

Misstrauen

Nach den Erfahrungen der letzten Wochen fragen sich viele Investoren, welche Botschaft die Finanzmärkte mit ihren Tumulten und Panikreaktionen eigentlich übermitteln wollen. Auf einen Nenner gebracht lautet sie: Misstrauen gegenüber der Politik, die aktuellen Probleme lösen zu können. Und diese Probleme sind vielfältig: eine deutlicher als auch von uns erwartete Abschwächung der Konjunktur in den USA und Europa, die ungelöste Eurokrise mit ihren bedrohlichen Auswirkungen auf das ganze Finanzsystem und nicht zuletzt die Flucht aus allen risikobehafteten Vermögenswerten hinein in vermeintlich sichere Häfen.

Dabei wäre gerade in der aktuellen Situation politische Führung nötig, um durch ein ähnlich entschlossenes Handeln wie im Herbst 2008 Haushalten, Unternehmen, aber auch den Akteuren auf den Finanzmärkten wieder mehr Sicherheit für ihre Entscheidungen zu geben. Leider sieht es derzeit nicht danach aus: Die USA sind durch einen „Kulturkampf“ zwischen einem demokratischen Präsidenten und einem republikanisch dominierten Kongress nur beschränkt handlungsfähig, wie man an dem erst in letzter Minute abgewendeten Staatsbankrott Anfang August sehen konnte. In der Eurozone jagen die Politiker von einem Rettungspaket zum nächsten, anstatt sich um die Behebung der mittlerweile offen zu Tage getretenen Konstruktionsfehler der Währungsunion zu kümmern. Glücklicherweise gibt es noch die Notenbanken, die trotz harscher und vielfach ungerechtfertigter Kritik, einen Teil der eigentlich von der Politik zu erledigenden Aufgaben übernommen haben.

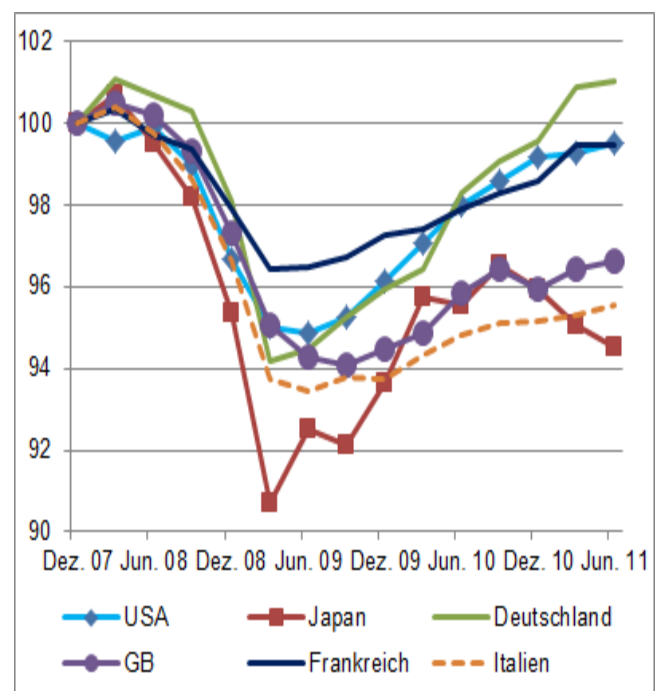
Konjunktur im „stall-speed-Modus“

Zyniker behaupten, es bestünde kein Risiko für einen erneuten Rückfall der westlichen Industrieländer in eine Rezession („double dip“), da die Rezession der Jahre 2009/10 noch gar nicht überwunden sei. Tatsächlich hat von den großen Industrieländern nur Deutschland im zweiten Quartal 2011 eine leicht höhere Wirtschaftsleistung gehabt als im vierten Quartal 2007, während die Erholung in Großbritannien, Italien und Japan besonders schwach ausgefallen ist (vgl. Grafik 1).

Wenn aber nach einem derart starken Einbruch die Wirtschaftsleistung nach mittlerweile über 3 Jahren bestenfalls ihren Ausgangspunkt wieder erreicht hat, fällt es schwer, von einer nachhaltigen Erholung zu sprechen. Dies gilt besonders für die USA, wo die Arbeitslosenquote mit über 9% doppelt so hoch ist wie

vor dem Ausbruch der Krise. In Deutschland fühlt sich die aktuelle Lage besser an, da die Arbeitslosenquote von 8,1% Anfang 2008 auf inzwischen 6,1% zurückgegangen ist.

