Madrid und Rom zur Defizitbegrenzung teil-

	Dreimonatssatz Libor		Rendite zehnjährige Anleihe der Eidgenossenschaft	
	in 3 Monaten ¹	in 12 Monaten ¹	in 3 Monaten ¹	in 12 Monaten ¹
Credit Suisse	0,10 (0,10)	0,20 (0,20)	0,90 (0,90)	1,40 (1,40)
UBS	0,10 (0,10)	0,10 (0,10)	0,80 (0,80)	1,10 (1,10)
Julius Bär	0,00 (0,00)	0,12 (0,25)	0,85 (0,70)	1,35 (1,30)
ZKB	0,10 (0,10)	0,20 (0,20)	1,10 (1,10)	1,50 (1,50)
UniCredit	0,10 (0,05)	0,65 (0,35)	0,70 (0,70)	1,20 (1,10)
Durchschnitt	0,10 (0,07)	0,25 (0,22)	0,87 (0,84)	1,31 (1,28)

Stand: 24. April 2012 Dreimonatssatz (Libor): X Rendite zehnjährige Bundesanleihe: X
Angaben in % () Prognose per Mitte März 2012 ¹ nach der jeweiligen Lagebeurteilung der Nationalbank

weise neutralisiere, heisst es im jüngsten CS-Wochenüberblick. Somit sei weit und breit noch kein Zinserhöhungsspielraum auszumachen.

SNB hat keine Eile

ZKB-Ökonomin Cornelia Luchsinger erwartet zwar zum Jahresende eine etwas höhere Inflation, ändert die Zinsprognosen aber nicht. Schliesslich habe die SNB «sicherlich keine Eile» beim Gegensteuern. Ein erster Schritt dazu wäre getan, wenn sich der Franken von seiner Untergrenze von 1.20 Fr./€ entfernte. Solange sich jedoch die Lage an der Währungsfront nicht nachhaltig entspanne, gebe es für die Nationalbank keinen Spielraum bei den Zinsen.

Ökonom Janwillem Acket von Bank Julius Bär hat die Erwartungen der kurzen Zinsen auf Zwölfmonatssicht wieder leicht zurückgenommen, dafür aber die zehnjährigen Renditen sowohl auf drei als auch auf zwölf Monate geringfügig angehoben. Den Prognosen liegt die Annahme zugrunde, dass die SNB jetzt alles tun muss und wird, um die Untergrenze von 1.20 Fr./€ zu verteidigen. Das sei angesichts der nach wie vor instabilen Situation in der Eurozone ein anspruchsvolles Unterfangen, das die SNB wohl mehr kosten werde als bisher. Die

Schweiz stehe im europäischen Vergleich konjunkturzyklisch gut da, was bedeute, dass der Franken seine Stärke vorerst behalte. Der SNB bleibe gar keine andere Wahl, als die Untergrenze zu verteidigen, die in jüngster Zeit häufiger von «Zockern» getestet werde. Glücklicherweise herrsche mit der Bestätigung Jordans als Präsident mittlerweile Führungsklarheit bei der SNB.

Nach monatelang unveränderter «Festzinsprognose» hat UniCredit-Analyst Alexander Koch nunmehr die ersten zaghaften Anpassungen nach oben vorgenommen, zumindest auf Sicht von zwölf Monaten. Dass der Euro weiterhin an der von der Schweizerischen Nationalbank garantierten Untergrenzen von 1.20 Fr./€ entlangschramme, zeige, dass die Risiken der Eurokrise wieder in den Vordergrund gerückt und sichere Häfen nach wie vor gefragt seien.

Das bedeute wenig Zinserhöhungsspielraum in der Schweiz. Der SNB dürfe noch erheblicher Kursicherungsaufwand ins Haus stehen. Bei den Zentralbanken der USA und der Eurozone sei ein Ausstieg aus der Politik des billigen Geldes mittlerweile in weitere Ferne gerückt: Die bisherigen Erwartungen von Leitzinserhöhungen im Frühjahr 2013 dürften wohl nicht mehr zutreffen.

Im Schwitzkasten der Politik

Japans Notenbank muss die Geldpolitik weiter lockern

Neben dem Franken ist der Yen einer der Gewinner der Finanzkrise – sehr zum Leidwesen japanischer Konzerne und Aktienanleger. Gebannt blicken Investoren und Unternehmen daher auf das Treffen der japanischen Notenbank am Freitag. Trotz der erwarteten Anhebung der Wachstumsprognose für 2012 auf über 2% könnte die Zentralbank erneut ihre Geldpolitik lockern, um den Yen zu schwächen und die Deflation zu beenden. Davon würden nach Ansicht von Nomura Stahl-, Elektronik- und Autoaktien profitieren.

