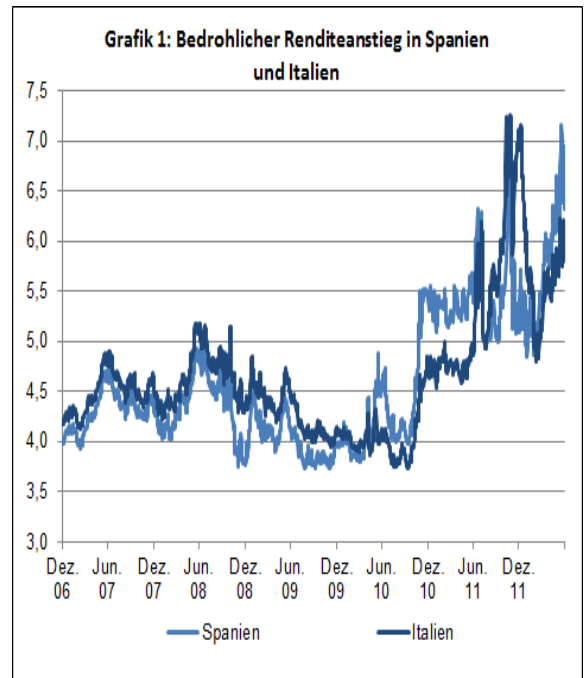


### Déjà vu

Die Situation kommt einem bekannt vor: Die Aktienmärkte haben nach einem starken Jahresauftakt einen Teil ihrer Gewinne eingebüßt oder sind sogar absolut ins Minus gerutscht, die Konjunktur in Europa, den USA und Asien trübt sich ein und die Lage in der Eurozone schwankt zwischen Hoffen und Bangen hin und her. All dies erinnert an die Geschehnisse vor einem Jahr, als die Kombination aus der nachlassenden konjunkturellen Dynamik in den USA und das Wiederaufflammen der Krise innerhalb der Eurozone (zweites Griechenlandhilfspaket im Juli und Haushaltsstreitigkeiten in Italien im Spätsommer mit dem anschließenden Sturz der Regierung Berlusconi) weltweit den Aktienmärkten und den Anleihenmärkten in der europäischen Peripherie schwer zusetzte. Es ist gerade dieses Zusammenspiel aus Wachstumsschwäche und politischer Unsicherheit, die nun erneut die Finanzmärkte heimsucht.

Dabei hatte das Jahr so gut begonnen: Die konjunkturellen Daten aus den USA und aus China waren nicht überragend, aber doch im Allgemeinen besser als die Erwartungen. Die EZB hatte mit zwei Kredittranchen im Gesamtvolumen von €1.000 Mrd. die Finanzmärkte beruhigt und die Liquiditätsprobleme der Banken aus Südeuropa vermeintlich gelöst. Angela Merkel und Mario Draghi hatten ihren Fiskalpakt bekommen, der die einzelnen Staaten zu strikter Haushaltsdisziplin verpflichtet, die Eurokrise schien trotz der Rezession in Südeuropa irgendwie beherrschbar geworden zu sein.

Seit Mai überschlagen sich jedoch die Ereignisse: In Griechenland ist zwar im zweiten Anlauf eine Regierung gebildet worden, diese will aber spürbare Erleichterungen bei den Sparauflagen durchsetzen; der neue sozialistische Präsident in Frankreich drängt auf die Einführung von Eurobonds, um seine Wahlversprechen zu finanzieren; Spaniens Banken müssen sich € 100 Mrd. vom europäischen Rettungsschirm EFSF/ESM leihen und italienische und spanische Staatsanleihen sind nur noch für sehr hohe Renditen am Kapitalmarkt platzierbar (vgl. Grafik 1).