Grafik 1: Nur Deutschland hat das Niveau der Wirtschaftsleistung vor Beginn der Krise wieder erreicht



Gerade die US-Konjunktur tut sich momentan schwer: Die Entschuldung der privaten Haushalte und die nach wie vor rückläufigen Immobilienpreise belasten den privaten Verbrauch und sorgen für eine nachlassende konjunkturelle Dynamik, die im Gegenzug wieder Unternehmen von Investitionen und Neueinstellungen abhält, wodurch das Wirtschaftswachstum abermals abnimmt. Vor diesem Hintergrund hat auch die OECD ihre Prognose für das vierte Quartal von einem annualisierten Wachstum von 3% (gegenüber dem Vorquartal) auf 0,4% zurückgenommen. Ökonomen nennen diesen Zustand in Anlehnung an die Pilotensprache „stall speed“, womit die Geschwindigkeit bezeichnet wird, die ein Flugzeug benötigt, um sich gerade noch in der Luft halten zu können.

Damit die US-Konjunktur möglichst schnell wieder an Schubkraft gewinnt, hat Präsident Obama jüngst ein Konjunkturprogramm über knapp \$500 Mrd. vorgeschlagen, dessen Kernpunkte Steuerentlastungen für

Arbeitnehmer und kleinere Unternehmen und höhere Ausgaben für die öffentliche Infrastruktur nach dem Muster des „New Deal“ aus den 1930er Jahren sind. Nach ersten Schätzungen könnten durch diese Maßnahmen im nächsten Jahr ein Wachstumsimpuls von wenigstens 1,5% erzeugt und außerdem bis zu 2 Mio. neue Arbeitsplätze geschaffen werden. Gleichzeitig würde der negative Wachstumseffekt aus geplanten Haushaltskürzungen sogar mehr als ausgeglichen. Sollte Präsident Obama seine Pläne durch den Kongress bringen (die Chancen stehen nach Meinung der meisten politischen Beobachter gar nicht so schlecht, da die Republikaner im Wahljahr 2012 nicht als „Jobkiller“ gelten wollen), erscheint eine Beschleunigung des Wirtschaftswachstums auf 2,2% für 2012 nach erwarteten 1,6% in diesem Jahr plausibel.

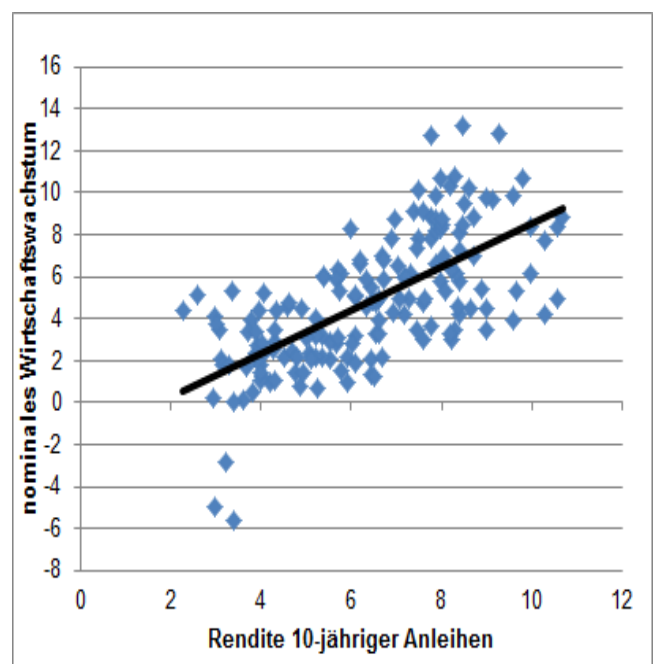
Die Abschwächung in den USA bekommt mittlerweile auch die Eurozone deutlich zu spüren. Die OECD erwartet für die drei größten Länder Deutschland, Frankreich und Italien für das vierte Quartal sogar ein annualisiertes Negativwachstum von -0,4% (gegenüber dem Vorquartal), wobei vor allem Deutschland mit -1,4% negativ auffällt. Auch die Erwartungen für 2012 sind mit +2,0% wohl noch zu optimistisch. Gerade für Italien kann die Situation dann noch prekärer werden, da die Finanzmärkte momentan nichts so sehr fürchten wie höhere Haushaltsdefizite infolge eines schwächeren Wirtschaftswachstums.

