

Michael Heise, Chefökonom von Allianz und Dresdner Bank, zur Wirtschaftslage

«Eine vorübergehende Schwäche»

Interview: Andreas Neinhaus
und Jeanne Richenberger

— Herr Heise, das Bruttoinlandprodukt der Eurozone ist im zweiten Quartal 0,2% zum Vorquartal geschrumpft. Zusätzlich weisen die vorlaufenden Indikatoren abwärts. Worauf müssen sich Anleger einstellen: eine vorübergehende oder eine ausgedehnte Schwächephase?

Es wird eine vorübergehende Schwäche sein, die vermutlich bis zum Ende dieses Jahres reicht. 2009 wird sie sich verflüchtigen, unter der Annahme, dass die Rohstoffe nachhaltig korrigiert haben.

— Wird Deutschland besser abschneiden als andere europäische Staaten?

Die Bundesrepublik wird den kleinen Vorsprung aufrechterhalten können, auch wenn das in den Wachstumsprognosen nicht auf den ersten Blick ersichtlich ist. Wir erwarten 2009 ein Jahresdurchschnittswachstum von 1,7 verglichen mit 1,5% für die Eurozone. Das liegt nahe aneinander, aber das Konjunkturbild in Europa hat sich geändert: Für Volkswirt-

Die Europäische Zentralbank wird sich den zu erwartenden Zinssenkungsforderungen nicht beugen.

schaften wie Spanien, die auf einem weit höheren Wachstumspfad lagen als Deutschland, entspricht die von uns prognostizierte Rate von 1% schon einem sehr schwachen Umfeld. In Deutschland wird sich das Wirtschaftswachstum ungefähr auf die Höhe des Potenzials abschwächen. Es kommt nicht auf breiter Front zu einem Abschwung in der Kapazitätsauslastung. In der Industrie wird der Rückgang der weltweiten Nachfrage allerdings stärker zu spüren sein. Die Autoindustrie beispielsweise wurde bereits massiv getroffen.

— Wie beurteilen Sie die Inflationsaussichten in der Eurozone vor dem Hintergrund der fallenden Rohstoffpreise?

Der Preisrückgang des Rohöls kommt noch nicht so richtig beim Verbraucher an. Die Weitergabe, beispielsweise an der Zapfsäule oder beim Heizöl, verläuft zögerlich. Aber sie wird kommen. Insofern weist die Inflationstendenz nach unten. Der Preisindex der Lebenshaltung wird spätestens im September den Höhepunkt überschreiten. Die Inflation wird aber nicht unter 2% sinken, weil bereits Zweitrundeneffekte eingesetzt haben, und die

höheren Kosten der vergangenen Monate noch in die Absatzpreise einfließen. Dieser Prozess ist träge und wird auch 2009 sichtbar bleiben. Deswegen geben wir keine Entwarnung, aber wir rechnen schon mit einer Entspannung. Sie wird den privaten Konsum entlasten.

— Hat die Europäische Zentralbank die Konjunktur zu optimistisch beurteilt?

Ich denke schon. Selbst wenn Herr Trichet vor den Medien das Gegenteil behauptet, hat die Europäische Zentralbank die Abschwächung in dem Ausmasse nicht kommen sehen. Sie ist deshalb von ihrer bisherigen Kommunikation abgerückt und hat die Zinssteigerungserwartungen aus dem Markt genommen. Das war angebracht.

— Dennoch wird die Teuerung geraume Zeit über dem Referenzniveau der Zentralbank liegen...

Sie wird trotzdem die Leitzinsen nicht erhöhen, weil die Konjunkturschwäche das verbietet und weil sich die Aussichten für die Inflation verbessern. Im zweiten Halbjahr dürfte eine Zinssenkungsdiskussion einsetzen, angestoßen durch Länder wie Spanien, die sich in einem rezessiven Umfeld befinden. Die Europäische Zentralbank wird sich dem aber nicht beugen.

— Die Märkte erwarten eine Leitzinserhöhung in den USA im kommenden Frühjahr. Was prognostizieren Sie?

Die US-Zentralbank wird die Zinsen erhöhen und zwar bereits dieses Halbjahr.

— Ist das angesichts der Probleme in der Finanzindustrie nicht gefährlich?

Die Finanzkrise ist natürlich nicht überwunden. Solange sie noch schwelt, wird das Fed die Zinsen tief halten und versuchen, den Banken über eine steile Zinsstrukturkurve Erträge zu verschaffen. Aber das Fed weiss, dass eine expansive Geldpolitik Ursache der vergangenen Fehlentwicklung war. Deshalb wird es bestrebt sein, das monetäre Umfeld zu normalisieren, sobald die Konjunktur es zulässt und die Entwicklung der Finanzmärkte weitgehend stabil ist. Ende des Jahres wird der Leitzins mit 2,5% einen halben Prozentpunkt höher liegen. Nächstes Jahr geht es weiter, sodass Ende 2009 der Zielsatz 3,25% beträgt. Das Fed kann keine Politik machen, in der es immer nur das Wachstum stimuliert, sonst wird es nur die nächste Finanzmarktblase erzeugen.