### **Das spanische Drama: Bankenkrise und Schuldenfalle**

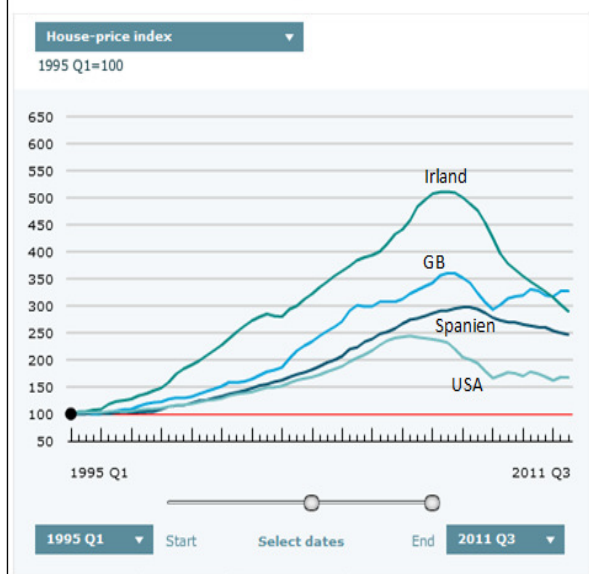
Zuerst die gute Nachricht: Die Bankenkrise in Spanien ist nicht durch komplexe Finanzprodukte wie die Finanzkrise von 2008/09 ausgelöst worden, sondern durch die klassische Kombination aus explodierenden Immobilienpreisen und großzügiger Kreditvergabe wie beispielsweise die „Savings and Loans“-Krise vor 25 Jahren in den USA. Da diese eine der bestuntersuchten Krisen der jüngeren Wirtschaftsgeschichte ist, ist das Rezept für ihre Lösung, nämlich die möglichst rasche Rekapitalisierung des Bankensektors, hinlänglich bekannt. Nach Einschätzung unabhängiger Experten liegt der Finanzbedarf des spanischen Bankensektors bei bis zu € 62 Mrd. Da sich die spanische Regierung allerdings nicht in der Lage sah, diese Summe selber aufzubringen, hat sie Anfang Juni schließlich dem internationalen Druck nachgegeben und sich an den europäischen Rettungsschirm gewandt.

Auffallend sind die Parallelen zu Irland. In beiden Ländern explodierten die Immobilienpreise zwischen 1995 und 2008 (vgl. Grafik 2). Allerdings war der Anstieg in Spanien mit einer Verdreifung etwas geringer als die Verfünffachung in Irland, so dass in

Spanien auch mit einem weniger gravierenden Preisrückgang gerechnet werden kann (in Irland haben sich die Immobilienpreise seit ihrem Höchststand in etwa halbiert). Wie in Irland konnten sich auch die spanischen Banken nicht mehr alleine helfen. Zwar hat die EZB einen Großteil des „Funding“ übernommen, der Bankensektor leidet aber unter dem Rückgang der Einlagen (Stichwort „Kapitalflucht“) und dem Wertverlust spanischer Staatsanleihen, die neben den Immobilienkrediten den größten Posten auf der Aktivseite der Bankbilanzen ausmachen.

Quelle: Economist

Grafik 2: Die Immobilienblase in Spanien ist noch nicht verarbeitet



Neben der Bankenkrise hat Spanien mit einer schweren Rezession und einer Arbeitslosenquote von annähernd 25% zu kämpfen. Das Land befindet sich in einer klassischen Schuldenfalle. Zwischen 1997 und 2009 lagen die Renditen spanischer Anleihen unter der Rate des nominalen Wirtschaftswachstums. Die Folge waren Budgetüberschüsse und eine Halbierung der Schuldenquote zwischen 1993 und 2008. Seit 2009 hat sich die Situation allerdings komplett gedreht: Das Wirtschaftswachstum ist negativ und die Anleiherenditen explodieren. Die Schuldenquote hat sich seither auf etwa 80% mehr als verdoppelt, nicht zuletzt, um wenigstens teilweise die negativen Wachstumsimpulse aus der Entschuldung des Privatsektors nach dem Platzen der Immobilienblase auszugleichen. Hinzu kommt, dass immer weniger ausländische Investoren bereit sind, dem spanischen Staat Geld zu leihen. Ihr

Anteil ging seit Beginn der Finanzkrise von über 60% auf etwa ein Drittel zurück, gleichzeitig nahm der Anteil der inländischen Banken im gleichen Ausmaß zu. Und hier schließt sich der Kreis: spanische Banken leihen dem spanischen Staat Geld, gleichzeitig brauchen sie aber wieder staatliche Unterstützung, weshalb sich der spanische Staat wieder stärker verschulden muss usw. In diesem Zusammenhang wird gerne von dem „negative feedback loop“ gesprochen.

