

Nr. 9, April 2012

„It's the economy, stupid“

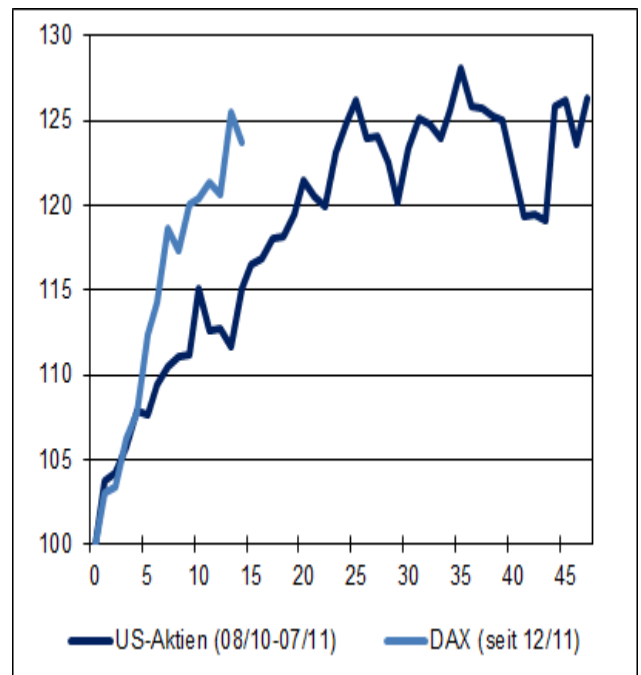
Dieser plakative Slogan Bill Clintons aus dem Präsidentschaftswahlkampf 1992 zielte auf den Amtsinhaber George Bush sen., der zwar große außenpolitische Erfolge vorzuweisen hatte (Beendigung des Kalten Kriegs und Gewinn des ersten Irakkriegs), aber die Rezession zu Beginn der 1990er Jahre nicht verhindern konnte. Das Image des wirtschaftspolitischen Versagers wurde Bush nicht mehr los und musste das Weiße Haus nach nur einer Amtszeit für Clinton räumen, mit dessen Amtsantritt die „goldenen 1990er Jahre“ mit Vollbeschäftigung, dynamischem Wirtschaftswachstum und haussierenden Aktienmärkten begannen.

Das wirtschaftliche Umfeld ist aber nicht nur für die amerikanische Politik von herausragender Bedeutung, sondern auch für die Entwicklung der Finanzmärkte. Letzteres ist allerdings in jüngster Zeit von vielen Marktteilnehmern verdrängt worden. Das Zauberwort heißt „Liquidität“. Die Zentralbanken rund um den Globus haben Geld in bislang nicht gekanntem Umfang in die Finanzmärkte gepumpt, ob durch den direkten Kauf von Staatsanleihen (hauptsächlich die FED und die Bank of England) oder durch die großzügige Kreditvergabe an den Bankensektor (die EZB hat in zwei Schritten im Dezember 2011 und Februar 2012 zusammen etwa €1.000 Mrd. an Krediten für 3 Jahre zu einem Zinssatz von 1% vergeben). Die Kredite der EZB sind die europäische Version des „Quantitative Easing (QE)“ der FED und haben auch die gleiche Wirkung auf den Aktienmarkt gehabt. Man erinnert sich: Im August 2010 deutete Ben Bernanke QE2 an, worauf amerikanische Aktien haussierten. Die gleiche Wirkung ging von der EZB-Politik aus, der DAX erholte sich deutlich von seinen Tiefständen im Herbst 2011 (vgl. Grafik 1).

Aber nicht nur Aktien haben profitiert: Seit Dezember haben so gut wie alle anderen riskanteren Vermögensklassen von Unternehmensanleihen, Anleihen aus Italien und Spanien bis zu Rohstoffen deutlich zugelegt. Die noch im Herbst 2011 zu beobachtende stark erhöhte Risikoaversion der meisten Anleger ist mittlerweile einer gewissen Sorglosigkeit gewichen - nach dem Motto: „Die Notenbanken werden es schon richten“. Man könnte in diesem Zusammenhang auch von einem „Draghi-Put“ sprechen. Dass die jüngste Rally aber im Wesentlichen liquiditätsgetrieben war, zeigt sich auch daran, dass die „sicheren Häfen“ wie US- oder deutsche Staatsanleihen zumindest nicht an Wert verloren haben. Hätten die Aktienmärkte hingegen nur auf das verbesserte makroökonomische Umfeld in den

USA reagiert, hätten steigende Aktienkurse eigentlich mit steigenden Anleiherenditen einhergehen müssen.

