

Widersprüchliche Signale

Mitte März schaffte der Dow Jones zum ersten Mal seit 2007 wieder ein Allzeithoch. Die Stimmung ist entsprechend gut, die Warnungen vor Euphorie werden aber immer lauter. Als Begründung wird gerne die Diskrepanz zwischen Aktienmarkt- und Konjunkturentwicklung angeführt. Danach sind die Aktienmärkte der wirtschaftlichen Entwicklung zu weit vorausgelaufen.

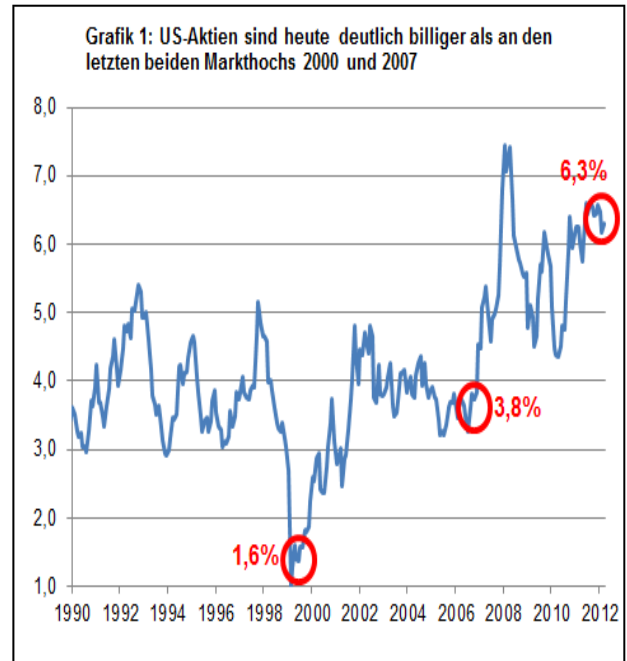
Und tatsächlich: Die Konjunktur in den USA kommt anscheinend nicht richtig in Schwung, die Eurozone befindet sich immer noch oder schon wieder in der Rezession und selbst das Wachstum in den Schwellenländern ist nicht mehr so dynamisch wie noch im letzten Jahr. Auch sind die Preise konjunkturabhängiger Rohstoffe wie Kupfer oder Eisenerz seit Ende Januar deutlich unter Druck geraten. Wie passt das zu steigenden Aktienkursen?

Der Aktienmarkt ist einer der besten Frühindikatoren für die konjunkturelle Entwicklung (aus diesem Grunde ist er auch einer der 10 Bestandteile des vom Conference Board berechneten US-Leading-Index). Interessanterweise wurden aber trotz des neuen Allzeithochs im Dow Jones die Wachstumsaussichten in den USA in den letzten Wochen sukzessive nach unten revidiert. Neben dem immer noch schwelenden Haushaltsstreit hat dies auch mit der Struktur der Kursbewegung zu tun: Sie wird angeführt von den wenig konjunktur reagiblen Sektoren mit stabiler Dividende wie Pharma und Nahrungsmittel. Normalerweise sollte die Hoffnung auf bessere Wirtschaftsdaten eigentlich für die Outperformance zyklischer Aktien, z.B. aus dem Rohstoffbereich, sorgen.

Eine ähnliche Entwicklung gab es übrigens in den letzten beiden Jahren, als nach einem für defensive Aktien starken ersten Quartal die Märkte wieder deutlich nachgaben. Die jüngste Aktienmarktrally ist damit weniger Ausdruck eines neuen Aktienbooms in der Hoffnung auf dynamisches Wirtschaftswachstum, als vielmehr die (verzweifelte) Suche nach Rendite.