Auch hier ist die Parallele zu Irland auffallend: Der irische Staat hat sich durch die Rettung seiner Banken ruiniert - die Verschuldungsquote stieg von 25% im Jahr 2007 auf aktuell über 100% an - und musste schließlich im November 2010 unter den Rettungsschirm EFSF schlüpfen. Im Juni erwischte es also Spanien.

Bei ungenutzten Ausleihkapazitäten des EFSF von ca. € 250 Mrd. sind € 100 Mrd. an Hilfszusagen für Spaniens Banken aktuell unproblematisch. Allerdings liegt nach Schätzungen des IWF der Finanzierungsbedarf Spaniens bis 2014 bei etwa € 560 Mrd., wobei über 70% auf die Refinanzierung fälliger Staatsanleihen entfallen. Angesichts dieser Summe ist das mangelnde Vertrauen der Kreditmärkte in die Solvenz Spaniens nachvollziehbar. Zur Erinnerung: Griechenland und Irland mussten wenige Wochen, nachdem die Rendite ihrer 10-jährigen Staatsanleihen auf über 7% gestiegen war, um Finanzhilfen bitten, Portugal hielt immerhin noch 5 Monate durch.

### Deutschland: Wie viel ist uns die Rettung der Eurozone wert?

Für die bisherigen Hilfspakete für Griechenland, Irland, Portugal und zuletzt Spaniens Banken waren die europäischen Rettungsschirme ausreichend. Sollten aber die Renditen für spanische und italienische Anleihen auf dem derzeitigen hohen Niveau verharren oder gar weiter ansteigen, werden Spanien und Italien ebenfalls Unterstützung benötigen und den Rahmen des EFSF/ESM sprengen. Hier kommt Deutschland ins Spiel. Angela Merkel hat immer wieder betont, was sie nicht will: keine Aufstockung des ESM, keine Teilmonetarisierung der Haushaltsdefizite durch die EZB, keine Abkehr vom strikten Sparkurs und keine Eurobonds. Ohne ein gewisses Entgegenkommen Deutschlands wird die Eurozone aber kaum überleben können. Letztlich läuft alles auf die Frage hinaus, wie viel der Erhalt der Eurozone Deutschland tatsächlich wert ist.

Nach Berechnungen des ifo-Instituts haftet Deutschland aktuell für etwa € 1.400 Mrd. oder über 50% der jährlichen Wirtschaftsleistung. Diese gigantische Summe umfasst neben den Rettungsaktionen bzw. Rettungsschirmen und den bereitgestellten Bürgschaften bzw. Kreditvolumina (€ 386 Mrd.) die Beträge, welche die EZB für Staatsanleihenkäufe ausgegeben hat (€211 Mrd.), sowie die Target-Kredite an die Zentralbanken von Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Italien (€ 818 Mrd.). Letztere sind Ausfluss des chronischen Leistungsbilanzdefizits jener Länder und in jüngster Zeit vermehrt auch der Kapitalflucht nach Deutschland.

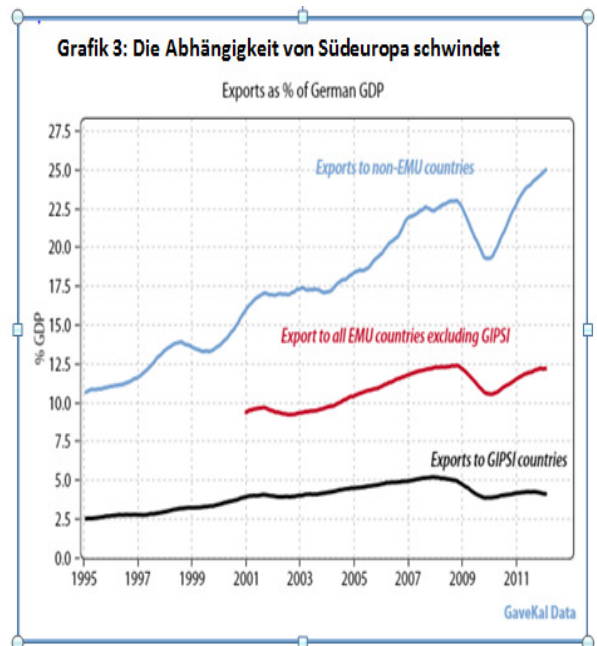
Gerne wird von den Befürwortern eines größeren deutschen Engagements ins Feld geführt, dass Deutschland Hauptnutznießer der Währungsunion gewesen sei und immer noch ist. Diese Aussage ist aber nicht zutreffend: Durch die riesigen privaten Kapitalexporte in die europäische Peripherie hatte Deutschland lange Zeit weltweit eine der geringsten Nettoinvestitionsquoten und das Wirtschaftswachstum war so niedrig und die Arbeitslosenquote so hoch, dass der Economist Deutschland im Jahre 2003 als „the sick man of Europe“ bezeichnete.

