

# MAKROPERSPEKTIVEN

Nr. 11, Oktober 2012

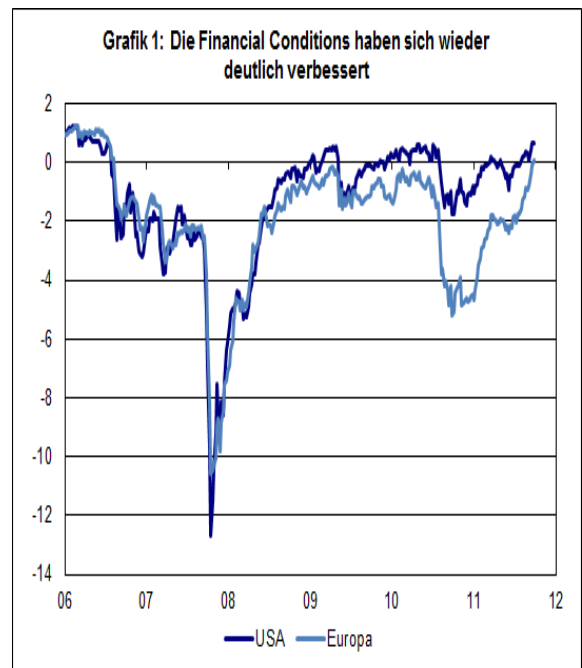
## Grazie Mario, Thank You Ben!

Die Notenbanken haben es wieder einmal geschafft, die Finanzmärkte in Jubelstimmung zu versetzen. Bereits im Juli hatte Mario Draghi mit der Aussage, die EZB werde alles in ihrer Macht stehende unternehmen, um den Zusammenhalt der Eurozone zu gewährleisten, den Grundstein gelegt. Im September wurde er dann konkreter: Wenn sich ein Land an den europäischen Rettungsschirm ESM wendet und entsprechende Auflagen akzeptiert, kann die EZB Anleihen dieses Landes in unbegrenzter Höhe kaufen. Den Paukenschlag setzte aber Ben Bernanke am 13. September: Er verkündete ein Kaufprogramm für hypothekenbesicherte Anleihen von bis zu \$40 Mrd. pro Monat, das solange fortgeführt werden soll, bis sich der Arbeitsmarkt nachhaltig erholt hat. Damit gibt es de facto keine zeitliche Befristung. Gleichzeitig wird die FED bis mindestens 2015 an ihrer Nullzinspolitik festhalten.

Auf solche Aussagen waren die Finanzmärkte nicht gefasst und reagierten entsprechend: Deutsche und europäische Aktien markierten neue Jahreshochs und US-Aktien erreichten sogar den höchsten Stand seit 2007. Die Renditen italienischer und spanischer Staatsanleihen fielen wieder auf das Niveau vom Frühjahr und der Goldpreis erreichte mit bald \$1.800 fast wieder sein Hoch vom Frühjahr. Die sicheren Häfen wie deutsche und US-Staatsanleihen waren auf einmal nicht mehr gefragt, dafür aber wieder der Euro, der gegenüber dem US-\$ seit seinem Tiefstand vom Juni um 7% zulegen konnte und sich sogar gegenüber dem Schweizer Franken leicht erholt hat. Der Stress im Finanzsystem diesseits und jenseits des Atlantiks hat sich deutlich zurückgebildet, die Financial Conditions Indizes in den USA und Europa befinden sich wieder auf dem höchsten Stand seit der Finanzkrise (vgl. Grafik 1).

Mancher Marktteilnehmer, der noch vor 3 Monaten vor einer Wiederholung des Sommers 2011 gewarnt hatte, reibt sich ungläubig die Augen. Von Seiten der FED ist man ja durchaus Überraschungen gewöhnt, dass aber die EZB so deutlich aus dem Schatten der Bundesbank treten würde, war nicht zu erwarten. Es ist ihr tatsächlich gelungen, das Risiko eines baldigen unkontrollierten Auseinanderbrechens der Eurozone

(im Fachjargon spricht man auch gerne von „tail risk“) deutlich zu vermindern. Denn der Anstieg der Renditen südeuropäischer Anleihen war weniger auf die weitere Verschlechterung der Fundamentaldaten zurückzuführen, sondern vielmehr auf die Furcht vieler Inhaber dieser Anleihen, ihre Investition nicht mehr in Euro, sondern in Peseten oder Lire zurückzuerhalten.