Wegen der Aussicht auf eine weitere unkonventionelle Geldmengenausweitung (Quantitative Easing, QE) hat sich der Yen trotz der jüngsten Turbulenzen im Euroland kaum aufgewertet. Internationale Anleger haben sich mit Yen-Shorts so weit aus dem Fenster gehängt wie seit fünf Jahren nicht mehr. Sie wetten darauf, dass die Notenbank ihr Ankaufprogramm für Wertpapiere aufstockt oder verlängert – und der Yen somit an Wert verliert.

Notenbankchef ausgebuht

Die Bank von Japan steht unter nie gesehenem Handlungsdruck. Zwei der neun Sitze im Lenkungsrat sind seit Ostern unbesetzt, nachdem das Parlament den Chefökonom von BNP Paribas, Ryutaro Kono, wegen seiner «negativen Haltung» zur Geldpolitik abgelehnt hat. Eine aggressive Geldpolitik könne Japans strukturelle Probleme wie Alterung und Verschuldung nicht lösen, hatte Kono gewarnt. Doch nach anderthalb Jahrzehnten Deflation und Stagnation haben Teile der Politik die Geduld verloren. Sie nehmen die Zentralbank in den Schwitzkasten. Gouverneur Masaaki Shirakawa wird so häufig wie nie vom Parlament befragt. Einmal wurde der Beamte vor laufenden TV-Kameras ausgebuht.

Der Frust ist verständlich: Obwohl der Leitzins seit siebzehn Jahren nahe null liegt, sind die Kernpreise seit 1998 in 42 von 56 Quartalen gesunken. Der Durchschnittslohn ist von 4,5 auf 3,8 Mio. Yen geschrumpft. Die Fabriken sind nur zu 73% ausgelastet. Bei bald 200% Verschul-

ungsgrad hat der Staat sein keynesianisches Pulver verschossen. Jetzt sei die Notenbank am Zug, heisst daher die Devise. «Der Zentralbank ist ihre Bilanz wichtiger als die Wirtschaft», kritisierte Ex-Bankensanierer Heizo Takenaka. Laut Analysten könnte eine Abwertung des Yens etwa zum Yuan die Nachfrage von Chinas Konsumenten nach japanischen Waren ankurbeln und die Fabrikbelastung steigern. Mehr als 20% von Japans Ausfuhren gehen zum grössten Handelspartner.

Untypischer Strategiewechsel

Notenbankchef Shirakawa argumentiert zwar seit Jahren, Geldpolitik sei kein Zauberstab gegen Deflation – deren Ursprung sei mangelnde Nachfrage. Dennoch beugte sich die Bank im Februar dem Druck. Sie stockte ihr Wertschriftenkaufprogramm um 10 Bio. Yen (112 Mrd. Fr.) auf und gab ein Inflationsziel von 1% bekannt. Das zeigte Wirkung: Der Yen fiel zum Dollar in einem Monat 6,6%, die Aktienkurse zogen steil an. Daher wurden Rufe laut, noch mehr Staatsanleihen zu kaufen und das Inflationsziel zu erhöhen. Darauf hat die Notenbank bisher nur mit Rekordkäufen von Indexfonds reagiert.

Zugleich hat der Strategiewechsel den Markt verunsichert. Goldman Sachs hält die Politik für «untypisch». Ex-Notenbanker Atsushi Mizuno sagt, sie widerspreche den Überzeugungen der Währungshüter. Gemäss Barclays schwillt die Bankbilanz selbst ohne weitere Geldspritzen bis Ende Jahr auf 160,3 Bio. Yen oder 34% der Wirtschaftsleistung an. Zum Vergleich: Das US-Fed hat eine Quote von 20%.

Ex-Notenbankdirektor Eiji Hirano warnt vor der Gefahr einer Monetarisierung der Schulden. Das drohe Yen, Aktien und Anleihen gleichermaßen zu entwerten. Zudem sagt Nomura eine Rückkehr zur Inflation auch ohne geldpolitische Lockerung voraus. Der Hauptgrund sei die Aufwertung des Yuans, der seit Jahresanfang zum Yen über 5% zugelegt hat. Dagegen meint Credit Suisse, die Notenbank könne Japans Klischee als Deflationsland ohne Wachstum zerstören. **FR**, Tokio

Gewinnniveau kaum zu halten

MARKTSTIMME Obligationen bleiben aber trotzdem ein wichtiger Portfoliobestandteil

MARKUS THÖNY

Bei rekordtiefen Zinsen werfen sichere Anleihen praktisch keine Rendite ab, und auch kreditrisikobehaftete Anleihen rentieren historisch und absolut gesehen eher bescheiden. Viele Anleger fragen sich, ob und wie sie in Obligationen investieren sollen.