Erst seit dem Ausbruch der Eurokrise ist das Wachstum in Deutschland wieder überdurchschnittlich. Durch Sozialreformen und jahrelange Zurückhaltung bei den Löhnen hat sich die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Industrie verbessert. Von den aktuellen Problemländern hat allein Irland einen ähnlichen Weg eingeschlagen und steht deshalb im Vergleich zu Griechenland, Portugal oder auch Spanien deutlich besser da. Außerdem sind durch die gestiegene Risikoaversion nach der Finanzkrise größere Teile der in Deutschland generierten Ersparnis im Land geblieben und haben hier zu einem Investitionsboom beigetragen.

Auch die Abhängigkeit der deutschen Exportindustrie von Südeuropa wird gerne überschätzt (vgl. Grafik 3). Exporte nach Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Italien machen unter 5% des deutschen Bruttoinlandsprodukts aus, während der Anteil der Exporte in Länder, die nicht der Eurozone angehören, fünfmal so hoch ist und sich in den letzten Jahren außerdem deutlich dynamischer entwickelt hat. In dieser Hinsicht profitiert Deutschland überdurchschnittlich von dem schwächeren Euro gerade gegenüber dem US-Dollar, da die USA der zweitgrößte und China der fünftgrößte

Exportmarkt sind und insgesamt knapp 40% aller deutschen Exporte in außereuropäische Länder gehen.

Quelle: GaveKal



Angesichts der bereits jetzt sehr hohen Haftungsrisiken einerseits und der abnehmenden Bedeutung der Eurozone für die deutsche Exportindustrie andererseits wird verständlich, warum die deutsche Regierung so zurückhaltend auf Forderungen nach einem größeren deutschen Beitrag reagiert. Vor diesem Hintergrund kann und wird sich Deutschland auch nicht auf die vielzitierten Eurobonds einlassen. Unterstellt man, wie häufig gefordert, dass 60% der Verschuldung aller Mitglieder der Eurozone durch gesamtschuldnerische Eurobonds abgedeckt würden, entspräche dies einem Volumen von €5.000 Mrd. oder etwa dem doppelten deutschen Bruttoinlandsprodukt. Auch der vom deutschen Sachverständigenrat vorgeschlagene Schuldentilgungsfonds, der die über 60% der Wirtschaftsleistung eines Landes hinausgehende Verschuldung übernehmen soll, wird vermutlich ein Volumen von € 2.500 Mrd. aufweisen. Belastungen in dieser Größenordnung würden Deutschland überfordern und stehen in keinem Verhältnis zu ihrem volkswirtschaftlichen Nutzen.

Trotzdem ist Angela Merkel den südeuropäischen Ländern auf dem EU-Gipfel am 28. Juni deutlich entgegengekommen. Dem ESM wird die bislang nicht vorgesehene Möglichkeit der direkten Kreditvergabe an notleidende Banken ohne den Umweg über die nati-

onalen Regierungen eingeräumt. Bedenkt man, dass die südeuropäischen Banken die wichtigste Finanzierungsquelle ihrer jeweiligen nationalen Regierungen darstellen, bedeutet dies eine Staatsfinanzierung durch die Hintertür unter Umgehung der bisherigen strengen Auflagen. Darüber hinaus wurde nochmals betont, dass der ESM auch direkt Staatsanleihen kaufen darf, ebenfalls ohne dass die betroffenen Länder in ihren nationalen Souveränitätsrechten eingeschränkt würden. Kein Wunder, dass sich Italiens Regierungschef als Gewinner sieht. Er kann sich bei der Umsetzung der dringend benötigten, aber unpopulären Sozialreformen erst einmal Zeit lassen.