Grafik 1: Der Kursanstieg des DAX seit Dezember 2011 war noch stärker als die Reaktion amerikanischer Aktien auf QE2

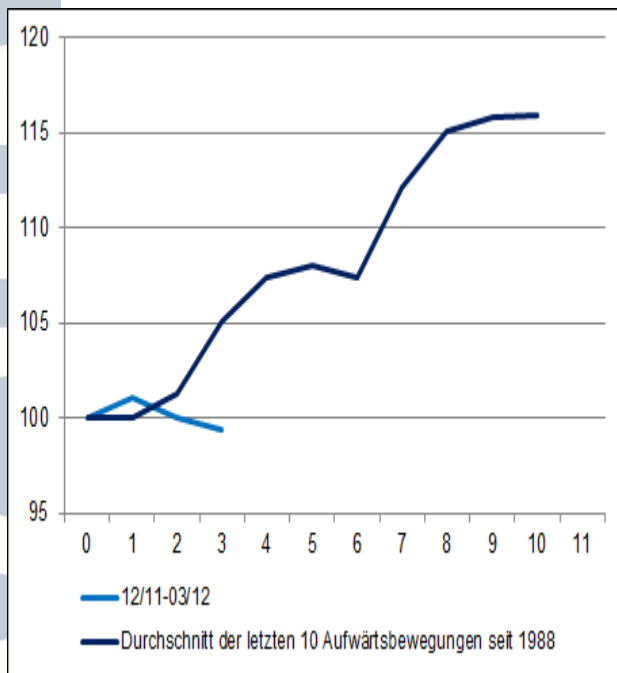


Merkmale einer typischen DAX-Rally

Nachdem der DAX seit Jahresbeginn um mehr als 15% zugelegt hat, stellt sich nun die Frage, ob dieser „Liquiditätseffekt“ für weitere Kursgewinne ausreichen wird. Eine klassische Dax-Rally entsteht aus der Kombination von Bewertungsausweitung (d.h. das KGV steigt an) und Gewinnwachstum, sie dauert 11 Monate und besteht aus zwei Phasen: In den ersten zwei Monaten ist der Kursanstieg typischerweise fast ausschließlich auf eine Bewertungsausweitung zurückzuführen. Gründe hierfür können die höhere Risikofreude vieler Investoren oder aber auch die oben beschriebenen Maßnahmen der Notenbanken sein. Die Gewinnentwicklung spielt in dieser Phase so gut wie keine Rolle. Dies ändert sich jedoch in der zweiten Phase. Die Gewinnentwicklung wird immer wichtiger. Bleibt sie hinter den Erwartungen zurück, gerät die Aufwärtsbewegung ins Stocken. Momentan sind wir am Beginn dieser zweiten Phase. Im Vergleich zum Durchschnitt der letzten 10 Aufwärtsbewegungen des DAX seit 1988 verläuft die aktuelle Gewinnentwick-

lung jedoch schleppender (vgl. Grafik 2). Um die Lücke im Vergleich zu früheren DAX-Rallys zu schließen, muss die Gewinnentwicklung an Dynamik gewinnen. Hierfür ist aber zuallererst eine Stabilisierung des wirtschaftlichen Umfelds nötig.

Grafik 2: Die Gewinnentwicklung des DAX ist bisher weniger dynamisch als in der Vergangenheit verlaufen



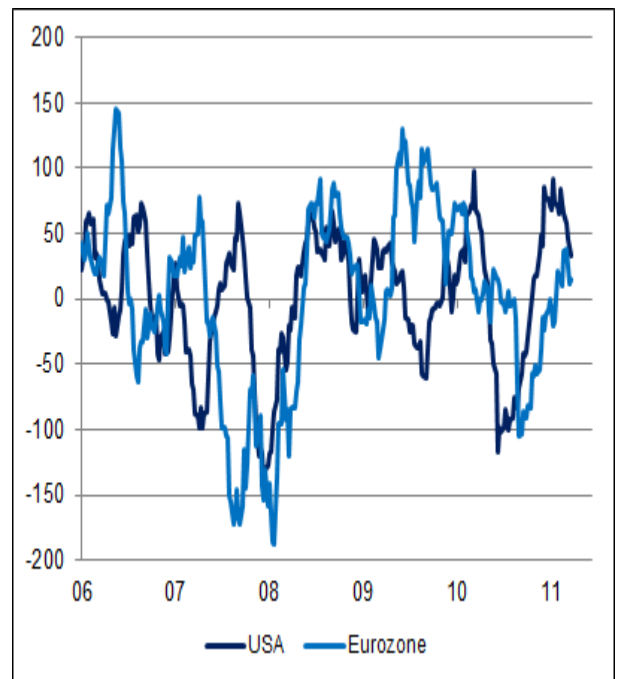
Konjunktur: Positive Überraschungen könnten zum Ende kommen, aber Erholung zur Jahresmitte