Trotzdem bedeutet ein neues Allzeithoch nicht zwangsläufig, dass der US-Aktienmarkt in den kommenden Wochen unter Druck geraten muss. Eine Kurskorrektur wäre nur dann gerechtfertigt, wenn die fundamentale Bewertung anhand von Gewinnen, Dividenden und Zinsen wenigstens genauso teuer wäre wie an den letzten beiden Hochpunkten im Oktober 2007 und März 2000. Man erinnert sich: Auf das Hoch 2007 folgte die Finanzkrise mit einem

Aktienkursrückgang von zeitweise 50% und im Jahre 2000 platzte die Internetblase mit einem zwischenzeitlichen Verlust von 30%.



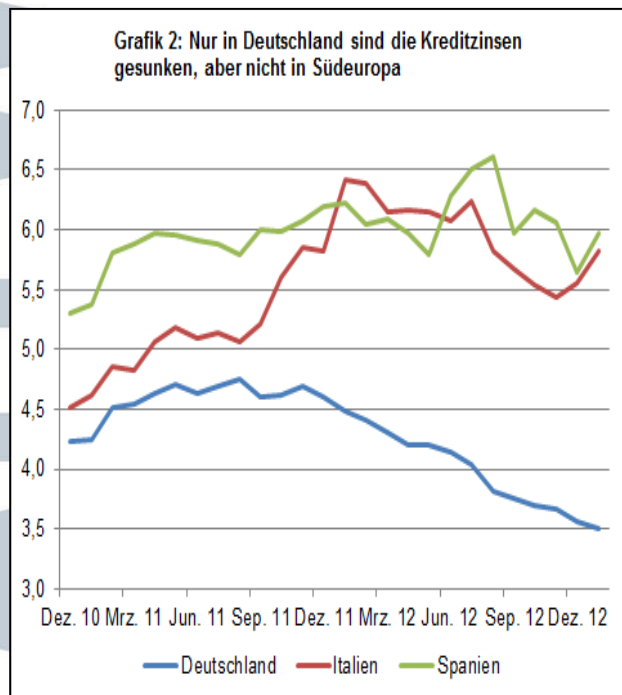
Legt man beispielsweise die Risikoprämie des US-Aktienmarktes zu Grunde (eine Einschätzung, wie die zukünftige Aktienkursentwicklung im Vergleich zu Staatsanleihen sein wird, d.h. je größer diese Zahl ist, desto besser für Aktien), so ist diese mit 6,3% höher und damit der Aktienmarkt um einiges billiger als 2007 oder gar 2000 (vgl. Grafik 1). Die günstige Bewertung ist aber nur eine notwendige Bedingung für steigende Aktienkurse, die hinreichende Bedingung ist nach wie vor eine riesige Welle von Zentralbankgeld.

Ohne Notenbanken geht es (noch) nicht

Seit Beginn der Finanzkrise haben die Notenbanken durch Niedrigzinspolitik und Verlängerung ihrer Bilanzen eine globale Kreditklemme erfolgreich verhindert. Leider waren die Wachstumsimpulse bislang aber geringer als erhofft, da nur ein Teil der zusätzlichen Zentralbankliquidität in die Realwirtschaft geflossen ist. Der Rest fand den Weg in die Finanzmärkte.

Dabei war diese Entwicklung ursprünglich gar nicht beabsichtigt gewesen. Vielmehr wollten die Notenbanken zuallererst die Deflationsgefahr bannen. Steigende Assetpreise waren nur eine (wenn auch

billigend in Kauf genommene) Nebenwirkung. Dass diese Nebenwirkung aber so stark war, sollte den Notenbanken jetzt nicht zum Vorwurf gemacht werden.



Zwar ist die EZB mit dem LTRO- und OMT-Programm (d.h. Kredite über €1.000 Mrd. für die Banken und das Versprechen, in unbegrenztem Ausmaß Staatsanleihen notleidender Euro-Länder zu kaufen) aus dem Schatten der Bundesbank getreten und hat das Risiko eines Auseinanderbrechens der Eurozone minimiert. Die Risikoaufschläge für italienische und spanische Staatsanleihen sind seit letztem Herbst auch deutlich zurückgekommen, nicht aber die Risikoaufschläge für Bankkredite.