Nach Schätzungen der italienischen Notenbank sollte der durch das wirtschaftliche Umfeld erklärbare Risikoaufschlag für 10-jährige italienische Staatspapiere gegenüber deutschen Bundesanleihen eigentlich etwa 2% betragen, der tatsächliche Aufschlag lag in der Spitze aber bei 5,3% und ist aktuell immer noch bei 3,5%. Damit wären also immer noch 1,5% auf Wechselkursrisiken zurückzuführen. Hierzu hat nicht zuletzt das ständige politische Gezerre um Größe, Ausstattung und Einsatzfähigkeit des Rettungsschirms ESM beigetragen. Es war von Anfang an klar, dass die angepeilte Größe von €500 Mrd. nie und nimmer ausreichen wird, um Spanien und Italien zu stützen, umso mehr nachdem das Bundesverfassungsgericht jüngst den deutschen Beitrag auf €190 Mrd. gedeckelt hat.

Anleihekaufprogramme für in Not geratene Eurostaaten sind per se umstritten. Die Bundesbank und viele

konservative Ökonomen lehnen sie grundsätzlich ab, da sie darin eine durch die europäischen Verträge verbotene Staatsfinanzierung sehen, die letztlich auch zu höheren Inflationsraten führen wird. Die EZB beruft sich hingegen auf ihre Aufgabe, das Funktionieren der Geldpolitik im Euroraum sicherzustellen und jeden Zweifel an der Unumkehrbarkeit des Euro im Keim zu ersticken. Wenn dies nur mit unkonventionellen Methoden wie dem Kauf von Anleihen möglich ist, bewegt sie sich im Rahmen ihres Mandats.

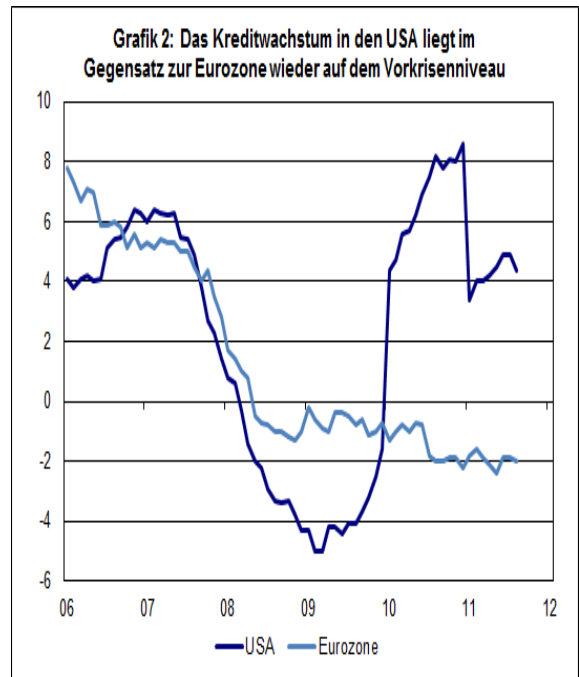
Unabhängig von juristischen Erwägungen ist die EZB aber die einzige Institution, die den zumindest vorübergehenden Zusammenhalt der Eurozone garantieren kann. Ohne Hilfen von außen wird Spanien vermutlich keine Kredite mehr zu akzeptablen Bedingungen erhalten und müsste die Eurozone verlassen - mit gravierenden Folgen auch für Deutschland. Es ist aber auch klar, dass die EZB die Probleme der südeuropäischen Länder nicht lösen kann. Wenigstens der Abfluss privaten Kapitals wird durch die EZB zum Teil ausgeglichen. Spanien und Italien gewinnen allerdings nicht auf einmal an Wettbewerbsfähigkeit, nur weil die EZB deren Anleihen kauft. Aber die Länder erhalten zumindest etwas mehr Zeit, um ihre Reformen umzusetzen. Ob sie die Zeit nutzen oder wie Silvio Berlusconi nach der Ankündigung von Anleihekäufen durch den damaligen EZB-Präsidenten Trichet alle Reformanstrengungen einstellen werden, bleibt abzuwarten. Es ist allerdings schwer vorstellbar, dass die EZB tatsächlich im Falle der Nichterfüllung von Auflagen die Anleihen eines solchen Landes wieder auf den Markt werfen wird.

In Deutschland geht jedenfalls die Angst um, dass die EZB zu einer zweiten Banca d'Italia wird. Solange das deutsche Misstrauen bestehen bleibt, wird auch das Konvertibilitätsrisiko nicht komplett verschwinden. Um die Renditen in Südeuropa dauerhaft zu drücken, müsste die EZB Anleihen in immer größerem Volumen kaufen. Die deutsche Haltung könnte also genau zu dem EZB-Aktionismus führen, den man eigentlich verhindern will.