Seit dem Herbst haben vor allem die konjunkturellen Daten aus den USA positiv überrascht (vgl. Grafik 3: Ein positiver Wert der Economic Surprise Indizes der Citigroup bedeutet, dass die konjunkturellen Daten die Schätzungen übertreffen). In jüngster Zeit haben auch die Daten aus der Eurozone nachgezogen, auch wenn dort vor allem die südeuropäischen Länder unter den öffentlichen Sparanstrengungen leiden, die mittlerweile auch Deutschland zu spüren bekommt. Ein Ende dieser positiven Überraschungen könnte die Gewinndynamik der Unternehmen bremsen und damit eine Fortsetzung der Aktienmarktrally in Frage stellen. In dieser Hinsicht geben die Daten am aktuellen Rand Anlass zur Sorge, da sie teilweise unter den Erwartungen lagen, so dass die Economic Surprise Indizes von ihren jüngsten Höchstständen wieder zurückgefallen sind. Vor allem für die USA erinnert dieses Muster an das Frühjahr 2011, als sich das konjunkturelle Bild nach einem guten Start zunehmend eintrübte.

Noch ist es aber nicht so weit: Die Einkaufsmanagerindizes in den USA und China deuten weiterhin auf

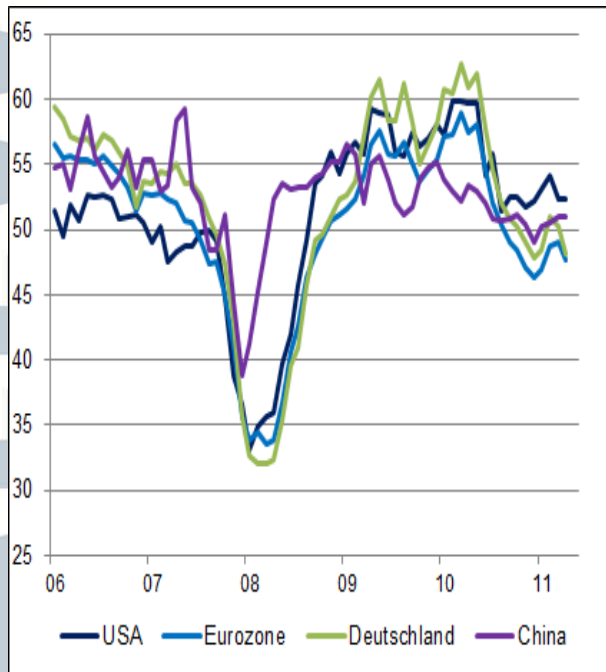
eine Expansion hin (vgl. Grafik 4), wozu nicht zuletzt die Notenbanken mit ihrer stark expansiven Geldpolitik beigetragen haben. Die wirtschaftliche Situation in den USA hat sich weiter stabilisiert. Die günstigere Beschäftigungssituation (zuletzt ist die Arbeitslosenquote auf 8,3% gesunken) und allmähliche Verbesserungen am Immobilienmarkt stärken das Verbrauchervertrauen und legen damit den Grundstein für ein sich selbst tragendes Wachstum. Dieses wird zwar nicht spektakulär sein, aber doch immerhin in etwa auf dem Niveau des Trendwachstums von 2,5% liegen. Außerdem hat die FED bereits signalisiert, die Geldpolitik weiter zu lockern, sofern sich eine erneute Konjunkturschwäche abzeichnen sollte.