So lagen nach jüngsten Erhebungen der EZB in Italien und Spanien die Zinsen für Bankkredite über €1 Mio. und einer Laufzeit von bis zu 5 Jahren bei knapp 6%, in Deutschland dagegen bei nur etwa 3,5% (vgl. **Grafik 2**). Durch den jüngsten Umgang mit Kontoinhabern bei Banken auf Zypern wird sich die Tendenz in Südeuropa eher noch verstärken. Gerade kleine und mittlere Unternehmen haben es in Italien und Spanien besonders schwer, an Kredite zu kommen, da die dortigen Banken ihre Bilanzen sukzessive verkürzen. Die speziell auf die Probleme in der Peripherie ausgerichteten Maßnahmen der EZB kommen nach wie vor dort nicht an, sondern führen zu einer Lockerung der Kreditbedingungen in Deutschland und Kerneuropa, wo dies eigentlich gar nicht nötig wäre.

Angesichts der beschriebenen Probleme in der Peripherie wird die EZB bei ihrem expansiven Kurs bleiben, selbst eine erneute Zinssenkung auf 0,5% oder sogar 0,25% ist noch drin.

Verglichen mit Europa scheint die Geldpolitik in den USA erfolgreicher gewesen zu sein. Die extrem niedrigen Zinsen und der Kauf hypothekenbesicherter Anleihen durch die FED sorgten für eine Belebung des Immobilienmarktes, die sich mittlerweile auch positiv auf Beschäftigung und Konsum auswirkt. Zuletzt lag die Arbeitslosenquote mit 7,7% auf dem niedrigsten Stand seit 2008. Auch die zu Jahresbeginn wirksam gewordenen Steuererhöhungen haben bislang kaum Bremsspuren hinterlassen. Nimmt man noch die an dem Einkaufsmangerindex abzulesende Belebung im Verarbeitenden Gewerbe hinzu, könnten die USA in diesem Jahr ein Wirtschaftswachstum von mehr als 2% erzielen. Die Banken haben sich im letzten Stresstest als viel robuster erwiesen als ihre europäischen Konkurrenten und im Gegensatz zu Europa fällt die Staatsschuldenquote in den USA bereits wieder. Nicht umsonst haben sich in diesem Jahr US-Aktien besser entwickelt als europäische Aktien oder Aktien aus Schwellenländern. Im Gegensatz zu den „risk-on“-Phasen der letzten beiden Jahre hat diesmal auch der US-Dollar gegenüber den meisten anderen Währungen zugelegt.

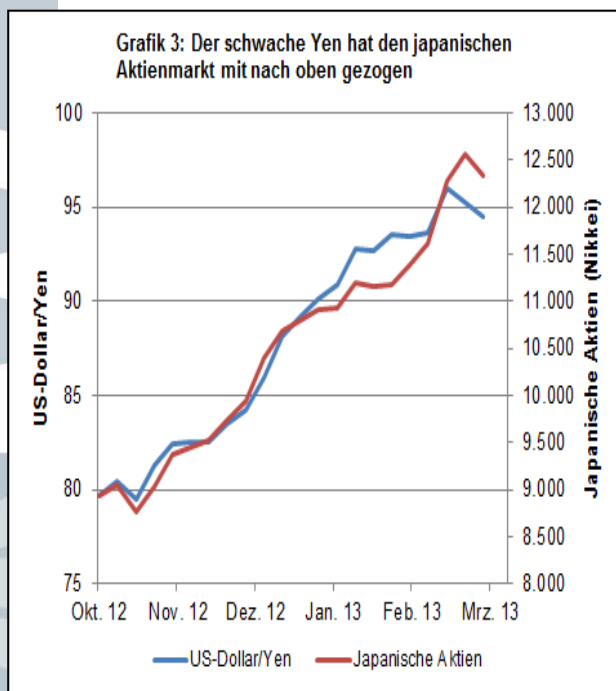
Das Experiment Japan

Die Bank von Japan ist als letzter Gast zur globalen Gelddruck-Party der Notenbanken erschienen, will aber dafür umso ausgiebiger mitfeiern. Die neue japanische Regierung hat der Notenbank den Auftrag gegeben, die seit 15 Jahren anhaltende Deflationsphase endgültig zu beenden und eine Preissteigerungsrate von 2% anzustreben. Um dieses Ziel zu erreichen, will die Bank von Japan über die Notenpresse vor allem den Yen schwächen.