### **Erfahrungen mit Anleihekaufprogrammen in den USA und Großbritannien**

Die unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen, d.h. Anleihekäufe durch die Notenbank, oft auch QE (Quantitative Easing) oder wie zuletzt von der EZB OMT (Outright Monetary Transactions) genannt, ge-

nießen in den USA vor allem bei den Republikanern einen schlechten Ruf. Dabei wird gerne vergessen, dass gerade die Blockadehaltung der republikanischen Partei in Fragen der Fiskalpolitik der FED keine andere Wahl lässt, um ihr duales Mandat (Sicherung der Preisstabilität und Vollbeschäftigung) zu erfüllen.



Beim Notenbankertreffen in Jackson Hole präsentierte FED-Präsident Bernanke eine Kosten-Nutzenanalyse der FED-Politik seit 2008. Nach seiner Einschätzung haben die Anleihekäufe (knapp \$1.800 Mrd. im Rahmen von QE1 und nochmals \$600 Mrd. im Rahmen von QE2) für einen Rückgang der langfristigen Zinsen um 0,8% bis 1,2% gesorgt und damit die Wirtschaftsleistung um 3% erhöht bei gleichzeitiger Senkung der Arbeitslosenquote um 1,5%. Die positive Wirkung von QE dürfte aber gerade zu Beginn noch größer gewesen sein, da die FED durch die Ausweitung ihrer Bilanzsumme den infolge der Finanzkrise stark erhöhten Liquiditätsbedarf des US-Bankensystems decken konnte. Ansonsten hätten die Banken vermutlich die Kreditvergabe deutlich eingeschränkt. Ein Erfolg von QE in den USA liegt also darin, dass sich das Kreditvergabeverhalten der Banken fast wieder auf das Niveau vor der Finanzkrise normalisiert hat (vgl. Grafik 2).

Ähnlich gut sind die Erfahrungen mit QE in Großbritannien. Die Käufe britischer Staatsanleihen in Höhe von £375 Mrd. zwischen März 2009 und Mai 2012

entsprechen nach Berechnungen der Bank of England einer Senkung des Notenbankzinses um 2,5% bis 5% und sorgten für einen Vermögenszuwachs von £600 Mrd. oder £10.000 pro Kopf. Neben der Reduktion der Zinsbelastung für Hypothekarkredite und den Kursgewinnen für die Inhaber britischer Staatsanleihen (die Rendite ging um 1,6% zurück) sind nicht zuletzt die gestiegenen Aktienkurse für diesen positiven Vermögenseffekt verantwortlich: Im Zeitraum März 2009 bis Januar 2010 (QE1) legten britische Aktien um 20% und zwischen Oktober 2011 und Mai 2012 (QE2) nochmals um 12,5% zu. In den USA erholte sich der Aktienmarkt zwischen März 2009 und März 2010 (QE1) sogar um 47%, die Ankündigung Bernankes von QE2 im August 2010 sorgte bis zur Beendigung des Programms im Juni 2011 für Kursgewinne von nochmals 26%. Der Vorwurf, die unkonventionelle Geldpolitik habe in erster Linie die Aktienmärkte gestützt, aber relativ wenig für die Realwirtschaft getan, ist angesichts dieser Zahlen nicht ganz von der Hand zu weisen.

Im Übrigen hat Bernanke das erneute QE-Programm gerade mit seiner positiven Wirkung auf die Assetpreise, v.a. auf Immobilien und Aktien, und über den Vermögenseffekt schließlich auf den privaten Verbrauch begründet. Natürlich wären fiskalpolitische Maßnahmen wirksamer gewesen und würden auch heute noch einen erheblich höheren Wachstumsimpuls generieren als der Umweg über den Vermögenseffekt. Wegen der Unfähigkeit der amerikanischen Politik musste die FED aber bis an die Grenze des Machbaren gehen, um einen erneuten Rückfall der US-Wirtschaft in die Rezession zu verhindern. Die Kosten dieser Maßnahmen werden sich auch erst dann zeigen, wenn die FED versuchen wird, ihre Geldpolitik wieder zu normalisieren. Vor QE1 bzw. QE2 waren die Inflationserwartungen für die nächsten 5 Jahre bei 0,5% bzw. 1,2%. Aktuell liegen sie bereits bei 2,3%. Es wird jedenfalls nicht leicht werden, das inflationäre Potential der gigantischen Bilanzausweitung wieder einzudämmen, zumal keine Notenbank Erfahrung mit der Umkehrung von QE hat.