Dass auch für Deutschland ein gewisser Konjunkturpessimismus gerechtfertigt ist, zeigt ein Blick auf den historischen Zusammenhang zwischen der Rendite zehnjähriger Bundesanleihen und dem nominalen Wirtschaftswachstum (vgl. Grafik 2). Das aktuelle Renditeniveau von unter 2% impliziert ein nominales Wachstum in der Nähe von 0%, d.h. real von ca. -2%. Auch wenn das Renditeniveau deutscher Anleihen aufgrund der Turbulenzen in der Eurozone außergewöhnlich niedrig und nach unten überzeichnet ist, preisen deutsche Anleihen zumindest eine deutliche konjunkturelle Abkühlung ein.

Während aber für die USA aufgrund der skizzierten Initiativen die Aussicht auf eine Besserung der wirtschaftlichen Lage besteht, gibt es diese Hoffnung für die Eurozone in diesem Umfang nicht, da sich vor allem Deutschland bislang allen konjunkturpolitischen Maßnahmen verweigert. Zwar ist es angesichts einer Verschuldungsquote von über 80% der Wirtschaftsleistung richtig, die Haushaltskonsolidierung voranzutreiben. Gleichzeitig sollte sich aber die deutsche Regierung die Flexibilität bewahren, auf schwächeres Wirtschaftswachstum reagieren zu können. Deutschland hat sich viel zu lange auf die Nachfrage aus den so oft gemaßregelten Ländern mit einem Außenhandelsdefizit verlassen (die meisten Länder in der Eurozone), die für den größeren Teil der deutschen Export-

überschüsse verantwortlich sind und es versäumt, mehr für die Binnennachfrage zu tun. Die Rentenmärkte in den USA und in Deutschland scheinen anders als in der europäischen Peripherie nicht abgeneigt, öffentliche Defizite auch in Zukunft zu finanzieren, wie sich an den fast täglich neuen Tiefständen der Renditen ablesen lässt. Wichtig wäre jetzt ein entschlossenes Zeichen seitens der Politik gegen den Fatalismus der Finanzmärkte, man könne gegen den allgemeinen Abschwung sowieso nichts unternehmen.

Grafik 2: Das aktuelle Zinsniveau in Deutschland impliziert eine deutliche Wachstumsabschwächung



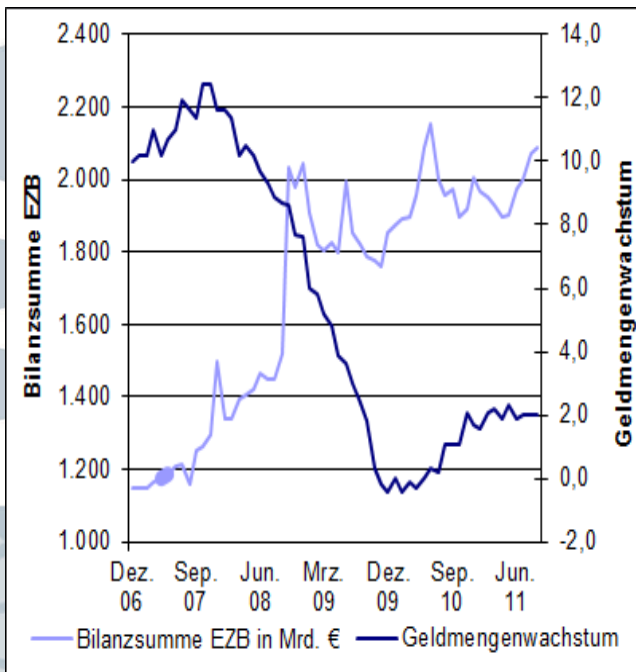
Die Rolle der EZB

Da die Politik als Impulsgeber zumindest in der Eurozone weitgehend ausfällt, bleibt nur noch die EZB als einzige handlungsfähige Institution übrig. Im Gegensatz zur amerikanischen Federal Reserve kann sie auch noch über konventionelle Geldpolitik die Finanzmärkte beeinflussen, indem sie die beiden letzten Zinserhöhungen wieder zurücknimmt. Darüber hinaus hat die EZB seit Beginn der Eurokrise im letzten Jahr ihre Ausrichtung stärker in Richtung der amerikanischen FED geändert, indem sie sich nicht mehr nur als Garant der Preisstabilität versteht, sondern auch konjunktur- und zunehmend finanzstabilitätspolitische Aspekte in ihren Entscheidungen berücksichtigt, soweit sie mit der Geldmengenentwicklung vereinbar sind. Zwar hat die EZB seit Beginn der Finanzkrise ihre Bilanzsumme um 50% ausgedehnt, trotzdem ist das Geldmengenwachstum nach wie vor so niedrig, dass aktuell nichts von Inflationsgefahren zu spüren ist (vgl. Grafik 3).