Japan liegt in der wirtschaftlichen Entwicklung seit Beginn der Finanzkrise deutlich hinter den USA und selbst hinter der Eurozone zurück. Während nämlich die FED seit Beginn der Finanzkrise ihre Bilanzsumme mehr als verdreifacht hat und auch die der EZB um über 150% zulegte, ist die Bilanzsumme der Bank von Japan nur um 50% angestiegen. Der Yen wertete sich im Zeitraum Dezember 2006 bis Dezember 2012 gegenüber dem US-Dollar und dem Euro um jeweils knapp 30% auf. Der traditionelle Leistungsbilanzüberschuss Japans ist im Zuge dieser Aufwertung verschwunden mit den entsprechend negativen Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum. Ziel der japanischen Politik ist nun die Rückkehr zu einem Leistungsbilanzüberschuss auf dem Niveau der Vergangenheit, also von etwa 2% der Wirtschaftsleistung.

Allein die Ankündigung verstärkter geldpolitischer Maßnahmen hat seit Jahresbeginn zu einer Abwertung des Yen von jeweils knapp 10% gegenüber dem US-Dollar und dem Euro geführt. Der Wettstreit der Notenbanken, wer am schnellsten die eigene Währung schwächt, ist voll entbrannt. Leidtragende der Yen-Abwertung werden wahrscheinlich vor allem koreanische und deutsche Exportunternehmen, die unmittelbar zu japanischen Unternehmen in Konkurrenz stehen, sein, z.B. im Maschinen- und Anlagenbau, bei Automobilzulieferern oder in der chemischen Industrie.

Der japanische Aktienmarkt hat jedenfalls mit einem Kursfeuerwerk auf die Yen-Schwäche reagiert (vgl. **Grafik 3**). Allerdings wird auch diese an ihre Grenzen stoßen. Gerade die USA reagieren sehr sensibel auf Währungsmanipulationen (wie seit Jahren im Falle Chinas). Ob japanische Aktien auch ohne einen schwächeren Yen weiter zulegen können, ist ungewiss, da viele japanische Produkte technologisch nicht mehr führend sind.



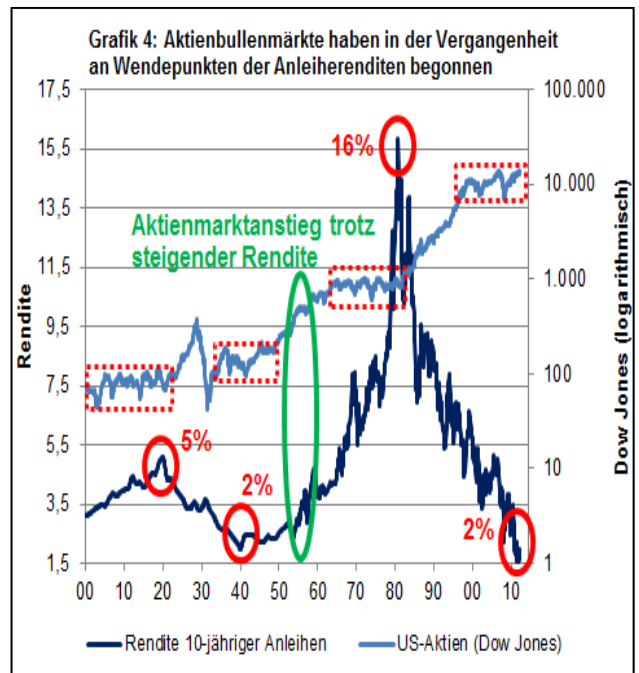
Gefahr für „Goldilocks“-Szenario, aber keine Wiederholung von 1994