Grafik 3: Economic Surprise Indikatoren: USA zuletzt etwas schwächer



Die Eurozone befindet sich in einer Rezession, die aber bereits im zweiten Halbjahr zu Ende gehen wird. Die großzügige Kreditvergabe der EZB hat wenigstens die Liquiditätsversorgung des Bankensektors verbessert, so dass sich die Kreditvergabebedingungen nicht weiter verschärfen werden. Der von Deutschland durchgesetzte EU-weite Fiskalpakt wird aber für mehrere Jahre ein unterdurchschnittliches Wachstum bewirken. Die Wirtschaft Italiens und Spaniens wird in diesem Jahr selbst nach Einschätzung der chronisch optimistischen EU-Kommission um etwa 1% schrumpfen, für die Eurozone insgesamt wird ebenfalls ein leichter Rückgang erwartet. Deutschland könnte hingegen, angetrieben von dem Wachstum in den USA und den Schwellenländern, positiv überraschen.

Grafik 4: Die Einkaufsmanagerindizes deuten auf eine verhaltene Expansion hin, auch wenn sie in Deutschland und der Eurozone zuletzt leicht rückläufig waren



Für die Schwellenländer innerhalb der G20 prognostiziert der IWF nach einem Wirtschaftswachstum von 7% im vergangenen Jahr eine Abschwächung auf gut 6%. Zuletzt hatte ja auch China sein Wachstumsziel für 2012 von den erwarteten 8,2% auf 7,5% gesenkt. In den Schwellenländern ist das Szenario einer weichen Landung aber immer noch am wahrscheinlichsten. In Brasilien und China sind die Einkaufsmanagerindizes wieder in die Expansionszone zurückgekehrt und auch in Indien haben die Frühindikatoren nach oben gedreht.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Phase der positiven Konjunkturüberraschungen erst einmal vorbei sein dürfte. Die nächsten Monate werden von gemischten Daten geprägt sein, erst im zweiten Halbjahr rechnen wir wieder mit einer stärkeren Belebung. Angesichts der historischen Parallelität zwischen dem Verlauf des ifo-Geschäftsklimas und des Gewinnwachstums deutscher Aktien deutet aktuell trotzdem nichts auf ein „Wegbrechen“ der Unternehmensgewinne hin (vgl. Grafik 5).

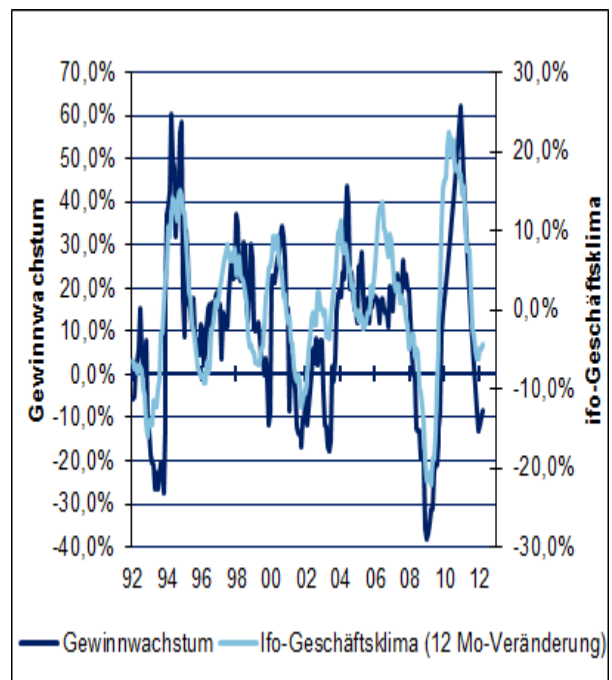
Ölpreisentwicklung stellt keine nachhaltige Bedrohung dar

Im Gegensatz zu den vielzitierten Risiken wie der Verschärfung der Eurokrise, einem Hard Landing in China oder der Zuspitzung der Verschuldungssituation in den USA ist der jüngste Ölpreisanstieg bislang weniger thematisiert worden. Brent ist seit dem Jahreswechsel

um knapp 20% gestiegen und liegt mit aktuell \$125 bereits wieder über dem Höchststand von 2011. Dabei hat der Ölpreis nicht nur von der expansiven Geldpolitik profitiert, sondern auch von dem angekündigten Importstopp für iranisches Öl, der viele Spekulanten auf steigende Ölpreise wetten ließ.

Gleichzeitig gibt es aber bisher auf dem globalen Ölmarkt keine Engpässe, woran die OPEC auch gar kein Interesse hätte. Vielmehr geht die Ölnachfrage in den westlichen Industrieländern zurück und auch das Nachfragewachstum in China liegt deutlich unter dem des Vorjahres. Solange also physische Engpässe ausbleiben (außerdem gibt es noch die strategischen Ölreserven als Puffer), werden die Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum begrenzt sein.

