Niedrigzinsen blähen Preisblasen weiter auf

Allen Widrigkeiten zum Trotz ist das erste Halbjahr für Anleger das beste seit Jahrzehnten. Dass alles noch teurer geworden ist, macht die Lage nicht einfacher.

PETER ROHNER

ezessionsängste, Handelsstreit und neue Spannungen im Persischen Golf - das klingt nach schlechten Zeiten für Anleger. Doch weit gefehlt: An den Finanzmärkten herrscht Feierstimmung. Die Börsen sind auf Rekordiagd. Anleihenkurse schiessen durch die Decke. und der sichere Hafen Gold notiert auf einem Sechsiahreshoch. Für ein ausgewogenes Portfolio aus Aktien, Obligationen und etwas Gold ist es das beste erste Halbiahr seit 25 Jahren (vgl. Grafik 1).

Geld verlieren konnte im laufenden Jahr nur, wer sich mit Einzeltiteln verspekuliert hat. Auf Indexebene ist alles im grünen Bereich, selbst in Franken gerechnet (vgl. Grafik 2). Einschliesslich der Dividenden hat der SMI über 20% gewonnen. auch US-Aktien sind insgesamt kräftig

«Die Geldpolitik wird dafür sorgen, dass die unvermeidbare Verlangsamung nicht ausser Kontrolle gerät.»

> **DAVID FOLKERTS-LANDAU** Chefökonom Deutsche Bank

gestiegen. Das Schlusslicht der grossen Aktienmärkte bildet Japan mit 7,5 resp. 9% in Franken. Fallende Zinsen bedeuten massive Kursgewinne bei den Obligationen, vor allem bei langen Laufzeiten. Die hundertjährige Österreichanleihe ist seit Oktober 40% gestiegen. Junk- und Schwellenländerbonds haben dem Investor dieses Jahr im Schnitt 10% eingebracht, und selbst langweilige «Eidgenossen» kommen auf ein Plus von 4%. Und die Liste ist noch länger: Immobilien, Öl-Futures - alle haben an Wert gewonnen.

Die «Everything Bubble», wie die Kritiker der Tiefzinspolitik die künstlich hohen Bewertungen aller Anlageklassen bezeichnen, hat ein neues Ausmass angenommen. Aber wie ist es möglich, dass

1 Bestes Anlagehalbiahr seit Jahrzehnten

Realzinsen und Krisen aller Art.

Das grosse Durchwursteln

Diesmal ist es komplizierter, «Die Märkte

erwarten, dass die Zentralbanken den Geldhahn so weit aufdrehen, dass eine

Rezession verhindert wird, aber weder das

langfristige Wachsturn noch die Inflation

substanziell anziehen», schreibt der Mor-

gan-Stanley-Stratege Andrew Sheets. Man

könne es auch das grosse Durchwursteln

nennen. In einem solchen Szenario blei-

ben die Zinsen tief und stützen den Bond-

markt. Und auch die Aktienkurse können

steigen, insbesondere die Qualitätstitel.

Sie sind im Vergleich zum Rest des Mark-

dass die Renditeaufschläge für Hochzins-

und Schwellenländeranleihen stabil blei-

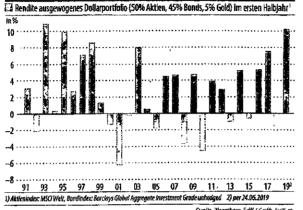
ben. Das bisschen Wachstum reicht ge-

rade, dass die Anleihen ohne Probleme

bedient werden können. Vergangene Wo-

Typisch für dieses Szenario ist auch,

tes noch teurer geworden.





che hat Fed-Chef Jerome Powell die Fi-

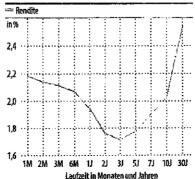
Vermögenspreise gleichzeitig steigen, obwohl ihre Treiber teilweise in unternanzmärkte verbal auf eine baldige USschiedliche Richtungen weisen? Schlechte Zinssenkung eingestellt. Am Markt für Wachstums- und Inflationsaussichten Fed-Punds-Futures sind bis Ende Jahr drei Schritte à 25 Basispunkte (1 Prozentpunkt stützen die Kurse von Staatsanleihen, eine = 100 Basispunkte) eingepreist. Für David florierende Wirtschaft kommt dagegen Folkerts-Landau, Chefokonom der Deutden Unternehmen und den Aktienkursen schen Bank, sollte das bis auf weiteres sizugute. Gold profitiert von sinkenden cherstellen, «dass die unvermeidbare Abkühlung nicht ausser Kontrolle gerät».

Vom Glauben an die Macht der Zentralbanken und von verhaltenem Optimismus zeugt auch die V-förmige US-Zinskurve: Der kurzfristige Dreimonatszins liegt bei 2.1%, während zweijährige Staatsanleihen nur noch 1,7% rentieren, dreissigjährige aber 2.6% (vgl. Grafik 3). Die Marktteilnehmer gingen davon aus, dass dank der erwarteten Fed-Zinssenkungen die Wirtschaft wieder auf Kurs finde, interpretieren die Ökonomen von Capital Economics, teilen den Optimismus aber nicht.

Duelle Bloomberg FuW / Grafile FuW, so

UBS-Anlagechef Mark Haefele sieht am Bond- und am Aktienmarkt zwei verschiedene Narrative. Die Anleihen signalisierten einen Konjunkturabschwung. während die Börsen den Glauben spiegelten, dass sich das Wachstum bei niedriger Inflation fortsetze. UBS zählt sich eher zum zweiten Lager und hat Aktien über-

3 Zinskurve USA



4 Historisch hohe Bewertungen



gewichtet. Wer einen etwas längerfristigen Anlagehorizont hat und die Bewertung als Kriterium berticksichtigt, findet aber weder an Aktien noch an Änleihen Gefallen. Ob sich die Finanzmärkte in einer von den Notenbanken aufgeblähten Blase befinden oder nicht, wird sich erst später herausstellen. Fest aber steht, dass die Bewertungen praktisch überall hoch sind.

Bewertung in luftiger Höhe

Vor allem die US-Börsen sind nach praktisch allen Kennzahlen extrem teuer. Das zvklisch adjustierte Kurs-Gewinn-Verhältnis (CAPE) liegt über 30, was in den letzten hundert Jahren nur zwei Mal vorkam-vor der Depression 1929 und während der Tech-Blase 2000 (vgl. Grafik 4). Auch der Schweizer Markt zählt mit einer CAPE von 26 zu den teuren Pflastern, Bei Anleihen

«Die höheren Aktienkurse spiegeln den Glauben, dass das Wachstum bei niedriger Inflation erhalten bleibt.»

Globaler Anlagechef UBS

lassen sich die Exzesse an den mickrigen Zinsen ablesen. Weltweit rentieren 12 Bio.\$ an ausstehenden Bonds negativ.

Günstig sind derzeit nur wenige Aktiensegmente, zum Beispiel Zykliker und einige Emerging Markets, sowie - wegen der niedrigen Volatilität - Put-Optionen für die Absicherung gegen eine Trendumkehr. Über die Bewertung von Gold lässt sich mangels aussagekräftiger Kennzahlen wenig sagen. Niedrige Realzinsen und diverse Konfliktherde geben dem Edelmetall Halt, doch scheint es nach der Rally allgemein beliebt und bereits überkauft zu sein. Angesichts der aufgeblähten Märkte ist es sicher kein schlechter Zeitpunkt, Gewinne über alle Anlageklassen mitzunehmen und mehr Cash zu halten.