#### Wie werden die Finanzmärkte in den nächsten Wochen reagieren?

Prinzipiell gibt es 3 Szenarien, wie QE auf die Vermögensklassen Aktien, Staatsanleihen und Rohstoffe (vgl. Tabelle) wirken kann.

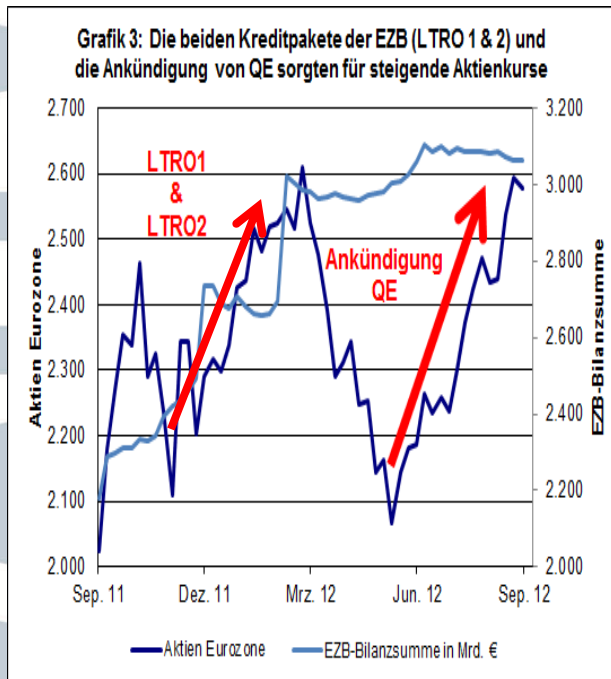
	Aktien	Staatsanleihen	Rohstoffe
„Japan-Szenario“	-	+	-
„Inflation“	0	-	+
„Reflation“	+	-	0

Unter dem „Japan-Szenario“ versteht man, dass die Notenbanken zwar wie in Japan immer mehr Staatsanleihen kaufen, die deflationären Kräfte aber doch stärker sind und das Wirtschaftswachstum niedrig bleibt. Sollte sich dieses Szenario auch für die USA und die Eurozone einstellen, profitieren nur deutsche und amerikanische Staatsanleihen, deren Kurse neue Höchststände markieren würden. Das genaue Gegenteil ist das „Inflationsszenario“, d.h. QE führt zu deutlich steigenden Inflationsraten, weil die Notenbanken die Kontrolle über die Geldmenge verloren haben. Hier von profitieren in erster Linie Rohstoffe und auch Immobilien. Das für die Finanzmärkte günstigste Szenario ist die „Reflation“, d.h. ein moderater Preisanstieg bei zufriedenstellendem Wachstum. Darauf haben es die Notenbanken abgesehen und aufgrund der bisherigen Erfahrungen aus den USA und Großbritannien halten wir dieses Szenario für das wahrscheinlichste.

Auch in der Eurozone haben die Aktienmärkte immer dann mit einem Kurssprung reagiert, wenn die EZB ihre Bilanzsumme ausgeweitet hat (vgl. Grafik 3). Am aktuellen Rand der Grafik 3 sieht man allerdings, dass die Aktienkurse bereits seit Juli deutlich gestiegen sind, ohne dass die EZB ihre Bilanzsumme verändert hätte. Allein die Erwartung, dass die EZB südeuropäische Staatsanleihen kaufen wird, hat zu einer Wiederaufnahme der Aktienmarkt rally geführt.

