

«Europas Börsen sind ausserordentlich günstig»

FUW-MITWOCHSINTERVIEW MARTIN JETZER Chefstratege von Bellecapital, Zürich

Herr Jetzer, lässt sich schon abschätzen, was die Folgen von Hurrikan «Sandy» für Amerikas Wirtschaft und Börse sind?

Aus den Erfahrungen mit Naturkatastrophen der letzten hundert Jahre zu schliessen, sind die längerfristigen Folgen gering. Kurzfristig dürfte die Wirtschaft stärker leiden als die Börse. Jede Katastrophe hat Gewinner und Verlierer. Beacon Roofing, die sich in unseren Depots befinden, sind ein gutes Beispiel. Seit «Sandy» aufgetaucht ist, haben sie 10% zugelegt. Profitieren werden wohl auch Unternehmen wie Home Depot und natürlich die Bauwirtschaft. Mit einem versicherten Schaden von nach einer ersten Schätzung mindestens 8 Mrd. \$ werden die grossen Versicherer, in den USA vor allem Allstate und Travelers, zur Kasse gebeten. Die Titel haben bereits reagiert.

Angesichts der vielen Probleme haben die Aktienmärkte mit bisher rund +10% positiv überrascht. Wie viel davon geht auf das Konto der ultralockeren Geldpolitik?

Sie hat tatsächlich den Negativeinfluss der schwachen Weltkonjunktur und der sinkenden Gewinnmargen mehr als kompensiert. Negative Realzinsen sind die Kehrseite, mit historisch teuren festverzinslichen Anlagen und vergleichsweise billigen Aktien. Die Angst, dass hohe Schulden die Weltwirtschaft abzuwürgen drohen, treibt die Anleger in sichere Häfen. Es ist eine Phase, in der Aktien von spekulativen, uninformierten Händen in langfristig orientierte, gut informierte Hände übergegangen sind. Das hat den Markt gestützt und die Volatilität trotz der vielen Krisenmeldungen niedrig gehalten.

Ist Ihnen wohl, wenn US-Notenbankchef Ben Bernanke bis 2015 Zinsen im Nullprozentbereich verspricht? Das muss ja geradezu zum Schuldenmachen verleiten.

So ist es – das ist ja auch der Zweck. Der notwendige Entschuldungsprozess wird dadurch verlangsamt, was die Konjunktur kurzfristig stützt. Gleichzeitig wird der staatliche Schuldendienst enorm erleichtert, jedenfalls in den Ländern, die eine eigene Zentralbank haben. Eine mässige Inflationsbeschleunigung wäre durchaus willkommen; sie würde mithelfen, die steigende Schuldenquote zu bremsen. Trotzdem ist es mir nicht ganz wohl – «there is no free lunch», wie die Amerikaner sagen. Nebeneffekte könnten ein unkontrollierter Teuerungsanstieg und eine teure Fehlallokation von Kapital sein.

Nebeneffekte werden gemildert, wenn Regierungen das Zeitfenster, das ihnen gewährt wird, für strukturelle Reformen nutzen. Sehen Sie Fortschritte?

Die Konjunktur stützen ist einfach, Strukturen verbessern schmerzhaft und unpopulär. Da sind die Notenbanken hilflos. Dass Spanien und Italien die so dringenden Reformen im Arbeitsmarkt, die Deregulierung und die Privatisierungen mitten in einer schweren Rezession durchsetzen können, bezweifle ich. Der Anfang ist aber gemacht. In zehn Jahren wird es im Süden Europas weniger verkrustete und wachstumsfeindliche Strukturen geben.

Gilt es das als Anleger schon zu berücksichtigen, und wenn ja, wie?

Das Makroszenario ist noch wenig ermutigend, doch das Mikroumfeld sollte weiterhin freundlich bleiben. Unternehmen haben die Krise bemerkenswert gut überstanden. Marktanteile und Profitabilität werden offensiver verteidigt als früher. Es sollte deshalb wieder langfristig statt ängstlich kurzfristig investiert werden, wobei es gilt, auf Aktien zu setzen und langfristige Obligationen zu meiden. Staatsanleihen sind teuer und damit riskant. Sichere Häfen gibt es keine.

Das Augenmerk richtet sich auch auf China, wo das Wachstum zurückgeht und soziale Spannungen zunehmen. Halten Sie sich von Emerging Markets fern?

Ja, wir zögern noch immer, in China zu investieren, und sind auch gegenüber anderen Schwellenländern skeptisch. China ist so etwas wie eine Black Box. Wirtschafts-



BILD: SANDRA MEIER

«In der Mitte, nicht am Ende einer Rezession muss man in Aktien einsteigen.»

statistiken aus Peking sollte man, in den Worten von Nobelpreisträger Paul Krugman, am besten als besonders langweilige Form von Science Fiction betrachten. Jedenfalls ist das chinesische Wirtschaftswunder nach drei stürmischen Jahrzehnten vorüber, die Investitionsblase ist dieses Jahr geplatzt. China wird längerfristig stärker wachsen als die entwickelte Welt, kämpft jetzt aber mit viel Gegenwind, wozu auch die hohe Umweltverschmutzung, Korruption und die deutliche Verschlechterung der Einkommens- und Vermögensverteilung gehören. Das alles nährt soziale Spannungen.

