

2008: Stagflation oder Zwischentief?

HK 16.01.08 – Die OECD-Volkswirtschaften sind dank eines starken dritten Quartals (2,9%) bis September 2007 um 2,7% gewachsen. Die Schweiz verzeichnete im Dreivierteljahr ein BIP-Wachstum von 2,8%, womit die Erwartungen der Prognoseinstitute im Frühjahr um rund 0,5% übertroffen wurden. Für 2008 und 2009 haben sich nun aber die wirtschaftlichen Perspektiven deutlich verschlechtert. Grund dafür sind die Hypothekar- und Immobilienkrise in den USA, die nun auch auf europäische Länder überschwappt, aber auch der hohe Erdölpreis und der Kurseinbruch des US-Dollars. Die US-Notenbank hat zwar bereits mit zwei Reduktionen ihres Leitzinses um 0,75% auf 4,5% reagiert, aber die rekordhohe Zinsdifferenz zwischen den USD-Geldmarktsätzen am Euromarkt und den 3 M US-Treasuries zeigt, dass die Vertrauenskrise im Finanzsektor noch keineswegs überwunden ist. Für die Kapitalanleger präsentiert sich das Anlageumfeld schwierig wie noch selten zuvor, denn wichtige Alternativen zu Aktien weisen nun ebenfalls erhöhte Risiken auf, angefangen bei Immobilienanlagen bis zum Geldmarktengagements. Die Kurskorrekturen an den Emerging Markets Aktienbörsen und die teilweisen massiven Abschwächungen der dazugehörigen Währungen im November zeigen, dass auch diese Alternativen keine Einbahnstrasse sind. Die Flucht in die Sicherheit hat andererseits dazu geführt, dass die Rendite der Staatsanleihen seit den Höchstständen 2007 wieder um rund 40 Basispunkte gefallen sind, am stärksten in den USA (-132 BP) und in Grossbritannien (-85 BP). Damit sind für das kommende Jahr bereits wieder tiefere Renditen angesagt. Auch die Rendite der 10-jährigen Eidgenossen liegt mit 2,9% wieder um rund 0,5% unter dem Jahreshoch 2007. Die Zinsdifferenz zwischen minderwertigen und erstklassigen Schuldnern hat sich zwar ausgeweitet, aber im Vergleich zu den gestiegenen Risiken erscheint sie immer noch gering. Die meisten Rohstoffe, vorab Weizen, Soya und Erdölprodukte, haben bis November 2007 massive zweistellige Preisavancen verzeichnet, aber gerade diese starken Kurssprünge bedeuten für Neueinsteiger erhöhte Kursrisiken.

Zur ungünstigen Ausgangslage an den Finanzmärkten kommen nun die eingangs erwähnten konjunkturellen Unsicherheiten. Eine Analyse der US-Immobilienkrisen seit 1950 zeigt, dass in sieben von acht Fällen eine Rezession folgte. Die Zinskurven sind heute nicht nur in den USA und in Grossbritannien invers, sondern auch im Euroraum, was in der Vergangenheit jeweils innerhalb von zwei Jahren zu Rezessionen führte. Die Kapazitätsauslastungen und die Auftragsbestände der Industrie sind jedoch immer noch hoch und vor allem am europäischen Arbeitsmarkt sind deutliche Verbesserungen eingetreten, so dass 2008 noch kein abrupter Konjunkturerinbruch droht. Wesentlich unsicherer sind die Prognosen aber für 2009, vor allem wenn 2008 trotz Konjunkturflaute die Inflation weiter anzieht. Es sind nicht nur die Rohstoffpreise, sondern auch der Lohndruck, der in zunehmenden Streiks sichtbar wird. Dazu kommen die abflachenden Produktivitätsfortschritte und die teils auslaufende Währungsabsicherungen, die Unternehmen zu Preiserhöhungen zwingen werden. Der jüngste Anstieg der Inflation in den USA auf 3,5%, im Euroraum auf 3% und in der Schweiz auf 1,8% können jedenfalls nicht mit saisonalen Effekten wegdiskutiert werden. Die Gefahr einer Stagflation hat klar zugenommen. Diese ungünstige Konstellation von Konjunkturabschwung bei gleichzeitig anziehender Teuerung sind schlechte Vorzeichen für das Anlagejahr 2008.