

## Öl, Verschuldung und Zinsen halten die Aktienanleger in Atem

Dr. Thomas Grünenfelder, CFA<sup>1</sup>

Börsianer und Investoren sind aufgeschreckt. Bis vor kurzem war ihre Welt noch in Ordnung. Lokale und globale Wachstumsprognosen wurden in regelmässigen Abständen nach oben revidiert. Industrieunternehmungen strotzten vor Zuversicht. Bei Banken war trotz lautem Wehklagen über die neuen Regulierungs- und Eigenkapitalvorschriften eine Normalisierung des Geschäftsganges festzustellen. Die Finanz- und Wirtschaftskrise schien endgültig überwunden zu sein und die Zukunft mit neuen Chancen zu locken.

Doch seit Beginn dieses Jahres wollen die Aktienmärkte dieses rosige Szenario nicht antizipieren.

### Fukushima wird die Welt nicht verändern, oder doch?

Nicht vorhersehbar sind Ereignisse wie die Dreifachkatastrophe – Erdbeben, Tsunami, AKW-Unfall - von Japan. Solche Katastrophen haben in der Regel nur einen kurzfristigen Effekt auf die globale Wirtschaft. Im Falle von Japan dürften die Lieferengpässen von japanischen Zulieferfirmen beim einen oder anderen Konzern zu Produktionsengpässen führen. Diese Probleme werden in wenigen Monaten überwunden sein. Bedeutender ist die Atomkatastrophe für die Energiewirtschaft. Die Skepsis gegenüber der Atomwirtschaft steigt. Profitieren werden die erneuerbaren Energien, welche verstärkt gefördert werden und fossile Energieträger wie Gas. Wegen der hohen Energieabhängigkeit wird die Atomenergie der Welt noch für lange Zeit erhalten bleiben.

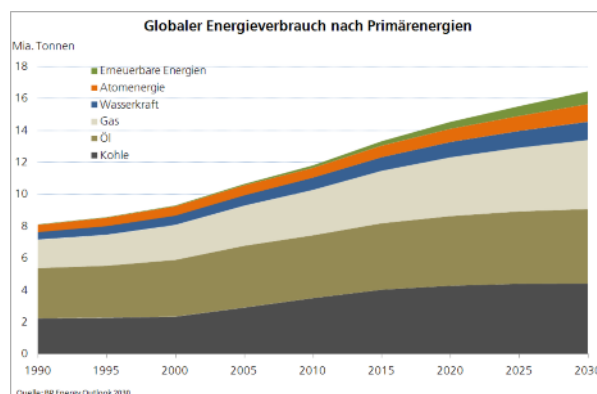
### Die arabische Revolution wird die Welt verändern, aber wie?

Welche Auswirkungen die arabische Revolution längerfristig haben wird und ob eine Demokratisierung der Region stattfindet, ist ungewiss. Natürlich spielen die regionalen Erdölreserven eine wichtige Rolle. Ein Übergreifen der Revolution auf weitere wichtige Erdölproduzenten wie Iran, Irak oder Saudi Arabien würde zu einem Ölschock führen. Der Ölpreisanstieg, ausgelöst durch den Bürgerkrieg in Libyen (2% der globalen Ölproduktion), wird dann nur ein kleiner Vorgeschmack gewesen sein. Allerdings zeigt der Fall Libyen auch, unabhängig davon ob Demokratie oder Ghadhafi-Regime, dass die Öleinkünfte für derartige Länder sehr wichtig sind. Das Öl ist neutral und wird seinen Weg zum Verbraucher finden.

### Ölpreis hemmt das Wachstum und schürt die Inflation

Die Ereignisse in Japan und im nahen Osten werden die vorgegebene Entwicklung in Richtung erneuerbare Energien beschleunigen, aber die Energielandschaft nicht grundlegend verändern. Die Anstrengungen, die globale Energieversorgung breiter abzustützen, werden zunehmen. Gewinner werden Gas und erneuerbare Energien sein. Auch die Exploration in verschiedenen Weltgegenden wird zunehmen. Eines ist klar: die fossilen Energieträger Erdöl, Erdgas und Kohle werden auch in zwanzig Jahren mit einem Anteil von über 80% dominieren (vgl. BP Energy Outlook 2030).