Es wirkt schon grotesk, wie einen Tag nach dem EU-Gipfel der Deutsche Bundestag dem ESM in seiner ursprünglichen Version (Kreditvergabe nur an Staaten) zustimmt, obwohl er in dieser Form gar nicht mehr gültig ist. Soviel zu den Mitwirkungsmöglichkeiten des Parlaments. Selbst Teile der amerikanischen Presse (wenn auch nicht die Finanzpresse) fragen bereits, was denn der deutsche Steuerzahler sagen wird, wenn er erfährt, dass er in immer stärkerem Ausmaß in marode südeuropäische Banken investiert.

Auch die Ratschläge US-amerikanischer Politiker und Ökonomen zur Krisenbewältigung in der Eurozone sind mit Vorsicht zu genießen. Amerika hat vor allem vor einem Wegbrechen seines Exportmarkts Europa und einer deutlichen Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar Angst. Denn Exporte machen etwa 40% des Wirtschaftswachstums seit Ende der Finanzkrise aus, wobei etwa ein Fünftel aller US-Exporte nach Europa und zwar schwerpunktmäßig in die Peripherie gehen. Alle Maßnahmen zur Stabilisierung Südeuropas sind deswegen im amerikanischen Interesse, egal, wer dafür bezahlt.

#### **Warten auf den „Lehman-Moment“**

Politiker schieben wesentliche Entscheidungen typischerweise so lange auf, bis es keine anderen Alternativen mehr gibt. So wurden 2008 in den USA Maßnahmen zur Bekämpfung der Finanzkrise wie die Rekapitalisierung des Bankensektors oder fiskalpolitische Programme auch erst nach der Pleite von Lehman angesichts der drohenden Implosion des Weltfinanzsystems eingeleitet. Für die Eurozone sind aktuell zwei Ereignisse denkbar, die sich als „Lehman-Moment“ qualifizieren würden. Erstens, der Austritt Griechenlands aus der Eurozone oder zweitens, der

„Ausschluss“ Spaniens und Italiens von den Kreditmärkten.

Ein möglicher Auslöser für den Austritt Griechenlands aus der Eurozone könnte einer der nächsten Quartalsberichte der sogenannten Troika aus IWF, EZB und EU-Kommission sein. Wenn die Troika beispielsweise im Dezember feststellt, dass Athen seine Verpflichtungen nicht eingehalten hat und damit die Auszahlung der Hilfgelder einstellt, wird Griechenland zwangsläufig den Staatsbankrott erklären müssen. Die EZB darf dann griechische Anleihen nicht mehr als Sicherheit akzeptieren und schneidet das griechische Bankensystem von der Liquiditätsversorgung ab. Griechenland bliebe dann nur noch der Austritt aus der Eurozone bei gleichzeitiger Einführung von Kapitalverkehrskontrollen und Beschränkungen für Bankabhebungen (wie in Argentinien 2001).

Während ein möglicher Austritt Griechenlands aus der Eurozone wahrscheinlich nicht vor dem Jahreswechsel zur Debatte steht, befinden sich Spanien und Italien in einer prekären Situation. Zuletzt konnten sich beide Länder nur noch für Zinsen oberhalb von 6,5% längerfristig Geld leihen, haben aber bis 2014 zusammen einen Finanzierungsbedarf von bis zu €1.600 Mrd. Auch wenn die direkte Kreditvergabe des ESM an notleidende Banken etwas Druck von den Regierungen nimmt, ist für eine derartige Summe die bestehende Architektur der Rettungsschirme mit einer Ausleihkapazität von etwa € 700 Mrd. definitiv zu klein. Somit bleibt also nur noch die EZB als Nothelfer. Sie hat, wie die FED, die Möglichkeit, einen Teil der Schulden der Eurozone entweder direkt über den Kauf von Anleihen oder indirekt über die Kreditgewährung an die Banken oder den ESM, damit diese Staatsanleihen kaufen, zu monetisieren. Noch ist die EZB nicht zum Äußersten bereit und wartet auf Schritte in Richtung Fiskalunion oder zumindest auf eine bessere Koordination der nationalen Regierungen in fiskalpolitischen Fragen.

#### **Wie werden die Finanzmärkte reagieren?**

Die Fortschreibung des status quo, d.h. die Weiterentwicklung eines dauerhaften Stabilisierungsmechanismus, bestehend aus ESM und EZB, halten wir für das wahrscheinlichste Szenario für die nächsten Monate. Hauptleidtragender dürfte in diesem Fall der deutsche Rentenmarkt sein, für den Aktienmarkt hingegen ändert sich wenig. Die Renditen italienischer und spani-

scher Anleihen werden sich auf hohem Niveau stabilisieren.