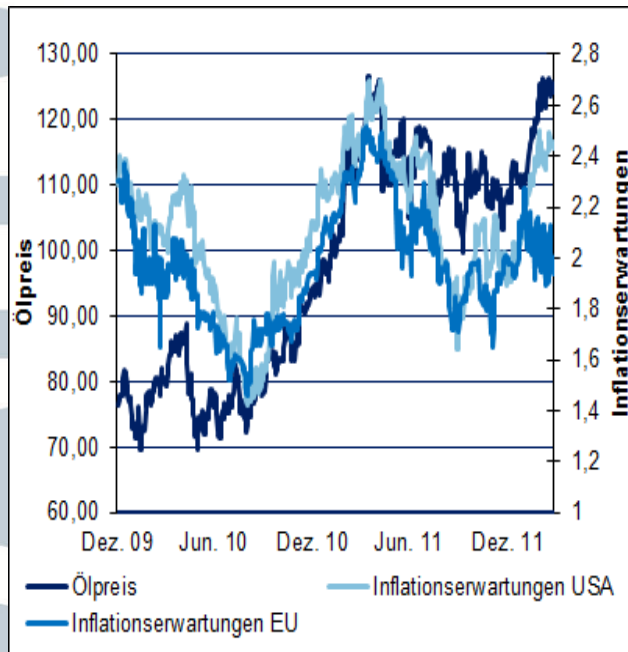
Grafik 5: Die Gewinnentwicklung deutscher Unternehmen ist durch das ifo-Geschäftsklima gut unterstützt



Unangenehm ist, dass die Inflationserwartungen typischerweise parallel zur Ölpreisentwicklung verlaufen (vgl. Grafik 6). Sollte es zu einer Verschärfung der Spannungen mit dem Iran kommen und beispielsweise die Straße von Hormus, durch die etwa 20% aller Öl-Exporte laufen, blockiert werden, kann nach Expertenmeinung der Ölpreis schnell in Richtung \$200 ansteigen. Sähen sich in einer derartigen Situation die Notenbanken gezwungen, ihre Geldpolitik wieder zu verschärfen, um die Inflationserwartungen zu bremsen, würde die Weltwirtschaft unweigerlich in eine Rezession zurückfallen. Diese Furcht halten wir allerdings für unbegründet. Anders als während der Ölkrisen 1973/74 und 1979/80 würden die Zentralbanken dies-

mal die dann zu erwartenden negativen Wachstumseffekte auf die Preisentwicklung berücksichtigen und ihre expansive Politik weiterverfolgen. Außerdem würde die Wahrscheinlichkeit für weitere Anleihekäufe durch die FED, d.h. QE3, zunehmen.

Grafik 6: Die Inflationserwartungen verlaufen parallel zum Ölpreis



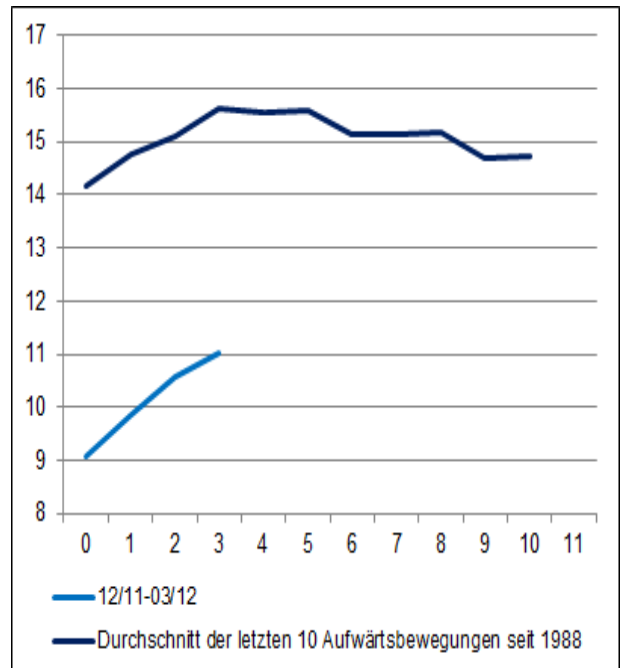
Die Aktienmarkt rally hat weiteres Potential, deutsche Anleihen sind anfällig für eine Korrektur

Selbst wenn die Gewinnschätzungen in den nächsten Monaten noch stagnieren oder sogar leicht rückläufig sein werden, heißt dies nicht zwangsläufig, dass die Aktienmarkt rally zu Ende sein muss, da deutsche Aktien selbst nach dem jüngsten Kursanstieg noch nicht teuer sind. Denn die aktuelle KGV-Bewertung liegt deutlich unter der durchschnittlichen Bewertung im Zuge der letzten 10 Aufwärtsbewegungen (vgl. Grafik 7).