Entscheidend für die Energiepreise ist die steigende Nachfrage aus den Schwellenländern. Gemäss Energy Outlook wächst der globale Energiekonsum bis 2030 jährlich um 1.7%, wobei mehr als 90% des Wachstums aus Nicht-OECD-Ländern stammen wird. Eine Steigerung der Energienachfrage in den nächsten zwanzig Jahren um 40% wird die Energie unabhängig vom Energiemix (Anteile fossiler bzw. erneuerbarer Energieträger) weiter verteuern. Die Herausforderung, den globalen Energiehunger zu stillen, fordert und fördert unterschiedliche konventionelle und alternative Technologien, welche in jedem Fall viel Geld kosten.



Die OECD schätzt, dass ein Anstieg des Ölpreises um 10 USD 0,2% Wirtschaftswachstums kostet und die Inflation um 0,2% im gleichen Jahr und um 0,1% im folgenden Jahr anheizt.

Die Verlagerung der Industrieproduktion nach China und anderen Schwellenländern wirkte in den letzten zwanzig Jahren deflationär. Der weitere Aufstieg dieser Schwellen-

<sup>1</sup> Dr. Thomas Grünenfelder ist geschäftsführender Partner der bankenunabhängigen Fondsleitung Swiss Rock Asset Management

länder, der Auf- und Ausbau der Infrastruktur, die Entstehung einer breiten Mittelschicht und die damit verbundene grosse Nachfrage nach Energie, Gütern und Dienstleistungen wird Rohstoffe und Energie weiter verteuern.

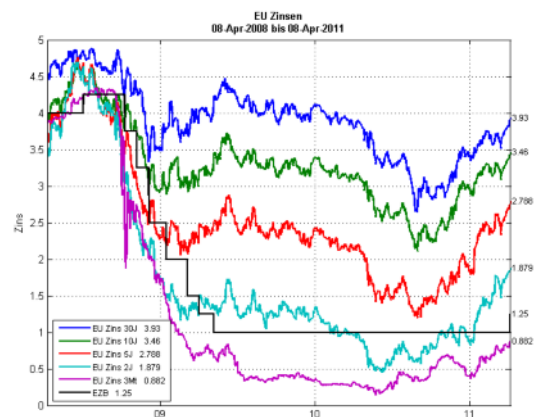
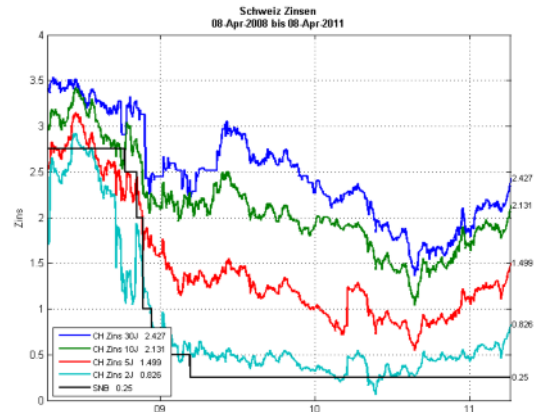
### Verschuldung und Inflationsangst

Erstaunlich gelassen nahmen die Märkte die Neuigkeit auf, dass die Rating-Agentur Standard & Poor's den Ausblick der Kreditwürdigkeit der USA von der derzeitigen AAA-Bestnote von stabil auf negativ gesetzt hat. Der Zerfall des USD macht allerdings deutlich, dass die Verschuldung den Finanzmärkten nicht egal ist. Aber auch in Europa türmen sich die Schuldenberge und die Leistungsversprechen. Die Schuldenlast von Griechenland betrug Ende letzten Jahres 143 Prozent des BIP. Griechenland wurde gefolgt von Italien (119 Prozent), Belgien (97 Prozent), Irland (96 Prozent) und Portugal (93 Prozent). Der Musterknabe Deutschland wies Ende 2010 gemessen am BIP eine Verschuldung von 83 Prozent und die Supermacht USA von 94 Prozent auf. Die unerwartet starke wirtschaftliche Erholung, der grosse Energie- und Rohstoffhunger der Schwellenländer, politische Unsicherheit im Nahen Osten sowie die Verschuldung der westlichen Staaten treiben die Inflation. In der Euro-Zone und in den USA ist die Inflation auf 2,7% gestiegen, in Grossbritannien gar über 4%. Steigende Zinsen sind seit letztem Spätsommer eine Realität. Die entscheidende Frage bleibt: "Um wie viel und wie lange steigen die Zinsen."