Sollte die US-Wirtschaft tatsächlich nach 5 Jahren wieder in einen sich selbst tragenden Aufschwung übergehen, könnte dies das sogenannte „Goldilocks“-Szenario in Frage stellen. Denn bislang haben die Finanzmärkte, wie beschrieben, stark von der Politik des expansiven Geldes profitiert. Da sich die FED aber seit dem letzten Herbst explizit an der konjunkturellen Entwicklung orientiert, ist für den Fall einer nachhaltigen Erholung mit einer allmählichen Rückführung der

überreichlichen Zentralbankliquidität zu rechnen. Ben Bernanke hat zwar jüngst immer wieder betont, dass es noch nicht so weit ist. Die Diskussionen innerhalb der FED gehen aber unaufhaltsam in diese Richtung.

Der erste Schritt könnte beispielsweise eine Reduzierung oder sogar Einstellung der monatlichen Anleihekäufe von \$85 Mrd. sein. Eine solche Ankündigung würde die Finanzmärkte unangenehm überraschen. Dies zeigte sich beispielsweise im Februar, als Gerüchte über eine vorzeitige Beendigung des Anleihekaufprogramms für Unruhe an den Aktienmärkten sorgten und die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen zwischenzeitlich deutlich ansteigen ließen.

In diesem Zusammenhang werden Erinnerungen an das Jahr 1994 wach. Damals erhöhte die FED die Zinsen im Schlepptau eines boomenden Arbeitsmarktes innerhalb von 12 Monaten von 3% auf 6%, die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen stieg von unter 6% auf über 8% und sorgte für eine Pause mit zwischenzeitlich zweistelligen Verlusten im Aktien-Bullenmarkt der 1990er Jahre.



Aktuell erwarten wir allerdings keinen schnellen Zinsanstieg wie 1994. Zwar mehren sich die Anzeichen, dass die FED über die nächsten Monate die Finanzmärkte auf eine allmähliche Verschärfung ihrer Politik einstimmen wird. Dies wird allerdings sehr behutsam geschehen, um den US-Anleihemarkt nicht zu erschrecken. Historisch gesehen waren starke Aufwärtsbewegungen am Aktienmarkt nach einer längeren Seitwärtsphase meist mit Wendepunkten in der Rendite von US-Staatsanleihen verbunden, und zwar sowohl bei Zinshochs wie auch Zinstiefs (vgl. **Grafik 4**).

Fazit

Die beste Erklärung für die bisherige Stabilität der Aktienmärkte liegt in der Hoffnung, dass die Notenbanken nur sehr langsam ihre Geldpolitik verschärfen werden und es nicht zu einem Kursrutsch an den Anleihemärkten kommen wird. Dies hat bei Investoren zu einer ausgeprägten „buy-on-dips“-Mentalität geführt. Um die Aktienmärkte stärker unter Druck zu bringen, müsste diese Hoffnung nachhaltig erschüttert werden. Angesichts der immer noch desolaten Lage in der Eurozone erwarten wir von der EZB in den nächsten Monaten keine Verschärfung der Geldpolitik, ganz im Gegenteil. Auch die FED wird erst handeln, wenn ein dauerhafter Aufschwung in Gang gekommen ist. Das wahrscheinlichste Szenario ist deshalb, dass es zwar immer wieder Rückschläge geben wird, bevorzugt durch finanzpolitische Irritationen, sei es in der Eurozone wie jüngst in Zypern, sei es in den USA in Zusammenhang mit dem Streit um die Haushaltskonsolidierung. Dies wird europäische und amerikanische Aktien aber nicht davon abhalten können, an der „wall of worry“ weiter nach oben zu klettern.

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 ist, so weit nichts anderes vermerkt ist, sind Bloomberg und IBES.