



Bericht zum 1. Quartal 2012

Die Erholungsrallye setzte sich fort!

In einem turbulenten Jahr 2011 mussten insbesondere die Aktienmärkte Europas und der Emerging Markets große Rückschläge hinnehmen. Erst zum Ende des Jahres konnten sich die Märkte wieder beruhigen und die begonnene Erholung mündete im 1. Quartal 2012 in eine fulminante Erholungsrallye. Der deutsche DAX-Index erzielte z. B. das beste Ergebnis in einem 1. Quartal seit 14 Jahren und legte um knapp 18 % zu. Der im vergangenen Jahr sehr stabile Dow Jones Industrials Index in den USA konnte hingegen nur um 5,8 % zulegen. Ob der Anstieg durch Wirtschaftsdaten gestützt ist und welche weiteren wesentlichen Ereignisse das künftige Marktgeschehen beeinflussen können, möchten wir im Folgenden beleuchten.

Wirtschaftsentwicklung:

In den Emerging Markets ging das reale Wirtschaftswachstum im vergangenen Jahr zum Teil deutlich zurück. Zurückzuführen ist dies auf die hohen Inflationsraten, welche unter anderem ein Resultat der Preisanstiege bei Nahrungsmitteln sind. Diese machen in vielen Emerging-Markets-Ländern einen bedeutenden Anteil am Warenkorb aus. Mittlerweile sollte ein Tiefpunkt erreicht worden sein, von dem aus sich die realen Wachstumsraten stabilisieren und auch wieder steigen können. Durch die Entspannung an der Inflationsfront haben zudem die Zentralbanken einen größeren Lockerungsspielraum, was die Wirtschaftsentwicklung 2012 unterstützen wird. Die Emerging Markets sollten im laufenden Jahr mit über 5 % wachsen und damit einen signifikanten Beitrag zum Weltwirtschaftswachstum leisten können.

In den entwickelten Märkten zeigt sich ein gemischtes Bild. Während das Bruttoinlandsprodukt (BIP) in den USA im letzten Jahr mit rund 1,7 % gewachsen sein dürfte, sollte das Wachstum in diesem Jahr bereits leicht über 2 % ansteigen. In der Eurozone dagegen dürfte das Wachstum von 1,5 % im Jahre 2011 auf 0 % im laufenden Jahr zurückgehen. Vor allem die südeuropäischen Staaten, aber auch Belgien, werden aufgrund geplanter und zum Teil bereits umgesetzter Sparmaßnahmen vorübergehend in die Rezession rutschen. In einzelnen Euro-Ländern wie Griechenland, Spanien und Portugal dürfte das Umfeld auch über das Jahr hinaus schwierig bleiben.

Enteignung der griechischen Anleihe-Gläubiger:

Was anfangs als freiwilliger Schuldenschnitt für private Investoren titulierte wurde, entpuppte sich in den letzten Wochen als zwangsweise Enteignung (fast) aller Schuldner. Wie mehrfach berichtet, waren wir nicht in griechischen Anleihen investiert, dennoch lassen die Vorgänge in zweierlei Hinsicht aufhorchen:

Aufgrund der Überschuldung Griechenlands haben private Gläubiger (vorwiegend Banken) einem Forderungsverzicht von nominal 53,5 % und einer gleichzeitigen Verlängerung der Laufzeiten und Kuponreduzierung zugestimmt. Der Gesamtverzicht unter Einrechnung der veränderten Laufzeiten und Kupons dürfte sich final auf etwas über 75 % belaufen. Hierbei wurde jeder private Schuldner gefragt, ob er sich an dem Schuldenschnitt beteiligen möchte oder nicht. Immerhin 86 % der Schuldner akzeptierten den Schuldenschnitt.