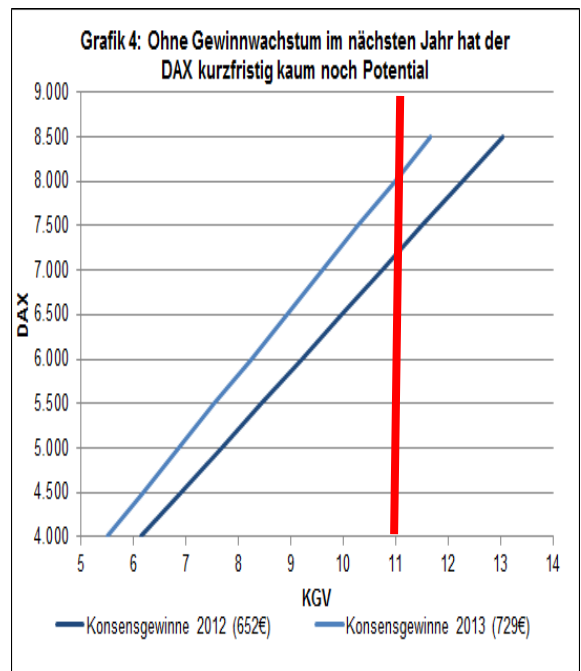
Gleichzeitig wurden aber in den letzten vier Monaten die konjunkturellen Aussichten weltweit nach unten revidiert. Der seit 2009 dauernde Aufschwung kommt allmählich zu seinem Ende. Ob in China, den USA oder der Eurozone, überall liegt das aktuelle Wachstum unter dem Trendwachstum, das bis zum Beginn der Finanzkrise 2008 zu verzeichnen war. Während aber eine Abschwächung in China auf 7% bis 8% angesichts des Umbaus des ökonomischen Modells weg von Investitionen und Exporten hin zu privatem Verbrauch nicht wirklich verwundert, hat die US-Konjunktur in den letzten Monaten überraschend stark an Fahrt verloren. Die Arbeitslosenquote verharrt bei

über 8% und der Benzinpreisanstieg um knapp 15% im dritten Quartal wirkt wie eine saftige Steuererhöhung für den Verbraucher. Gleichzeitig hat sich die Stimmung im verarbeitenden Gewerbe deutlich eingetrübt, die Unternehmen horten wieder Liquidität, anstatt zu investieren.



Ein Grund dafür ist sicherlich der drohende „fiscal cliff“, also das Auslaufen der von der Bush-Administration initiierten Steuersenkungen zum Jahresende, welche sich auf etwa 5% der Wirtschaftsleistung summieren. Sollten sich Demokraten und Republikaner nicht über eine Verlängerung einigen, wird es automatisch zu Ausgabenkürzungen kommen, durch welche die US-Wirtschaft im nächsten Jahr wahrscheinlich leicht schrumpfen und die Arbeitslosenquote auf über 9% steigen wird. Aber selbst im Falle einer Fortführung der Steuersenkungen wird das Wirtschaftswachstum nur bei unterdurchschnittlichen 1,7% liegen.

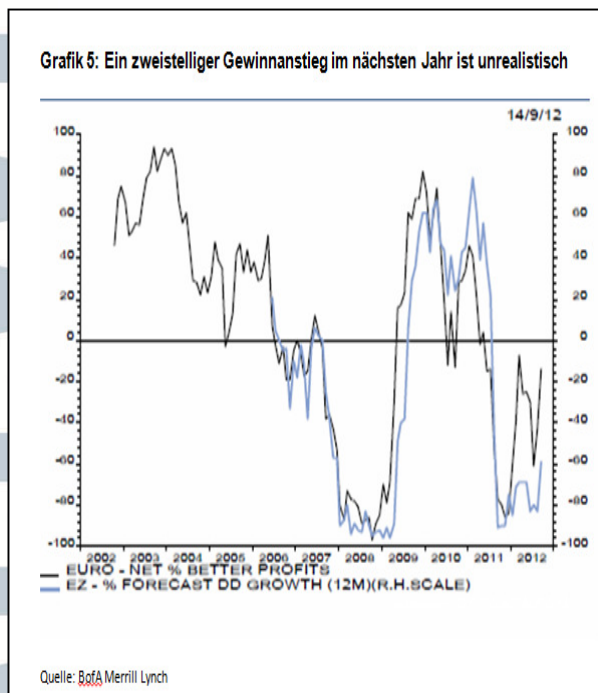
Der einzige Lichtblick kommt momentan von dem „ausgebombten“ Immobilienmarkt. Die Stimmung in der Bauindustrie zieht seit Monaten an und auch die Immobilienpreise legen wieder leicht zu, so dass zumindest aus diesem Bereich ein positiver Wachstumsbeitrag zu erwarten ist.