### Zinsanstieg – Gift für Aktien

Wie viel Zinsanstieg vertragen die Aktienmärkte? Eigentlich keinen. Jedes Abdiskontierungsmodell hat einen Zinssatz im Nenner. Steigt der Zins reduziert sich unter sonst gleich bleibenden Annahmen der Barwert – der heutige Wert sämtlicher zukünftiger Cash Flows – der Investition. Seit August des letzten Jahres steigen die Marktzinsen in Europa und in der Schweiz. Im April dieses Jahres hat die Europäische Zentralbank erstmals seit der Krise die Zinsen angehoben. Nach den erfreulichen Kursgewinnen im letzten Jahr tendieren die Aktienmärkte trotz positiven Unternehmensausblicken seit Anfang Jahr seitwärts. Die Vermutung liegt nahe, dass die Märkte die höheren Zinsen in die Bewertungen einfließen lassen. Verschiedene Schwellenländer befinden sich schon seit Monaten in einem Umfeld von hoher Inflation und steigenden Zinsen. In diesem Jahr hat sich die Inflation in China und Indien beschleunigt. China hat die Zinsen seit Oktober 2010 viermal und Indien seit März 2010 achtmal erhöht. Brasilien hat die Zinsen fünfmal angehoben. Russland begann mit einer Zinserhöhung diesen Februar. Die steigenden Zinsen schlagen sich in den Aktienmärkten nieder. Der Shanghai Composite Index hat seit August 2009 nach mehrmaligem Auf und Ab rund 15% verloren.

Der brasilianische Bovespa konnte zwar in der zweiten Jahreshälfte letzten Jahres die Kursverluste vom April/Mai wettmachen. Seither tendiert der Index aber seitwärts.



### Vergleich mit 1994

Obwohl 1994 weltweit der Konjunkturaufschwung stärker ausfiel als erwartet, sanken die Aktienbörsen rund 20%. Auslöser für diesen Kursrückgang, der rund ein Jahr dauerte, waren steigende Zinsen. Die amerikanische Notenbank hatte mit einer Zinserhöhung im Februar 1994 einen weltweiten Zinsanstieg eingeläutet. Das dynamische Wirtschaftswachstum bedrohte die Geldwertstabilität der USA. Die Ursache des Zinsanstieges war in Ländern wie Deutschland oder der Schweiz umstritten. Die deutsche Wirtschaft erholte sich gerade erst langsam von einer Rezession. Die Schweiz hatte das Platzen einer Immobilienblase Anfang der neunziger Jahre sowie die darauffolgende wirtschaftliche Abkühlung zu verdauen. Trotz der unterschiedlichen Konjunktur stiegen die Zinsen auch in Europa und verursachten die erwähnten Kursrückgänge an den Börsen.

### Intakte Aussichten

Die Wachstumsprognosen sind intakt. Laut den IMF-Ökonomen wird die Weltwirtschaft dieses und nächstes Jahr je um 4,5% zulegen. Die entwickelten Volkswirt-

schaften sollen um 2,5% und die Entwicklungs- und Schwellenländer um 6,5% zulegen. Trotz weltweit steigenden Zinsen bleibt das Umfeld dynamisch. Unternehmungen können mit steigender Nachfrage, höheren Umsätzen und steigenden Gewinnen rechnen. Die steigenden Gewinne wiederum drücken die Bewertungen und führen zu attraktiven Kursniveaus. Die Frage bleibt, wann die Börsen aus den derzeitigen Kursbändern ausbrechen können. Wie 1994 zeigt, liegt der Schlüssel bei den Zinsen. Sollte sich ein Ende der derzeitigen Zinserhöhungen abzeichnen, wird auch die Stagnation an den Börsen zu einem Ende kommen. Gegeben die zuversichtlichen globalen Wachstumsprognosen dürfte sich bis dahin einiges an Kurspotential aufgebaut haben.

#### **Anlagepolitische Konklusion**

Bei Obligationen ist Vorsicht das Gebot der Stunde. Die Laufzeiten sollten deutlich am kurzen Ende der Zinskurve getätigt werden. Darüber hinaus ist das Erzielen von Mehrwerten über breit diversifizierte Firmenanleihen möglich.

Die Aktienmärkte dürften noch einige wenige Monate, bis sich ein Ende der Zinserhöhungen abzeichnet, mit hoher Volatilität seitlich tendieren. Wachstumsaktien sind Substanzwerten weiterhin vorzuziehen. Kleine und mittlere Aktien dürften weiterhin besser Abschneiden als grosskapitalisierte. Die Titelselektion wird zunehmend wichtig. Aktien mit hohem Preismomentum werden bei Enttäuschungen oder Gewinnwarnungen schnell grosse Kursverluste erleiden.