Bereits im Vorfeld der Abstimmung hatte Griechenland sogenannte CAC-Klauseln (Collective Action Clause) eingeführt, mit denen aufgrund eines Mehrheitsbeschlusses die Anleihebedingungen im Nachhinein geändert werden konnten. Mit der nachträglichen, zwangsweisen Änderung wurden 2000 Jahre Rechtsgeschichte auf den Kopf gestellt. Bislang galt immer das Prinzip, dass geschlossene Verträge nicht einseitig abgeändert werden können. Dieses gilt leider nicht für Gläubiger von griechischen Staatsanleihen. Bei allen Gläubigern, die dem freiwilligen Schuldenschnitt nicht zugestimmt haben, erfolgte aufgrund der CAC-Klauseln ein zwangsweiser Schuldenschnitt im selben Umfang. Dieser Rechtsbruch erfolgte unter zumindest stillschweigendem Einverständnis der EU-Politiker.

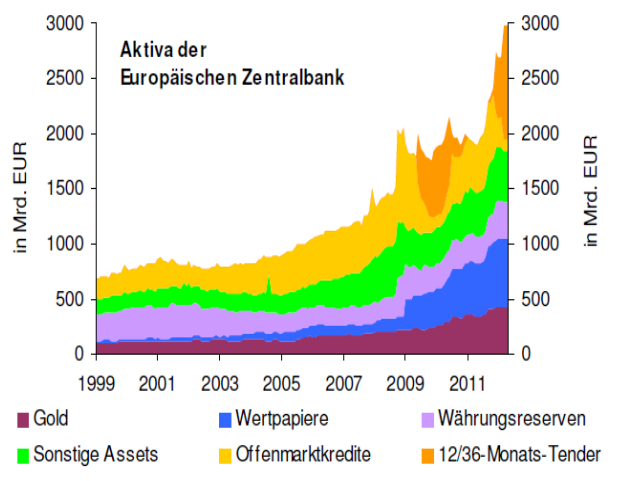
Damit aber nicht genug. Neben dieser rechtlich bedenklichen Vorgehensweise wurden Anleger in zwei Gläubigerklassen unterteilt: in die EZB, die mit über 50 Mrd. Euro einer der größten Gläubiger Griechenlands ist, und in die restlichen Anleger. Die EZB-Bestände wurden kurz vor dem Schuldenschnitt in Anleihen mit einer neuen Wertpapier-Kennnummer umgetauscht und vom Schuldenschnitt ausgenommen. Da die EZB die Anleihen weit unter dem Nominalwert von 100 % gekauft hat (vermutlich im Schnitt zu ca. 50 %), wird diese hierdurch, sofern kurzfristig kein weiterer Schuldenschnitt eintritt, enorme Gewinne erzielen können. Der Privatanleger, der dem Schuldenschnitt nicht zugestimmt hat und nun durch die Enteignung große Verluste hinnehmen musste, hat Pech gehabt. Etwas weiter gedacht kann man die zwangsweise Enteignung der Gläubiger auch als eine Sondersteuer für manche Anleger interpretieren.

Aus den Geschehnissen ziehen wir zwei Lehren:

- 1) Die Frage der Rechtssicherheit wird bei Anlagen an Bedeutung gewinnen (auch vor dem Hintergrund der Schuldenproblematik in den weiteren PIGS-Ländern).
- 2) Im Zweifelsfall wird zwischen einzelnen Gläubigerklassen unterschieden und diese werden nicht gleichbehandelt.

Übrigens ist trotz des hohen Verzichts die Verschuldung Griechenlands bei Weitem nicht in diesem Maße zurückgegangen. Der Schuldenstand von 160 % des Bruttoinlandsproduktes soll nun bis zum Jahr 2020 auf 120 % sinken. Da Griechenlands Wirtschaft am Boden liegt und das Land sich aktuell in einer Rezession befindet, dürfte Griechenland mittelfristig erneut vor großen Problemen stehen.