Zurück zum Leitmarkt USA. Dort fällt oft das Stichwort Fiscal Cliff, Steuersenkungen laufen demnächst aus. Wie gefährlich ist diese Klippe?

In zehn Jahren wird es im Süden Europas weniger verkrustete und wachstumsfeindliche Strukturen geben.

Für die Wirtschaft ist sie gefährlicher als für die Börse. Meine Sorge gilt weniger den wohl unumgänglichen Steuererhöhungen als den erzwungenen Ausgabensenkungen. Die Fiskalklippe hat bereits böse Konsequenzen. Zahllose Unternehmen verschoben Investitionen seit längerem und warten mit Neueinstellungen zu. Da baut sich ein Nachholbedarf auf.

Was versprechen Sie sich von der Präsidentenwahl?

Ich verspreche mir nie etwas von Wahlen – langfristig haben sie keine Auswirkung auf den Börsenverlauf. Konjunkturelle, monetäre, technologische und demografische Trends sind ungleich wichtiger. Darauf haben Politiker wenig bis keinen Einfluss.

Im jüngsten Marktbericht plädieren Sie für ein Umschichten von US- zu europäischen Aktien. Ist Euroland über den Berg?



Die Eurozone bleibt gefährdet. Ob sie in der heutigen Form überlebt, ist fraglich. Aber diese Risiken sind eingepreist, und zum andern sind Bankzusammenbrüche und Staatsbankrotte dieses Jahr dank zwei EZB-Programmen unwahrscheinlich geworden: LTRO zur Bankenrefinanzierung und OMT für hilfesuchende Länder.

Viele europäische Konzerne unterscheiden sich kaum von den amerikanischen, ausser durch ihr Domizil. Weshalb Europa?

Weil es wesentlich günstiger bewertet ist. Gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Basis der geschätzten Gewinne 2013 ist die US-Börse rund 40% teurer. Nimmt man das um den unterschiedlichen Konjunkturzyklus bereinigte KGV zur Hand, so steigt die Prämie auf etwa 90%. Vergleicht man schliesslich das Preis-Buch-Verhältnis, ist Amerika 60% teurer. Auch zahlen europäische Qualitätsunternehmen eine grosszügigere Dividende. Langfristig orientierte Anleger haben jetzt Gelegenheit, in Wallstreet Gewinne zu realisieren und in Europa zu reinvestieren. In der Mitte, nicht am Ende einer Rezession muss man in Aktien einsteigen.

Was kaufen Sie in Europa?

In unseren Portfolios finden sich Titel wie Vodafone, Aviva, Diageo, Royal Dutch, Total, Société Générale, BASF, Eon, KWS Saat, Fresenius, Daimler, Sky Deutschland, Telefónica und Santander.

Gilt die Empfehlung auch für die Schweiz?

Absolut. Wir sind noch immer defensiv ausgerichtet und empfehlen bekannte Namen wie Roche, Novartis und Nestlé. Von den eher zyklischen Werten halten wir unter anderem ABB, Clariant und Swatch Group. Seit Anfang Jahr kaufen wir die günstig bewerteten Versicherungen. Auch Kuoni und Galenica gefallen uns.

Auffallend ist die kräftige Erholung der Grossbankaktien. Ein Kauf?

Ja, Banken – auch im restlichen Europa – haben die Talsohle durchschritten. Am besten und billigsten ist ein europäischer Banken-ETF ergänzt mit je einer Position unserer zwei Grossbanken. Es braucht aber Geduld und Nervenstärke, bis sich ein neuer Trend durchsetzt.

Und die Währungssicht? Hält die Euroungrenze zum Franken?

Unternehmensrisiken sollte man über Währungsrisiken stellen – also in gut geführte Unternehmen investieren, egal, wo sie beheimatet sind, die Währung aber absichern. Die Euroungrenze wird wohl noch einige Zeit halten. Selten ist der globale Devisenmarkt derart manipuliert worden wie heute.

Was gehört ausser Aktien ins Portfolio?

Edelmetalle, aber auch Minenwerte. Goldminen waren relativ zum Goldpreis noch selten so billig. Wir raten zu einer Mischung. Rohwaren meiden wir noch. Auch bei alternativen Anlagen wie Private Equity und Hedge Funds sind wir zurückhaltend.

Wohin steuern die Zinsen?

Ein Dreissigjahreszyklus ist dem Wendepunkt nahe. So schnell werden die Zinsen aber nicht steigen. Ich sehe 2013 eher als Übergangsjahr und rechne für nächstes Jahr mit einer steileren Zinskurve.

Braucht es Inflationsschutz?

Sich ganz auf Inflationsschutz zu verlegen, scheint mir verfrüht zu sein. Wir haben einen Minimalschutz mit Edelmetallen. Gold schützt noch immer vor möglichen und gefährlichen Folgen der Monetarisierung von Budgetdefiziten. Wenn sich die Anzeichen verdichten, dass die Notenbanken die Kontrolle über die Geldmenge verloren haben, müssten wir alle unsere Anlagepolitik radikal überdenken. Grundsätzlich sollte realer Werterhalt stets das Hauptziel sein. Aber selbst in widrigen Umständen schafft man es – mit etwas Glück –, Mehrwert zu generieren. Das zu Ende gehende Jahr beweist es.

INTERVIEW: HANSPETER FREY