Wie stark sich ein „Lehman-Moment“ auf die Finanzmärkte auswirken wird, hängt vom Verhalten von EZB und Politik ab (vgl. nachfolgende Tabelle). Um die Folgen zu begrenzen, wird die EU mit Billigung der deutschen Regierung in einem solchen Fall wahrscheinlich eine Bankenunion ausrufen, in deren Verlauf die systemrelevanten Banken rekapitalisiert und die nicht überlebensfähigen abgewickelt werden. Nach vorsichtigen Schätzungen wären hierfür Mittel in Höhe von €1.000 Mrd. ausreichend. Gleichzeitig müsste eine Garantie für sämtliche Bankeinlagen in Euro (Volumen in der gesamten Eurozone etwa € 8.000 Mrd.) ausgesprochen werden, um Schalterstürme und Kapitalflucht aus Südeuropa zu verhindern.

Die EZB wird wahrscheinlich mit dem massiven Ankauf von Staatsanleihen reagieren und außerdem die unbegrenzte Kreditvergabe an den Bankensektor (LTRO) fortsetzen.

Nach einem zwischenzeitlichen Einbruch werden sich deutsche Aktien wieder erholen, während die Rendite von Bundesanleihen zuerst nochmals kurzfristig unter 1% sinken, sich aber dann eingedenk der auf Deutschland zurollenden Belastungen schnell wieder in Richtung 2% bewegen dürfte.

Insgesamt sehen wir die Wahrscheinlichkeit für einen der beiden beschriebenen „Lehman-Momente“ in diesem oder zu Beginn des nächsten Jahres bei 50%, wobei wir das „Katastrophenszenario“ eines „Lehman-Moments“ ohne entschlossenes Eingreifen der Politik und der EZB für relativ unwahrscheinlich halten.

Szenario (Wahrscheinlichkeit)	Wahrscheinliche Reaktion der EZB	Wahrscheinliche Reaktion der Politik	Auswirkungen
<b>Fortschreibung des status quo</b> (50%)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Zinssenkungen</li> <li>• Weitere LTROs</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Weitere Transfers nach Südeuropa</li> <li>• Aufweichen der Sparauflagen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Wachstum:</b> -0,5%</li> <li>• <b>DAX:</b> Stabilisierung</li> <li>• <b>Bundesanleihen:</b> Renditeanstieg</li> <li>• <b>Italien/Spanien:</b> Stabilisierung</li> </ul>
<b>„Lehman Moment“ mit entschlossenem Eingreifen von EZB und Politik</b> (35%)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kauf von Staatsanleihen</li> <li>• Weitere LTROs</li> <li>• Verpflichtung auf Nullzinspolitik nach dem Vorbild der FED</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bankenunion</li> <li>• Garantien für Bankeinlagen</li> <li>• Einstieg in Eurobonds</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Wachstum:</b> -1,5%</li> <li>• <b>DAX:</b> zuerst Schock (Kursziel: 5.500), danach Erholung</li> <li>• <b>Bundesanleihen:</b> zuerst Renditerückgang unter 1%, dann Anstieg auf über 2%</li> <li>• <b>Italien/Spanien:</b> zuerst Renditeanstieg, danach Beruhigung</li> </ul>
<b>„Lehman Moment“ mit Politikversagen</b> (15%)			<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Wachstum:</b> -5% (a la Lehman)</li> <li>• <b>DAX:</b> unter 5.000</li> <li>• <b>Bundesanleihen:</b> japanische Verhältnisse</li> <li>• <b>Italien/Spanien:</b> „Bank Runs“ und massive Kapitalflucht</li> <li>• <b>Ende der Eurozone</b></li> </ul>

Kurzfristig können weitere Aktionen der EZB oder der Politik immer wieder für bessere Stimmung an den Aktienmärkten sorgen, wie beispielsweise der Anstieg des DAX um über 4% als Reaktion auf die Ergebnisse des EU-Gipfels vom 28. Juni. Nach den Erfahrungen der letzten beiden Jahre ist eine solche Bewegung aber nur von kurzer Dauer, da die grundlegenden Probleme der Eurozone nur über tiefgreifende Strukturreformen zu lösen sind. Ein nachhaltigerer Impuls für die Aktienmärkte könnte hingegen von der Überwindung der augenblicklichen Schwächephase in der US-Konjunktur und in China kommen.