Quantitative Easing in der Euro-Zone:



Quellen: EZB, BANTLEON

Während man in der Vergangenheit in der Presse viel über die Quantitative-Easing-Maßnahmen der US-Notenbank FED lesen konnte, sind die Maßnahmen der EZB weitaus weniger medienwirksam.

Die nebenstehende Grafik zeigt, dass die EZB dabei der FED in nichts nachsteht und seit dem Amtsantritt von Mario Draghi nochmals deutlich expansiver agiert. Nach den Leitzinssenkungen direkt nach der Amtsübernahme kam es in den letzten Monaten zu einer Liquiditätsflutung des Bankensystems in Höhe von rund 1.000 Mrd. Euro (3-Jahres-

Tender). Alleine dieser hat die Bilanzsumme der EZB zuletzt um etwa 1/3 erhöht.

Die Liquiditätsflutung, bei der sich Banken zu Minimalzinsen von 1 % für drei Jahre bei der EZB refinanzieren können, hat verschiedene Auswirkungen. Zum einen ist die Refinanzierung von im Jahr 2012 fälligen Bankanleihen, welche zum Teil deutlich höhere Renditen aufweisen, zu günstigen Konditionen gesichert. Zum anderen - und hierauf dürfte die EZB primär abzielen - ermöglicht dies den Banken Käufe von Staatsanleihen. Sie kaufen europäische Staatsanleihen (aus den PIGS-Staaten) am Markt auf und hinterlegen diese bei der EZB als Sicherheit. Die Anleihen weisen je nach Land z. T. Renditen von deutlich über 5 % auf, sodass die Differenz zu den Finanzierungskosten von 1 % als Gewinn bei den Banken verbleibt. Durch die Maßnahme steigt die Nachfrage nach europäischen Staatsanleihen und die EZB muss hier nicht mehr wie im Vorjahr selbst als Käufer auftreten. Zudem fallen die Renditen der Anleihen und damit die Refinanzierungskosten für die Staaten. Darüber hinaus helfen die „risikolosen“ Gewinne den Banken bei der Sanierung der zum Teil immer noch angespannten Bilanzen.

Trotz der sehr expansiven Geldpolitik ist derzeit noch wenig Preissteigerungsrisiko in Sicht, da die aufgeblähte Geldmenge bis auf Weiteres im Finanzsystem gebunden sein wird. Sollten die Gelder jedoch z. B. über eine höhere Kreditvergabe der Banken in die Realwirtschaft fließen, kann sich dieses Risiko schnell und deutlich erhöhen. Die Preise dürften vorerst relativ stabil bleiben, das Risiko von deutlich steigenden Inflationsraten muss allerdings weiterhin mit großer Aufmerksamkeit beachtet werden.

Entwicklung der verschiedenen Anlageklassen:

Auch wenn verschiedene politische, konjunkturelle und geopolitische Risikofaktoren bestehen bleiben - die europäische Schuldenkrise ist auch nach dem Schuldenschnitt in Griechenland nicht ansatzweise gelöst -, spricht viel für eine Fortsetzung der positiven Marktentwicklung. Zu den positiven Faktoren zählen zum Beispiel das global zu erwartende Wirtschaftswachstum oder auch das monetär günstige Marktumfeld durch die expansive Notenbankpolitik.

Eine Rezession (wie in Europa erwartet) muss nicht zwingend schlecht für die Entwicklung der Aktienmärkte sein. Im Gegenteil, oft sind Rezessionsjahre ausgesprochen gute Börsenjahre. Entscheidend ist, ob sich nach einem Tiefpunkt die Lage wieder verbessert. Da sich im Rest der Welt die Lage 2012 verbessern wird, sollte sich dies auch positiv auf die Exporte Europas auswirken, sodass man auch hier einen Wendepunkt vermuten kann. Dementsprechend sind wir grundsätzlich von der positiven Kursentwicklung an den Aktienmärkten nicht überrascht. Beachtlich war jedoch der schnelle Kursanstieg. Auch wenn wir für die Aktienmärkte einen weiteren Anstieg bis zum Jahresende erwarten, lassen die Kurssteigerungen im 1. Quartal eine deutlichere Korrektur wahrscheinlich werden. Möglicherweise befinden wir uns bereits in dieser Phase.