— Ist es den Notenbanken gelungen, wie beabsichtigt, zwischen den Liquiditäts-

spritzen für den Geldmarkt und dem mittelfristigen geldpolitischen Kurs zu trennen?

In der Eurozone hat das erstaunlich gut funktioniert. Dort wurden zuletzt die Zinsen während der Krise sogar erhöht, und trotzdem genügend Liquidität bereit gestellt. Das Fed ist eine andere Linie gefahren und hat die Ausrichtung ihrer Geldpolitik verändert, um der Krise Herr zu werden. Es gab genug Gründe dafür, dennoch war nicht jeder Schritt angemessen. Die eine oder andere Massnahme erweckte den Eindruck einer gewissen Panik.

— Sie zeichnen insgesamt ein zuversichtliches Bild für die Weltwirtschaft. Sollten die tiefen Aktienkurse also zum Einstieg genutzt werden?

Es bestehen in der Tat interessante Investitionsmöglichkeiten. Die Aktienmärkte bieten kommendes Jahr gute Aussichten, möglicherweise schon im spätere

Die Renditeaufschläge in Bankanleihen sind attraktiv. Die Abwertungen in der Branche sind weit genug gegangen.

ren Verlauf von 2008. Wir empfehlen, sich ihnen wieder zu nähern. Vorerst werden die Kurse noch recht schwanken, sodass keine Eile besteht. Als der Ölpreis noch über 140 \$ notierte, bestand ein erhebliches Absturzrisiko und die Möglichkeit, dass es doch noch zu einer Rezession kommen könnte. Inzwischen, nachdem der Ölpreis so stark gesunken ist, können Anleger mittelfristig schon etwas entspannter sein. Die Ölpreiskorrektur wird nachhaltig sein. Daraufhin wird sich die Kaufkraft bessern und für Unternehmen besteht mehr Raum für höhere Gewinnmargen. Zudem entwickeln sich die Lohnkosten nicht dramatisch, in den USA sogar moderat. 2009 sieht die Gewinnlage gar nicht so schlecht aus. Wir sind für Aktien zuversichtlich.

— Auch Obligationenanleger erlebten zuletzt schwierige Zeiten. Wie bewerten Sie die Zukunft für Festverzinsliche?

In Europa bestehen für Staatsanleihen gute Aussichten. Die Inflationserwartungen sind hoch und die Europäische Zentralbank wird daran arbeiten, dass sie zurückkommen. Es steht kein Zinsschub an. In diesen Tagen sind die Renditen bereits rasch gesunken, momentan ist daher nicht der beste Zeitpunkt für einen Ein-

stieg. Aber zu 4,5 bis 5% sind zehnjährige Staatsanleihen kein schlechtes Angebot. In den USA sind die Zinsen dagegen zu niedrig und es besteht die Gefahr, dass die Anleihenrenditen nach oben weglaufen, sobald die US-Konjunktur aus der Talsohle herauskommt.

— *Macht die Erholung des Dollars amerikanische Anlagen nicht attraktiv?*
Die US-Währung wird stärker werden

und in zwölf Monaten ungefähr 1.13 Fr./\$ notieren. Das spricht für Dollaranlagen, aber nicht unbedingt am Zinsmarkt und in langfristigen Papieren. Das Kursrisiko ist grösser als die wahrscheinlichen Aufwertungsgewinne.

— *Finanzschuldner zahlen hohe Aufschläge am Anleihenmarkt. Lohnt es sich, auf Schnäppchenjagd zu gehen?*

Ja, denn die Aufschläge in Bankanleihen sind attraktiv. Die Probleme liegen wie gesagt nicht hinter uns, aber die Abwertungen im Bankensektor sind weit genug gegangen. Bondholder profitieren von der risikoaversen Linie, die Banken von nun an fahren müssen, Aktionäre dagegen weniger, weil die Gewinne dann nicht mehr so schnell steigen.

Michael Heise: «Die US-Zentralbank wird die Zinsen erhöhen und zwar bereits dieses Halbjahr.»

Wirtschaftsprognosen				
	2006	2007	2008 ¹	2009 ¹
Wirtschaftswachstum (real), Veränd. zum Vorjahr in %				
Deutschland	2,9	2,5	2,3	1,7
Frankreich	2,4	2,1	1,6	1,5
Italien	1,9	1,4	0,5	1,0
Eurozone	2,8	2,7	1,7	1,5
Grossbritannien	2,9	3,1	1,5	1,5
Schweiz	3,2	3,1	2,0	1,6
USA	2,8	2,0	1,6	1,9
Inflation in %				
Eurozone	2,2	2,1	3,5	2,3
Schweiz	1,1	0,7	2,6	1,5
USA	3,2	2,9	4,4	2,5

¹ Prognose Quelle: Dresdner Bank