Obligationenanleger konnten in den vergangenen Jahren aufgrund fallender Zinsen stattliche Kursgewinne erzielen. Dieses Gewinnniveau wird in Zukunft nur schwer zu halten sein. Obligationen bleiben aber ein wichtiger Bestandteil ausgewogener Portfolios. Der Ertrag von Obligationen ist äusserst stabil und mit geringem Rückschlagpotenzial behaftet. Risikobereinigtes bleiben Obligationenrenditen im Vergleich zu denen anderer Anlagekategorien interessant.

Die Anlageklasse Anleihen wird heute meist passiv bewirtschaftet, Investoren kaufen einen gängigen Marktindex. Im Gegensatz zu einem aktiven Anleger übernimmt der passive die gegebenen Marktrisiken. Weil der Markt durch sich verändernde regulatorische und konjunkturelle Faktoren bestimmt wird, passen sich seine Risiken dynamisch den Gegebenheiten an. Im Tiefzinsumfeld wird das Zinsrisiko der Obligationenindizes immer länger, weil die Emittenten mit möglichst lang laufenden Anleihen von den tiefen Zinsen profitieren möchten.

Kreditrisiko der Indizes steigt

Auch das Kreditrisiko der Indizes steigt, weil Schuldner öfters in der Kreditqualität zurückgestuft werden und vermehrt Emittenten mit tieferer Bonität an den Markt gelangen. Weil sich das Indexgewicht eines Emittenten aus dem Marktwert der ausstehenden Bonds ableitet, dominieren höher ver-

schuldete Emittenten die Indizes. Passive Investoren sind diesen variierenden Marktrisiken gänzlich ausgeliefert und müssen entscheiden, ob sie die Risiken ihrer Anlagestrategie künftig besser kontrollieren wollen.

Eine Anlage in Obligationen beinhaltet in der Regel drei Risiken: Zins-, Kredit- und Liquiditätsrisiken. Weil man gegenwärtig für Zinsrisiken kaum noch entschädigt wird, rückt die Beurteilung der Kredit- und der Liquiditätsrisiken in den Mittelpunkt. Vor Ausbruch der Finanzkrise notierten die Kreditrisikoprämien verschiedener Bonitätsklassen allesamt in einem engen Band und auf tiefem Niveau. Derzeit ist das Niveau höher. Die Risikoprämien sind weitaus heterogener.

Die Abhängigkeit der Portfolioperformance von der Kreditlektion hat zugenommen, die Ansprüche an eine fundierte Kreditanalyse sind gewachsen. Steigende regulatorische Anforderungen führen dazu, dass die Handelsbücher der Banken künftig dünner werden und die ohnehin schon eingeschränkte Liquidität im tieferen Kreditsegment weiter abnehmen wird. Gut vernetzte Marktteilnehmer, die fundierte Kenntnisse der relevanten Fundamentaldaten haben, werden markt- und liquiditätsbedingte Preisverzerrungen aktiv ausnutzen.

Aufgrund der historisch tiefen Zinsen überlegen sich viele Investoren, wie viele

Zinsrisiken in einer Anlagestrategie enthalten sein sollten.

Ganzheitliche Strategie

Weil bei einer Konjunkturerholung mit steigenden Realzinsen und verbesserten Unternehmensaussichten in der Regel auch die Kreditrisikoprämien zurückgehen, sollte die Anlagestrategie jedoch ganzheitlich angegangen werden. Vor allem die negative Korrelation von Zins- und Kreditrisiken impliziert, dass sich ein Engagement im Kreditbereich als Absicherung gegen potenzielle Verluste aus steigenden Zinsen lohnt. Im Szenario einer wirtschaftlichen Erholung schneiden Anlagestrategien mit weniger Zins-, aber mehr Kreditrisiken besonders vorteilhaft ab (siehe Tabelle oben).

Fassen wir zusammen: Mit Obligationen lässt sich auch in Zukunft Geld verdienen. Doch bewährte Rezepte wie die passive Anlagestrategie müssen zunehmend überdacht werden. Obligationeninvestoren werden die künftigen Herausforderungen bezüglich der Zins-, der Kredit- und der Liquiditätsrisiken aktiver angehen und ihre Anlagen mit transparenten Risikovorgaben bewirtschaften müssen.

