

«Erstklassige Titel zukaufen»

FUW-SAMSTAGINTERVIEW ANDREAS HOMBERGER CIO Maerki Baumann Privatbank Zürich

□ Herr Homberger, im Januar plädierten Sie – gegen den Konsens – für eine Lockerung der Geldpolitik, um die Exportindustrie zu entlasten. Was empfehlen Sie der Schweizerischen Nationalbank heute? Die SNB soll ihre jetzige Politik fortsetzen. Mit der jüngsten massiven Ausdehnung der Geldmenge will sie Glaubwürdigkeit markieren. Das ist richtig. Mit einer geeigneten Kommunikation und der Demonstration ihrer Ernsthaftigkeit muss sie die Markterwartungen prägen. Reicht das nicht, kann sie Untergrenzen für den Wechselkurs des Franken zum Euro und zum Dollar definieren und verteidigen. Im Franken ist der Anteil an spekulativen Anlegern derzeit sehr hoch. Die Frankenstärke beruht nicht nur auf Privatanlegern, die ihre Schäfchen ins Trockene bringen wollen. Viele institutionelle Investoren wollten die Parität testen.



BILD: YVON BAUMANN

Andreas Homberger: «Staatsobligationen sind nur mit Blick auf eine neuerliche Rezession attraktiv.»

□ Kann die SNB ein Wechselkursziel überhaupt durchsetzen? Dass die SNB ein solches Ziel durchsetzen könnte, ist unter Ökonomen weitgehend unbestritten. Bislang hat sie darauf verzichtet und doch schon einiges erreicht. Ein Wechselkursziel wäre die Ultima Ratio und sollte sehr spät eingesetzt werden. Eine Bandbreite wäre jedoch besser als eine fixe Untergrenze, sodass auch die Spekulanten einen Spielraum haben.

□ Wo läge dieses Band? Zwischen 1.20 und 1.25 Fr./€. 1.10 ist zu tief und nicht glaubwürdig. Ein Ziel von 1.40, also die Kaufkraftparität, wäre nicht realistisch und auch zu teuer, um es durchzusetzen. Zusammen sollten Euro und Dollar in der Summe mindestens zwei sein, also z. B. 1.25 und 0.85.

□ Kritiker fordern, die SNB solle wenig oder gar nichts tun, da sich die Unternehmen anpassen und der Franken schon seit Jahrzehnten fester werde gegenüber den wichtigsten Handelswährungen. Diese Leute haben den Zeithorizont nicht im Griff. Die jüngste rasante Aufwertung binnen drei Monaten überfordert die meisten Unternehmen. Der Euro kostete dieses Jahr einmal 1.30 Fr./€. Der Rückgang auf 1 bedeutet eine Einbusse von etwa 25%. Eine solche Marge hat wohl kaum ein Industrieunternehmen. Für ein Unternehmen wie ABB wurden die Geschäfte, die jetzt zum Abschluss kommen, vor ein bis zwei Jahren zu einem völlig anderen Wechselkurs kalkuliert. Je nachdem, ob abgesichert wurde oder nicht, birgt das grosse Probleme.

□ Haben es Exporteure verpasst, geeignete Absicherungsstrategien zu implementieren, weil die Wechselkurse so lange kaum eine Rolle spielten? 2009 rechnete niemand mit der dramatischen Entwicklung der letzten Monate.

□ Kann der Franken langfristig überhaupt schwächer werden, solange die Schweizer Wirtschaft läuft und der Finanzhaushalt in Ordnung ist? Es wäre nicht dumm, wenn der Staat sich verschuldete. Die Energiewende müsste in Angriff genommen werden und Infrastrukturprojekte wären sinnvoll. Aber das läuft natürlich gegen die Kultur in unserem Land.

□ Liegt somit die gesamte Bürde auf dem Rücken der SNB? Langfristig gesehen spiegeln Wechselkursentwicklungen das Inflationsdifferential. Die Währung des Landes mit der tieferen Inflation wertet auf, die Valuta des Hochinflationlands wertet ab. Deshalb wurde der Franken auch jahrzehntlang fester. Die Frage stellt sich, welche Inflationstoleranz die Länder aufweisen. Die Antwort lautet: die Schweiz die tiefste, die USA die höchste, und Europa liegt in der Mitte. Die SNB ist also am Zug, da sie mit ihrer Geldpolitik massgeblich die Inflation beeinflusst.