**USA: Abkühlung nur vorübergehend**

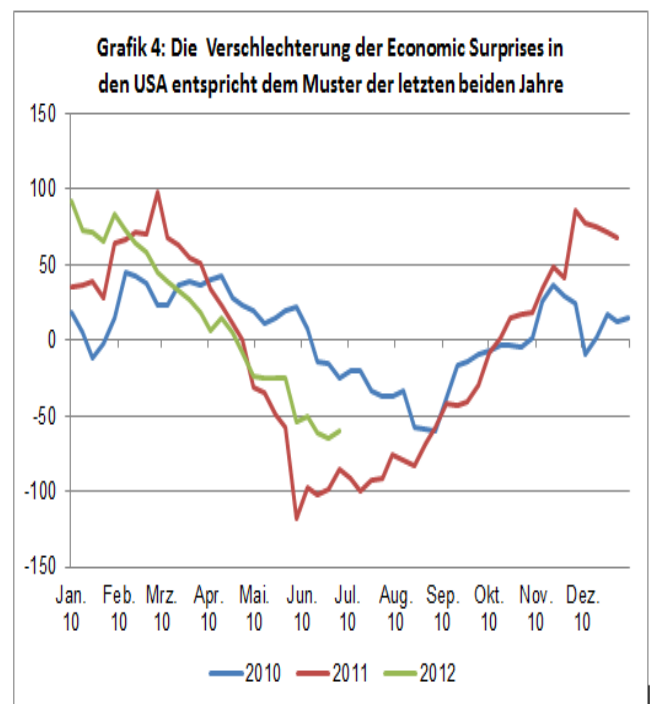
Abgesehen vom politisch wichtigen Arbeitsmarkt ist die US-Konjunktur in zumindest zufriedenstellender Verfassung. Der aktuelle „soft patch“ wird wie auch schon in den Jahren 2010 und 2011 wahrscheinlich nur vorübergehender Natur sein (vgl. Grafik 4), da einerseits die Auftragseingänge in der US-Industrie auf eine erneute wirtschaftliche Belebung in den nächsten Monaten hindeuten und der seit seinem Hoch im Februar um über 20% gesunkene Ölpreis die Kaufkraft der Konsumenten stärkt.

Die größte Belastung für die US-Konjunktur geht hingegen von der Präsidentschaftswahl im November und einem möglicherweise wiederaufbrechenden Haushaltsstreit à la 2011 aus. Auch die FED hat immer wieder vor den negativen Konsequenzen einer zu schnellen Haushaltskonsolidierung gewarnt. Angesichts des abnehmenden inflationären Drucks (die Inflationserwartungen liegen aktuell bei nur 1,5%) hat die FED aber immer noch die Möglichkeit, mit geldpolitischen Maßnahmen auf eine fiskalische Kontraktion zu reagieren. Die auf der Juni-Sitzung angekündigte Aufstockung der „Operation Twist“ (Tausch von Anleihen mit einer Restlaufzeit von unter 3 Jahren in Anleihen mit Restlaufzeiten zwischen 6 und 30 Jahren) um \$ 267 Mrd. bis zum Jahresende ist der erste Schritt in diese Richtung. Sollte sich entgegen den Erwartungen das Wachstum in den USA unter 2% abschwächen, wird die FED im Herbst wahrscheinlich QE3 starten.

**China: Erste Stützungsmaßnahmen laufen an**

Am 08. Juni hat die chinesische Zentralbank zum ersten Mal seit 2008 die Zinsen gesenkt und damit auf die konjunkturelle Eintrübung der letzten Monate reagiert. Da mit der Senkung der Kreditzinsen gleichzeitig auch die Zinsen für private Bankeinlagen reduziert wurden,

wird sich diese Maßnahme positiv auf die Finanzierung des Bankensektors auswirken und dafür sorgen, dass die günstigeren Bedingungen auch an die Kreditnehmer weitergegeben werden. Nach Einschätzung von Experten wird dies zu einer Stabilisierung des Wachstums bei etwa 8% beitragen. Und sollten Zinssenkungen nicht ausreichen, wird die chinesische Regierung vermutlich ein Infrastrukturpaket auflegen. Die Wahrscheinlichkeit eines „Hard Landing“ sinkt jedenfalls weiter, so dass zumindest eine potentielle Belastung für die Finanzmärkte an Bedeutung verliert.