Umso unverständlicher ist in diesem Zusammenhang die deutsche Kritik an der neuen Rolle der EZB. Ohne ihr Eingreifen wären nicht nur große Teile des europäischen Finanzsystems insolvent, sondern die Eurozone wäre wahrscheinlich bereits auseinandergefallen.

Nach dem jüngsten Urteil des Bundesverfassungsgerichts ist der Schritt in eine europäische Fiskalunion mit einer deutlichen Aufstockung des Euro-Rettungsschirms (EFSF bzw. ESM) oder gar gemeinsamen Staatsanleihen noch unwahrscheinlicher geworden. Will man die Eurozone erhalten, wird es nicht ganz ohne eine (Teil-)Finanzierung der Budgetdefizite der europäischen Problemländer durch die EZB gehen, so wie es die Notenbanken der USA und Großbritanniens vorgemacht haben.

Grafik 3: Trotz der Ausweitung der Bilanzsumme der EZB verharret das Geldmengenwachstum auf niedrigem Niveau



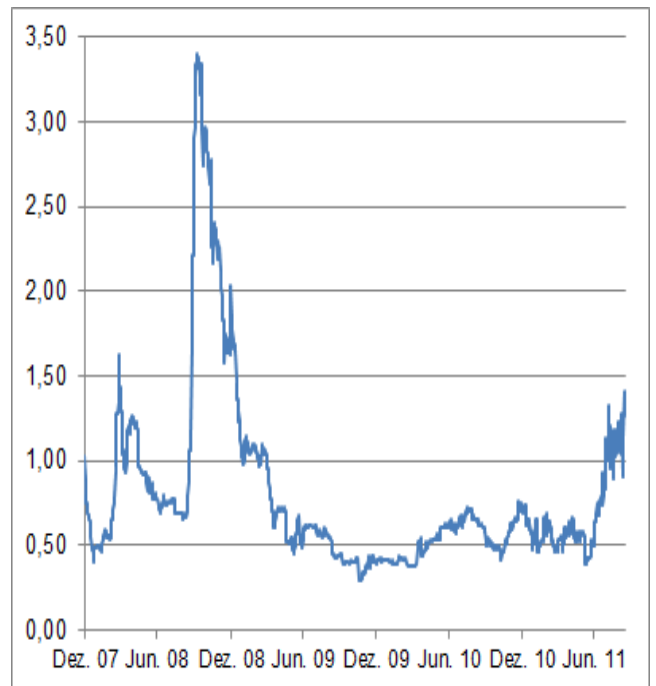
Die Probleme der Banken

Hauptleidtragender des politischen Gezerres in der Eurozone ist der Bankensektor. Amerikanische Geldmarktfonds verringern seit Monaten ihre Ausleihungen an europäische Banken, so dass die US-Dollar-Liquidität in Europa allmählich knapp wird. Auch untereinander misstrauen sich die Banken, wie sich an dem in jüngster Zeit wieder deutlich angestiegenen Aufschlag gegenüber dem risikolosen Zins für dreimonatige Ausleihung am Interbankenmarkt ablesen lässt (vgl. Grafik 4). Ohne die Unterstützung der EZB wären viele europäische Banken gezwungen, ihre Bilanz über die Einschränkung der Kreditvergabe zu verkür-

zen, was zu erheblichen volkswirtschaftlichen Verwerfungen führen würde.