□ Muss die SNB die schlechte Geldpolitik der EZB übernehmen? Bindet sie den Franken an den Euro, gibt sie eine unabhängige Geldpolitik auf. Das

wäre jedoch nicht für immer. Die entsprechenden Kosten wären zudem tiefer als die Belastung für die Exportindustrie und die Gesamtwirtschaft. Es ist legitim, dass die SNB den extremen Verwerfungen entgegenwirkt.

□ Birgt die aktuelle Politik nicht die Gefahr von künftiger Inflation und einer Immobilienblase? Die Teuerung wird ein Thema sein. Der Schweizer Immobilienmarkt hingegen ist insgesamt nicht in einer Blase. Das trifft nur auf Zürich, Genf oder Zug zu, wo die Preise jedoch schon lange exorbitant sind. Es gibt dort aber auch eine entsprechende Käuferschaft, die nicht sehr preissensitiv ist. An anderen Orten sind die Immobilienpreise immer noch moderat.

Die Gewinnerwartungen im Markt sind für alle Industrieländer nach wie vor zu hoch.

□ Weshalb warnt die SNB immer wieder vor einer Immobilienblase? Die Gefahr besteht, dass die Hypothekarbelastung für viele Eigenheimbesitzer bei einem deutlichen Zinsanstieg zu hoch wird, wie Anfang der Neunzigerjahre.

□ Müssten nicht die Banken entsprechende Kontrollen durchführen? Ja, die meisten tun das auch, nur schon aus eigenem Interesse.

□ Die Weltwirtschaft kühlt sich ab, dennoch zeigen viele Unternehmen steigende Gewinne. Besteht da eine Diskrepanz? Langfristig können die Gewinne nicht schneller wachsen als die Volkswirtschaft – sie schwanken jedoch extrem um das Wirtschaftswachstum herum. 2009 und 2010 gab es 40% Gewinnwachstum bei 5% Wirtschaftswachstum, aber im langfristigen Durchschnitt nivellieren sich die Werte. Die Gewinnerwartungen im Markt sind für alle Industrieländer nach wie vor zu hoch. Sie liegen deutlich über der erwarteten Wachstumsrate der Wirtschaft. Für die Schwellenländer sind sie angemessen, unter der Voraussetzung, dass es in China keine harte Landung gibt.

□ Fällt die Weltwirtschaft in eine neuerliche Rezession? Das ist noch nicht klar. Viel hängt davon ab, wie sich die Regierungen und die Zentralbanken verhalten. Die Wahrscheinlichkeit einer Rezession ist jedoch signifikant gestiegen. Wird Fed-Chef Ben Bernanke bald eine neue Welle quantitativer Lockerung ankündigen?

□ Wie werten Sie den Fed-Entscheid, die Zinsen für zwei Jahre auf null zu halten? Wie die Rückstufung der Kreditwürdigkeit der USA war dieser Zinsentscheid ein erst-

maliges Ereignis und deshalb eindrucklich. Dennoch handelt es sich bloss um eine Tatsache, die schon alle erwartet hatten. 2012 finden in den USA die Wahlen statt – falls gespart wird, dann erst danach. Die Zinsen werden dann sicher nicht sogleich angehoben. Deshalb ist der Fed-Entscheid nicht wirklich eine grosse Neuigkeit.

□ Welche Fragen sind zurzeit wichtig? Ob Europa die Finanzen in den Griff kriegt und ob Europa und die USA einen Double Dip erleben.

□ Sind Sie immer noch der Überzeugung, dass der Euro nicht auseinander bricht, weil niemand ein Interesse daran hat? Die Idee des Euros ist gut. Soll er in einer sinnvollen Form erhalten werden, muss eine stärkere fiskalische Integration stattfinden.

□ Werden die Wähler das gutheissen? Dem Wähler ist das schwer vermittelbar. Aber was sind die Alternativen? Träte Deutschland aus der Währungsunion aus, brächen der Euro und viele Banken zusammen – auch deutsche. Träten die süd-europäischen Länder aus, würde dort die Refinanzierung untragbar teuer. Vernünftig ausgestaltete Eurobonds sind auch ein Weg, aber damit kann nur ein Teil der Probleme gelöst werden.