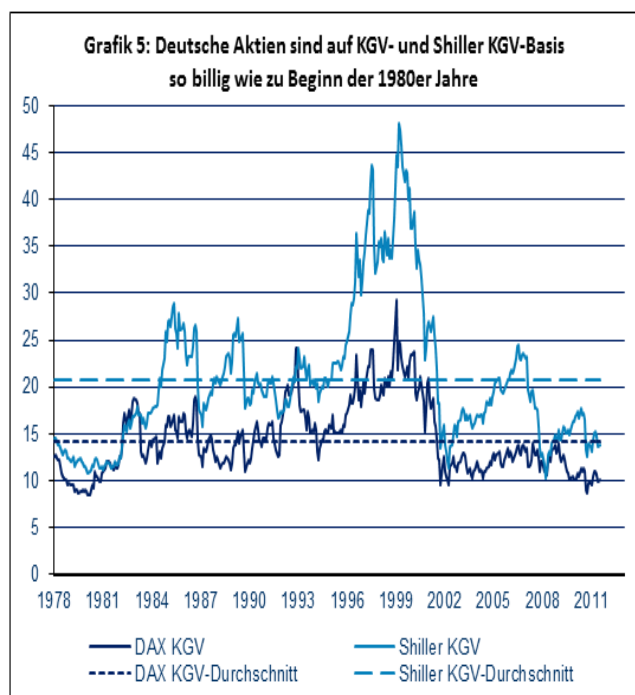


**Ausblick auf die zweite Jahreshälfte**

Auch wenn die niedrige Bewertung keine hinreichende Bedingung für steigende Aktienmärkte ist, ist sie unter dem Chance-Risiko-Aspekt gleichwohl von großer Bedeutung. Wie man es auch dreht und wendet: Aktien sind historisch günstig (vgl. Grafik 5).

So hat nach dem Fund Manager Survey der Bank of America Merrill Lynch vom Juni die Eurozone die niedrigste Bewertung, die jemals für eine Region in dieser Umfrage seit 2001 ermittelt wurde. Selbst wenn gegenüber den Gewinnsschätzungen eine Portion Skepsis angebracht ist (Gewinnanstieg von 5% gegenüber 2011), preist der DAX bei einem Niveau von 6.500 Punkten und einem unterstellten fairen KGV von 12 (das ist ein Abschlag von 15% gegenüber dem Durchschnitt der letzten 25 Jahre) einen Gewinnrückgang

von 15% ein. Im Zusammenspiel mit unserem Szenario der Beibehaltung des status quo in der Eurozone und der Stabilisierung der Konjunkturaussichten in den USA und China wird sich in den nächsten Wochen ein interessanter Einstiegspunkt in den Aktienmarkt ergeben.



Gleichzeitig befinden sich die Allokationen in den „sicheren Häfen“, den deutschen und amerikanischen Staatsanleihen auf Höchstständen. Seit 2008 sind weltweit mehr als \$1.000 Mrd. aus Aktienfonds ab- und in Anleihefonds hineingeflossen. Eine Investition in deutsche Staatsanleihen macht eigentlich nur noch Sinn, wenn man mit einem Auseinanderbrechen der Eurozone und einer anschließenden Deflation in Deutschland rechnet. Ansonsten werden die Belastungen für deutsche Anleihen zunehmen, sei es über die weiter ansteigende Verschuldung Deutschlands in Folge höherer Transferzahlungen nach Südeuropa oder über eine höhere Inflationsrate, wenn die EZB doch noch Teile der Staatsverschuldung monetisiert.

Die Renditen von Unternehmensanleihen sind zwar in den letzten Monaten stark zurückgegangen, im Vergleich zu deutschen Staatsanleihen bleiben sie aber nach wie vor attraktiv. Gold ist trotz der jüngsten Konsolidierung erst wieder ein Kauf, wenn die FED mit QE3 beginnt.

Dr. Ernst Konrad  
Tel.: +49-89-255 466-0

**DISCLAIMER:** Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und sollte nicht als ein Anlagevorschlag gesehen werden bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quellen für die Grafiken sind, so weit nichts anderes vermerkt ist, Bloomberg und IBES.