Im Gegensatz zu 2008 kann man den Banken heute aber keinen Vorwurf machen, sie seien wegen des Kaufs von „Schrottpapieren“ in Bedrängnis geraten. Diesmal handelt es sich um ein vermeintlich sicheres Investment, nämlich Anleihen von Ländern der Eurozone. Schließlich müssen auch nach den neuen verschärften Eigenkapitalrichtlinien Banken ihre Bestände an diesen Anleihen nicht mit Eigenkapital unterlegen und auch die EZB hat seit jeher griechische Staatsanleihen ebenso gerne als Sicherheiten akzeptiert wie deutsche Bundesanleihen. Gerade aber die zweifelhafte Qualität der Anleihen aus der europäischen Peripherie hat das Vertrauen in die Banken, die traditionell ein Hauptabnehmer dieser Papiere sind, sinken lassen. Dadurch wurde eine sich immer schneller drehende Abwärtsspirale in Gang gesetzt: Die Finanzierungsschwierigkeiten der Banken verlangen staatliche Rettungsaktionen, die die öffentlichen Defizite anwachsen lassen und die Bonität der Staaten vermindern. Fallende Kurse der Staatsanleihen wirken sich aber wieder negativ auf die Bankbilanzen aus, weshalb weitere öffentliche Unterstützung nötig ist, usw.

Grafik 4: Die Risikoaufschläge am Interbankenmarkt sind wieder auf dem Niveau von 2009

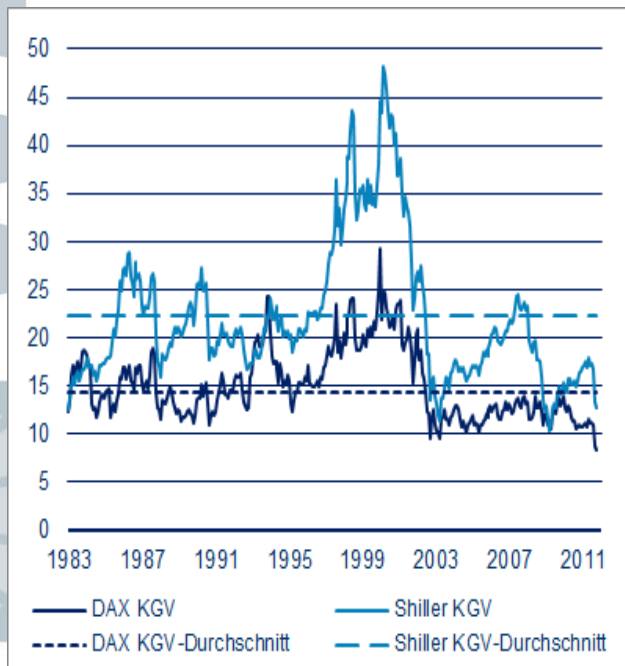


Um diesen Teufelskreis zu durchbrechen, ist eine ausreichende Kapitalausstattung des Bankensystems nötig, damit auch Abschreibungen von Staatsanleihen auf Marktwerte nicht zu einer Unterbilanz führen. Hierbei kann der europäische Stabilisierungsfonds

EFSF helfen, der nach der Ratifizierung durch die Mitgliedsländer Banken Eigenkapital zur Verfügung stellen kann. Ähnliche Maßnahmen haben 2008 zu einer Stabilisierung des US-Finanzsystems beigetragen. Nach Berechnungen von Barclays Capital würden €230 Mrd. an Eigenkapitalbeihilfen ausreichen, damit alle europäischen Banken Abschreibungen in Höhe von 50% auf Anleihen aus der europäischen Peripherie verkräften können und danach immer noch über die nach Basel III geforderte Mindest-Kernkapitalquote von 6% verfügen.

Die Angst vor der Insolvenz großer Teile des europäischen Bankensystems ist aber trotz aller Gerüchte unbegründet, da die meisten Institute als systemrelevant eingestuft werden und damit zumindest eine implizite Staatsgarantie besitzen. Der Kursverfall der Bankaktien an den Börsen hat vielmehr mit der Erwartung eines deutlich höheren Staatseinflusses zu tun, der im Einzelfall wie bei den irischen Banken oder der Hypo Real Estate in eine Verstaatlichung münden könnte.