□ Wie wird sich der Euro-Dollar-Kurs entwickeln? Unter den Blinden ist der Einäugige König. Der Wechselkurs ist nicht weit von der Kaufkraftparität entfernt, und wer die jeweils schlechteren Nachrichten liefert, weiss man nicht. Euro-Investoren sollten den Dollar absichern, und zwar aus Prinzip. Der Greenback ist strukturell schwach, daran ändert auch eine kurzfristige Aufwertung nichts. Amerika hat zu hohe Schulden, das Land spart zu wenig. Zudem ist das Leistungsbilanzdefizit riesig, diese strukturelle Last weist Europa nicht auf.

□ Wie haben Sie auf den jüngsten Einbruch an den Aktienmärkten reagiert? Die Korrektur kam schnell und undifferenziert. Wir versuchten, Ruhe zu bewahren, und begannen, attraktiv bewertete, erstklassige Titel zuzukaufen. In Bezug auf den Gesamtmarkt ist das Vorgehen nicht so einfach. Der US-Markt z. B. ist immer noch hoch bewertet, obschon es auch dort einzelne günstige Titel gibt. Insgesamt halten wir zurzeit an einer Unterbewertung fest.

□ Wie steht es mit China? Der chinesische Markt ist attraktiv bewertet. Aber wer ein Hard Landing von Chinas Wirtschaft erwartet, sollte natürlich von einem Engagement absehen.

□ Womit rechnen Sie? Es gibt viele Indizien für eine sich verlangsamende Konjunktur, aber ein abrupter Einbruch scheint mir im Moment nicht sehr wahrscheinlich zu sein.

□ Welche Aktien empfehlen sie zum Kauf? Schweizerische und europäische Qualitätstitel und den japanischen Markt, dessen Bewertung sich nun dem Rest der Welt angepasst hat. Japanische Unternehmen haben trotz jahrzehntelanger Deflation ihre Effizienz steigern können. Wir empfehlen eine Währungsabsicherung, da der Yen sich langfristig abwerten dürfte.

□ Und im Bond-Segment? Staatsobligationen sind angesichts Schuldenproblematik und negativer realer Renditen nur mit Blick auf eine neuerliche Rezession attraktiv. Wir bevorzugen bislang kreditlastige, hochrentierende Papiere, beobachten den Markt jedoch konstant. Inflationsgeschützte Anleihen sind ebenfalls interessant.

□ Kaufen Sie auch Gold? Ja, als Absicherung gegen unerfreuliche Ereignisse, aber nicht als Renditeoptimierung.

Technische Analyse in der Praxis

Langfristige Trends erkennen

Der Kursverlauf von PSP Swiss Property Namen stagniert zwar seit Anfang Jahr. Doch selbst damit gehört der Immobilien-titel zum Besseren, was die Aktienmärkte zurzeit zu bieten haben. Die Entwicklung der Relativen Performance bestätigt: Das ist auch anderen Investoren nicht entgangen.

Viele Entscheidungsfehler werden gemacht, weil man sich auf kurzfristig realisierbare Erfolge konzentriert, während wichtige, sich im Hintergrund abspielende langfristige Entwicklungen unbeachtet bleiben. Irgendwann bricht eben ein langsam morsch werdender Balken.

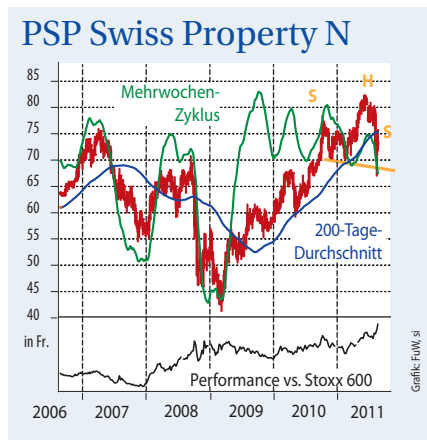
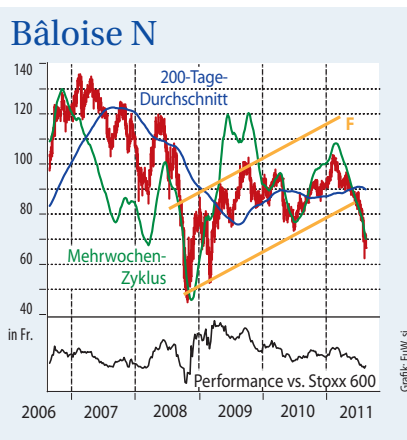
Bei PSP zeigt der längerfristige Trend Sättigungserscheinungen. Zusätzlich beginnen sich die Umrisse einer Kopf-Schulter-Trendumkehrstruktur auszubilden. In der Kolumne von Anfang Mai (vgl. FuW Nr. 36 vom 7. Mai) war die Schlussfolgerung, dass die positive Einstufung von PSP Namen nach Erreichen von 81/82 Fr. zu überprüfen sei. Der Status ist jetzt neutral und neigt zu weiteren Verschlechterung, die sich bei Kursen unter 70/69 Fr. rasch einmal akzen-