Die Rohstoffmärkte hängen ebenfalls an der globalen Konjunktorentwicklung und sind im Vergleich zum Aktienmarkt zurückgeblieben. Daher bieten Rohstoffe derzeit ein besseres Chance-Risiko-Verhältnis als der breite Aktienmarkt. Innerhalb des Rohstoffsegments überzeugte im ersten Quartal vor allem das Rohöl, dessen Preisschub allerdings auch auf Ängste vor einem Iran-Konflikt zurückzuführen ist. Der Goldpreis dagegen hat seinen mittelfristigen Aufwärtstrend vorerst beendet. Die Gründe dürften in der Entspannung in Europa und in der wieder gestiegenen Risikobereitschaft der Investoren liegen. Die langfristig positiven Trends im Goldpreis bleiben aber derzeit noch intakt.

Die Zinsen deutscher Staatsanleihen bewegten sich auf niedrigem Level seitwärts. Hier kann für 10-jährige deutsche Staatsanleihen gerade noch eine Rendite von 1,8 % erzielt werden. In den süd-europäischen Ländern zeigte sich – auch durch die Maßnahmen der EZB – eine positive Entwicklung, vor allem italienische Staatsanleihen verzeichneten Kursgewinne. Wir halten auf den jetzigen Levels die europäischen und amerikanischen Staatsanleihe-Märkte nicht für interessant. Die erzielbaren Renditen sind u. E. zu tief und bei Schuldnern mit geringerer Bonität steht die oben beschriebene Rechtssicherheit des Rückzahlungsanspruches nicht zweifelsfrei fest. Deutsche Staatsanleihen sind, nicht zuletzt aufgrund der Fluchtbewegung der Investoren in dieses Segment, deutlich überbewertet. Eine Normalisierung kann hier zu deutlichen Kursverlusten führen.

Sehr gut entwickelten sich im ersten Quartal Unternehmensanleihen, High-Yield-Anleihen, Wandelanleihen und Emerging-Markets-Anleihen. Diese Segmente weisen unseres Erachtens ein deutlich besseres Chance-Risiko-Verhältnis auf. Aufgrund der zum Teil niedrigeren Schuldenquoten der zugrunde liegenden Unternehmen oder Länder und geringerer externer Einflussfaktoren (Politik!) sowie noch deutlich höherer Renditen können hier weiter gute Erträge erwartet werden.

Ihr Team von DR. HELLERICH & CO

Disclaimer

Alle Angaben wurden von uns sorgfältig recherchiert und erarbeitet. Dabei wurde zum Teil auf Informationen Dritter zurückgegriffen. Die Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf oder infolge von gesetzlichen Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben kann daher keine Gewähr übernommen werden. Die Inhalte stellen weder eine individuelle Anlageempfehlung noch eine Einladung zur Zeichnung oder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar.

Es werden lediglich Meinungen dargestellt, die ohne unsere Vorankündigungen wieder geändert werden können. Daneben können die in unseren Publikationen vertretenen Meinungen auch von aktuell umgesetzten Anlagestrategien der DR. HELLERICH & CO GmbH abweichen. Sofern Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen können. Quellen für Grafiken, soweit nicht anders vermerkt, Bloomberg. Soweit steuerliche oder rechtliche Belange berührt werden, sollten diese vom Adressaten mit seinem Steuerberater bzw. Rechtsanwalt erörtert werden.

Die Vervielfältigung dieser Informationen oder Daten, insbesondere die Verwendung von Texten, Textteilen oder Bildmaterial, bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung von DR. HELLERICH & CO GmbH.