Grafik 5: Die Bewertung des DAX ist so günstig wie seit langem nicht mehr



Quelle: Robert Shiller, IBES

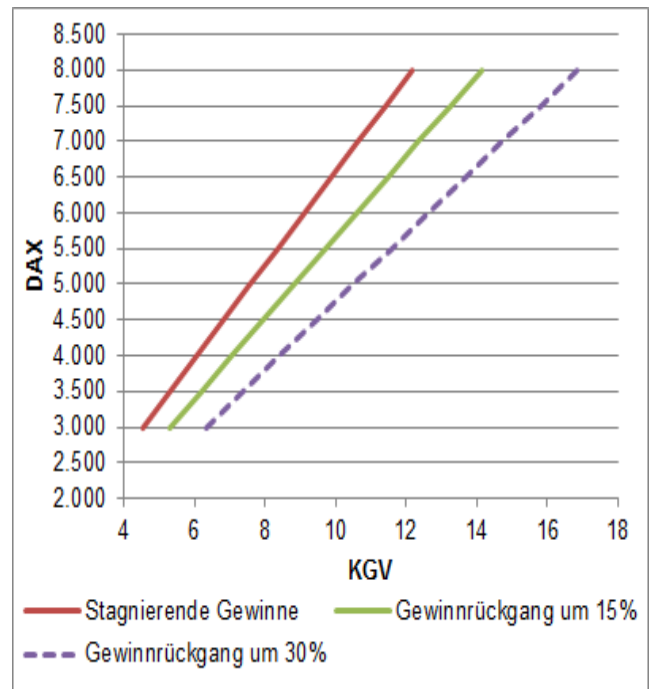
Implikationen für die Investmentstrategie

Durch die Turbulenzen an den Finanzmärkten über die letzten Wochen ist die Bewertung der „sicheren Häfen“ (Gold, deutsche Bundesanleihen, Schweizer Franken) immer teurer und die der riskanten Vermögenswerte (v.a. Aktien) immer billiger geworden. Gerade deutsche Aktien liegen sowohl auf Basis der Gewinne für 2011 (aktuelles KGV) als auch auf Basis der

durchschnittlichen Gewinne über die letzten 10 Jahre (Shiller KGV) deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt und in etwa auf dem Niveau der frühen 1980er Jahre, als der letzte große Bullenmarkt begann (vgl. Grafik 5).

Legt man ein KGV von 12 (der historische Durchschnitt liegt bei 14) zugrunde und unterstellt für 2012 einen Gewinnrückgang gegenüber 2011 um 30%, ergibt sich ein fairer Wert des DAX von etwa 5.500 Punkten, also etwa 10% über den jüngsten Tiefstständen (vgl. Grafik 6).

Grafik 6: Selbst bei einem Gewinnrückgang um 30% und einem KGV von 12 ergibt sich ein fairer DAX-Wert von 5.500 Punkten



Quelle: Deutsche Bank

Eine günstige Bewertung ist zwar eine notwendige, aber noch keine hinreichende Bedingung für steigende Aktienmärkte. Die Aktienmärkte werden sich erst dann nachhaltig erholen (im Gegensatz zu kurzfristigen Rallies, die jederzeit nach so einem starken Kursverfall einsetzen können), wenn sich die makroökonomischen Rahmenbedingungen stabilisiert haben.

Hierzu gehört zum einen die Bereitschaft Deutschlands, den geplanten fiskalischen Konsolidierungskurs zeitlich zu strecken und nicht auf die 2012 drohende konjunkturelle Abkühlung stur mit weiteren Sparmaßnahmen zu reagieren. Zum anderen muss eine strukturelle Lösung für die Krise in der Eurozone gefunden werden, deren Halbwertszeit über die bisherigen Ansätze hinausgeht.

Da eine deutliche Aufstockung des EU-Rettungsschirms in Deutschland politisch nicht mehr durchsetzbar ist, bleibt die EZB als einziger handlungsfähiger Akteur übrig. Die Kunst wird sein, einerseits die Peripheriestaaten zu weiteren Konsolidierungsbemühungen zu verpflichten und andererseits die negativen konjunkturellen Folgen mit geldpolitischen Maßnahmen abzufedern. Die richtige Mischung wird schließlich auch das Wohlwollen der Aktienmärkte finden. Bis dahin werden sie aber ein Spielball der täglich wechselnden Nachrichtenlage sein.

Auch wenn das aktuelle Bewertungsniveau am Aktienmarkt auf Sicht von 3 Jahren sehr attraktiv ist, muss das nicht zwangsläufig auch für die nächsten 3 Monate gelten. Für uns ergibt sich daraus als Konsequenz, dass wir die Aktienquoten nur sehr vorsichtig wieder aufbauen und uns auch noch nicht vollständig aus den sicheren Häfen (vor allem Gold) verabschieden werden.

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 Quelle für die Grafiken ist, so weit nichts anderes vermerkt ist, Bloomberg.