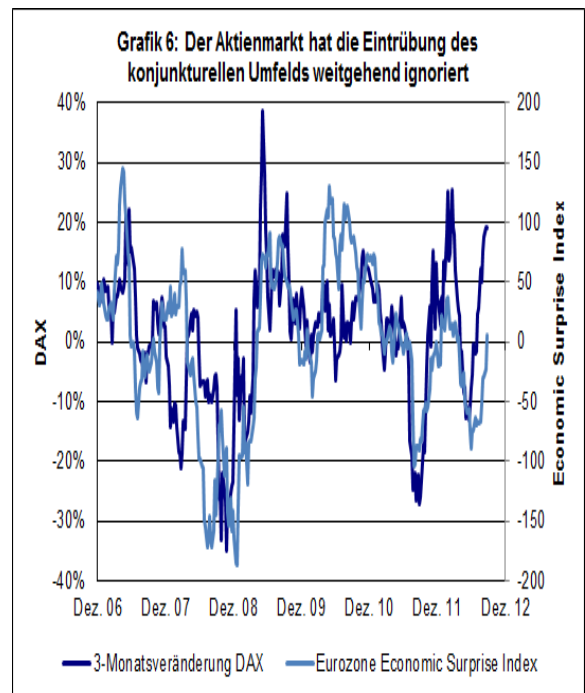
Die Konjunktur in der Eurozone leidet weiterhin unter den fiskalischen Sparmaßnahmen und dem Entschuldungsprozess des Bankensystems. Nach Schätzungen der EZB wird die Wirtschaftsleistung 2012 um -0,2% bis -0,6% zurückgehen und sich im nächsten Jahr zwischen -0,4% bis +1,4% bewegen. Italien und Spanien stecken bereits tief in der Rezession und auch das Wachstum in Deutschland wird wohl nur noch leicht positiv sein.

Die Situation in Frankreich ist nochmals deutlich prekärer. Die dortige Regierung zeigt bislang wenig Bereitschaft, die drängenden Probleme des Landes, also ein übermäßiges Budgetdefizit und mangelnde Wettbewerbsfähigkeit, nachhaltig anzugehen. Stattdessen verlässt man sich in guter sozialistischer Tradition auf Steuererhöhungen für Besserverdienende und die Gängelung des Unternehmenssektors. Die wirtschaftliche Verfassung Frankreichs ist ähnlich schlecht wie die Spaniens oder Italiens. Allerdings hatte Frankreich bislang den Vorteil, dass die vom Kapitalmarkt geforderten Risikoaufschläge für französische Anleihen immer um 2% bis 3% unter denen vergleichbarer Papiere aus Italien und Spanien lagen. Sollte Frankreich aber keine Fortschritte bei der Sanierung des Staatshaushaltes machen, werden Investoren deutlich höhere Renditen verlangen und damit Frankreich in die Rezession stoßen.





Der weltweite Konjunkturabschwung wird auch die Unternehmensgewinne belasten. Gewinnwachstum ist aber eine wesentliche Bedingung für eine weiterhin positive Aktienmarktentwicklung, da bewertungsseitig nicht mehr viel Spielraum besteht (vgl. Grafik 4). Unterstellt man ein für das aktuelle Umfeld angemessenes KGV des DAX von 11 (der Durchschnitt der letzten 25 Jahre liegt bei 14,5), ergibt sich unter Berücksichtigung der erwarteten Gewinne für 2012 ein Kursziel von etwa 7.200 Punkten. Erst wenn man den für 2013 erwarteten Gewinnanstieg von 12% zugrunde legt, ergibt sich wieder Potential in Richtung 8.000 Punkten. Ein Gewinnwachstum in dieser Höhe halten allerdings nach dem jüngsten Fund Manager Survey der BofA Merrill Lynch 60% der Befragten für unrealistisch (vgl. Grafik 5). Die trüben Aussichten für den Unternehmenssektor hat der Aktienmarkt in den letzten Wochen aber weitgehend ignoriert und nur auf die EZB gesetzt (vgl. Grafik 6).



### Positionierung

Da wir, wie oben dargelegt, das „Reflations-Szenario“ für die wahrscheinlichste Variante halten, bleiben wir grundsätzlich positiv für den Aktienmarkt und negativ für deutsche Staatsanleihen. Kurzfristig hat sich der Aktienmarkt aber relativ weit von seinen Fundamentaldaten entfernt. Deshalb favorisieren wir aktuell den Bereich der Unternehmensanleihen, v.a. auch Anleihen von Finanzinstituten, deren Risikoaufschläge unseres Erachtens nach wie vor zu hoch sind. Die Renditen südeuropäischer Anleihen werden wahrscheinlich nicht weiter sinken. Hier werden die Finanzmärkte erst einmal abwarten, ob es die EZB wirklich ernst meint. Gold hat ähnlich wie die Aktienmärkte bereits stark zugelegt. Zusätzliches Kurspotential ergibt sich nur bei deutlich ansteigenden Inflationsraten, wovon wir zurzeit aber nicht ausgehen.

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.