tuieren müsste. Langfristig ausgerichtete Investoren zeichnen sich dadurch aus, dass sie frühzeitig erkennen, wann ein Balken morsch ist.

Den Versicherungstitel Baloise Namen stuften wir in der Analyse vom 21. Mai deutlich positiver ein, als dies der weitere Kursverlauf gerechtfertigt hätte. Was ist schief gelaufen? Zwar haben wir die Ansätze der grossen Flaggenstruktur schon gesehen, die heute im Chart hervorgehoben ist und die, mit dem Abwärtstrend 2007/2008 korrespondierend, später wieder fallende Kurse verheisst. Doch wir haben damals kurzfristige Informationen höher gewichtet. Der Markt lief schon Monate seitwärts, die Marktteilnehmer dürsteten nach kurzfristig wirksamen Erfolgen. Für das grosse Flag lässt sich heute ein Bewegungsziel von etwa 38/39 Fr. ermitteln. Auf dem Weg dorthin dürfte es jedoch kurzfristige Aufwärts-Gegenbewegungen geben.

ROLAND VOGT www.invest.ch

Die Meinung des Autors muss nicht mit jener der Redaktion übereinstimmen.



Schweizer Aktien – Ausserbörslicher Handel der Zürcher Kantonalbank

Valor	Titelbezeichnung	Geld	Brief
120882	AEK Energie N	35'500.00	39'000.00
328733	AG Hallenstadion N	400.00	450.00
140241	Agrana N	3'900.00	4'500.00
1132220	Alpha Rheintal Bank N	390.00	433.00
143093	Arosa Bergbahnen N	138.00	155.00
3201868	Auto Holding N	300.00	370.00
3088868	AZ Medien N	1'150.00	1'250.00
385703	Bad Schinznach N	2'000.00	2'250.00
1075653	BBO Bank Brienz Oberhasli N	140.00	150.00
1072696	Beau-Rivage-Palace N Pr A	150.00	160.00
137400	Belvair N	470.00	1'015.00
3192610	Best Engadin N	12.50	16.50
154180	Brauerei Falken	9'000.00	10'000.00
198951	Casino Kursaal Interlaken N	240.00	295.00
157936	Cendres + Métaux Holding SA	9'000.00	11'000.00
135700	Clients SPK Oftringen	1'600.00	1'650.00
265797	Conzeta N	380.00	405.00
3246291	Corvaisch N	1.60	2.05
1727783	Davos Klosters Bergbahnen	189.00	205.00
888855	DKSH Holding N	45.00	48.00
166514	Dolder Hotel N	3'025.00	3'600.00
133720	EK Affoltern i.E. N	1'700.00	1'820.00
255740	Espace Real Estate N	138.50	140.00
169053	EW Jana-Rapperswil N	5'150.00	5'500.00
1601684	Ferien Hoch-Ybrig N	14.00	19.70
1044442	Gasthof zum Löwen N	200.00	220.00
254158	Grand Resort Bad Ragaz N	5'700.00	6'500.00
653256	Griesser Holding N	1'325.00	1'440.00
2312421	HBB Holding N	163.00	178.00
199268	Hofweissbad N	1'800.00	1'890.00
2050274	Holdigaz N	105.00	108.00
12944222	IBAraru N	1'180.00	1'230.00
134468	KB Nidwolden PS	2'000.00	2'400.00
2292181	Klosters-Madrisa Bergbahnen	7.00	14.00
161329	Kongress und Kursaal Bern	530.00	600.00
151450	Kongresshaus N	2'625.00	2'725.00
131837	Lienhardi & Partner Privatbank N	2'350.00	2'650.00
10517517	Lorze N	10.00	12.00
205707	Lyceum Alpin Zuoz N	840.00	1'000.00
205500	LZ Medien Holding N	2'300.00	2'700.00
208477	MediBank I	1'160.00	1'570.00
208475	MediBank N	890.00	945.00
209262	Metall Zug N -A-	300.00	380.00
1140289	Minicap Technology Investment	5.50	7.00
10702069	Montana Tech Components N	1.70	2.80
254593	MSA Immobilien N	525.00	575.00
12651797	Neue Zürcher Zeitung N	7'300.00	7'900.00
216046	Opernhaus Zürich N 300	413.00	583.00
216047	Opernhaus Zürich N 900	990.00	1'020.00
217405	Parkhotel Giessbach N	28.40	33.40
1604988	Patiswiss N	250.00	270.00
217982	Pendiculars Matta Naluns	100.00	170.00