Markus Thöny managt bei Lombard Odier Investment Managers Frankenanleihenportfolios.

Szenarien mit Horizont 1 Jahr	Erwarteter Total Return ²		
	SDBG	SBI AAA-BBB	SBI A-BBB
Szenario 1: keine Zins- und Spreadänderungen	1,40	1,79	2,52
Szenario 2: 0,5% Zinsanstieg und durchschnittlich 0,3% Spreadrückgang	-2,35	0,39	2,42
Szenario 3: 1,0% Zinsanstieg und durchschnittlich 0,6% Spreadrückgang	-6,10	-1,02	2,31
Indexdaten	SDBG	SBI AAA-BBB	SBI A-BBB
Zinsrisiken in Jahren	8,4	5,8	3,7
Kreditanteil in Prozent	0	80	100

¹ SDBG: CHF Staatsanleihenindex / SBI AAA-BBB: CHF Bondindex / SBI A-BBB: CHF Kreditindex ² in %
Quelle: Bloomberg, Lombard Odier

Japan ist am Ende

CFA Institute: Steigende Zinsen werden eine Schuldenkrise auslösen

In Europa gelten Anleihenrenditen von 6 bis 7% als für einen Staatshaushalt gefährlich, weil dann der Schuldendienst untragbar wird. In Japan liegt die kritische Grenze deutlich tiefer. «Steigen die Renditen japanischer Staatsanleihen von 1 auf 2%, explodiert das Haushaltsdefizit, und eine Schuldenkrise enormen Ausmasses ist unabwendbar», schreibt Ron Rimkus vom CFA Institute. Die Frage sei nicht mehr, ob, sondern nur noch, wann das passiere. Einen Ausweg sieht er nicht.

Die Staatsausgaben haben sich in den letzten zwanzig Jahren fast verdoppelt. Die alternde Bevölkerung liess die Sozialausgaben in die Höhe schnellen: Von 2000 bis 2011 stiegen sie von 19,7 auf 31% der Staatsausgaben. Zudem entspart die alternde Bevölkerung, somit steht weniger Kapital für Investitionen zur Verfügung.

Sparen geht nicht

In den letzten 22 Jahren hätten die hohen, durch den Handelsüberschuss angehäuften Devisenreserven die Finanzierung gesichert, da sie ein hohes Investitionseinkommen erzeugten, erklärt Rimkus. Diese Vermögen seien jedoch auf einige wenige Akteure konzentriert, die, wenn sie sich für einen Verkauf entscheiden, eine Lawine auslösen könnten. Wird dieses Kapital repatriert, festigt sich zudem der Yen noch mehr, was die Lage der japanischen Exportwirtschaft weiter verschlimmert.

Der Staat habe keinen Spielraum für drastische Einsparungen. «Werden die Sozialtransfers beschnitten, müssen die Privathaushalte dafür aufkommen, was sich negativ auf das Wirtschaftswachstum auswirkt.» Wird das Wirtschaftsmodell unverändert belassen, steigt das Staatsdefizit in den nächsten Jahren von heute 11 auf 20%. Der Schuldendienst macht zurzeit 23% der Staatsausgaben aus – mit Zinsen von nur 1% (vgl. Grafik). Die Steuern anzuheben, um das Budgetdefizit zu

lindern, sei ebenfalls keine valable Lösung. Als einen der Gründe dafür nennt Rimkus Japans Wohlfahrtsgesellschaft – nicht den Wohlfahrtsstaat.

Mehr einnehmen auch nicht

Viele Sozialleistungen, auch Altersleistungen, würden vom privaten Sektor, also von den Arbeitgebern erbracht. Steigt die Belastung für die Unternehmen, schwächt das die Wirtschaft, und ein Teil der Last wird sich zum öffentlichen Sektor verschieben – bestenfalls ein Nullsummenspiel.

Die Frage ist, wann die Zinsen zu steigen beginnen und die Schuldenkrise auslösen. Rimkus: «Das wird der Fall sein, wenn die Bondmärkte realisieren, dass der Finanzierungskreislauf versagt, oder wenn nur schon eine moderate Inflation wegen der lockeren Geldpolitik der Bank of Japan eintritt.»

Zwischen Japan und den Peripheriestaaten Europas besteht noch eine weitere unseelige Parallele. Eine Abwertung des Yens, um die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft zu erhöhen, ist für das Land fast so wenig eine Alternative wie für die Euroländer: Japan importiert fast alle Rohwaren und Energieträger. **ET**

Schuldendienst und Zinsen