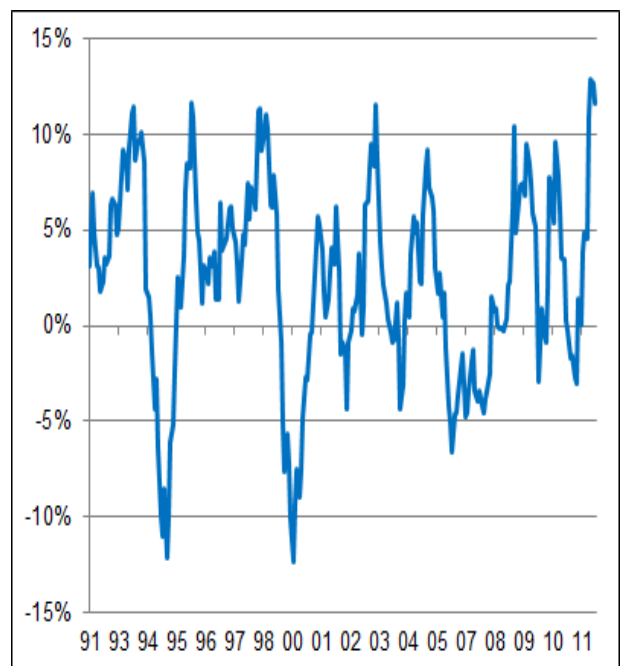
Auch der starke Kursanstieg des DAX seit Anfang Oktober (+35%) ist per se noch kein Grund für fallende Kurse. Rallies in dieser Größenordnung hat es in der Vergangenheit immer wieder gegeben. Anders verhält es sich bei deutschen Staatsanleihen: Die 12-Monatsperformance 10-jähriger deutscher Anleihen war mit +15% in den letzten 20 Jahren noch nie so hoch wie zuletzt (vgl. Grafik 8). In der Vergangenheit folgte auf eine Performance von 12% oder mehr ein deutlicher Rückschlag wie in den Jahren 1994, 1999, 2003/4 und 2009. Da anders als im Falle des Aktienmarkts Investoren zurzeit aber kaum mit einem Rückschlag bei deutschen Staatsanleihen rechnen, nimmt die Gefahr eines solchen spätestens im zweiten Halb-

jahr, wenn die Konjunktur wieder an Fahrt gewinnen wird, zu. Allerdings rechnen wir angesichts der weiterhin ungelösten Probleme in der Eurozone nicht mit einem stärkeren Zinsanstieg, da deutsche Staatsanleihen immer noch als der ultimative „sichere Hafen“ gelten.

Grafik 7: Das KGV des DAX liegt aktuell deutlich unter dem Durchschnitt der letzten 10 Rallies



Grafik 8: Die 12-Monatsperformance 10-jähriger deutscher Staatsanleihen (gemessen am Bund-Future) war noch nie so hoch wie aktuell



Da die Risikoprämie deutscher Aktien im Vergleich zu Anleihen nach wie vor sehr hoch ist, wird selbst ein Renditeanstieg den Aktienmarkt kaum belasten. Damit deutsche Aktien ihre Attraktivität gegenüber Staatsanleihen einbüßen (d.h. in Grafik 9 würde die blaue Linie unter ihren Durchschnittswert der letzten 15 Jahre (rote Linie) fallen), müsste die Rendite 10-jähriger deutscher Anleihen in Richtung 4% steigen (von aktuell etwa 2%), was schwer vorstellbar ist.

Fazit:

Auch wenn die nächsten Monate von einer gewissen konjunkturellen Unsicherheit geprägt sein werden, sind deutsche Aktien bewertungstechnisch nach unten gut abgesichert. Das wahrscheinlichste Szenario ist eine Seitwärtsbewegung, die ab der Jahresmitte von einem erneuten Kursanstieg abgelöst werden wird. Deutsche Staatsanleihen sind anfällig für Kursrückschläge.

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

Grafik 9: Die Risikoprämie für Aktien ist so hoch, dass die Bewertung auch im Falle eines deutlicheren Zinsanstiegs noch attraktiv ist



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.