Valor	Titelbezeichnung	Geld	Brief
900597	Pilatus-Bahnen N	1'300.00	1'400.00
1245763	Plastion Holding AG Widnau N	5'000.00	5'800.00
221788	Radio ZüriSee N	141.25	191.25
222130	Raststätte Thurau N	9'000.00	9'750.00
134019	Regiobank Männedorf N	4'000.00	4'650.00
223147	Restaurant Pfannenstiel N	690.00	750.00
1629001	Rigi Bahnen N	3.12	4.00
213447	Savognin Bergbahnen	140.00	210.00
213446	Savognin Bergbahnen PS	10.00	16.00
213785	Schauspielhaus Zürich N	900.00	950.00
227626	Schilhornbahn N	1'219.00	1'255.00
3115108	Seebeteiligungs AG N	1'000.00	1'100.00
230436	Seiler Hotels Zermatt N	1'730.00	1'930.00
231303	SLA-Haus	4'800.00	5'200.00
247747	Soc. des forces elect. de la Goule N	2'850.00	3'450.00
134872	Spar- & Leihkasse Bucheggberg N	4'600.00	4'950.00
135011	Spar- & Leihkasse Frutigen N	2'000.00	2'070.00
135186	Spar- & Leihkasse Münsingen N	1'400.00	1'520.00
931972	Stadtcasino Baden N	465.00	530.00
236089	Stanserhorn-Bahn -C- 250	900.00	1'000.00
251331	Soc. Suisse des Explosifs N	2'700.00	3'100.00
1452023	Swissregiobank N	1'130.00	1'230.00
265844	Zürichsee-Fähre Horgen-Meilen N	720.00	780.00
262089	Wasserwerke Zug N	10'100.00	11'300.00
4179	Weisse Arena N	87.00	98.00
262779	Weleda N 1000	2'305.00	
1017318	Wellinvest N	4'125.00	4'490.00
12238615	Ziegler AG (vormals BLG Lagerhaus)	1'500.00	2'000.00
792565	ZLE Betriebs AG N	50.00	60.00
265493	Zofinger Tagblatt N	13'500.00	15'000.00
889504	Zoo Zürich N	105.00	120.00
265550	Zoologischer Garten Basel N	8'500.00	10'000.00
623401	Zuckerfabriken Aarberg+Frauenfeld N	27.00	29.00
265705	Zürcher Engros-Markthalle N	480.00	
635836	Zürcher Freilager N	5'150.00	5'250.00
265844	Zürichsee-Fähre Horgen-Meilen N	9'300.00	9'700.00
265863	Zürichsee-Schiffahrtsgesellschaft	63.25	73.25
167170	Zürcher Oberland Medien AG N	800.00	820.00
4261528	Zur Rose N	21.00	23.00

Kurse vom Freitag, 19. August 2011, 12.00 Uhr

Zürcher Kantonalbank
Ausserbörslicher Handel
Postfach, 8010 Zürich
Telefon 044 293 65 04
Internet: www.zkb.ch/nka
Telekurs: ZKB
Reuters: ZKBOTC
Bloomberg: ZKB/Equities

INTERVIEW: ELISABETH TESTER UND PHILIPPE BÉGUELIN

www.zkb.ch/nka

Die nahe Bank Zürcher Kantonalbank