



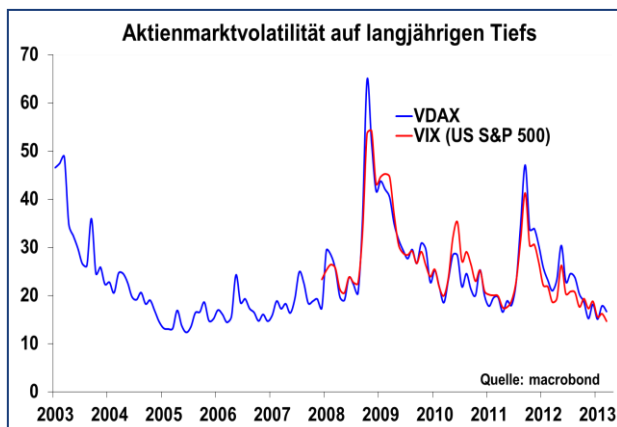
Quartalsbericht Q1 2013

Aktienmarktkorrektur nach freundlichem Start – Wetterleuchten oder aufziehender Sturm?

„DAX bei 8000 – Zeit zum Ausstieg“ – mit Schlagzeilen wie dieser im Handelsblatt vom 22. März hatten etliche Börsenbeobachter angesichts der Rekordstände internationaler Börsenindizes zur Vorsicht bei Aktien geraten. Mit Blick auf die jüngsten Kursverluste an den europäischen Aktienmärkten (und in geringerem Maße) an den US-Börsen können sich diese Mahner nun bestätigt sehen. In der Tat gibt es Argumente für Zurückhaltung bei Aktien, wie beispielsweise die aktuelle Konjunkturschwäche oder politische Unsicherheiten in Italien. Diesen scheint jedoch mit der aktuellen Korrektur weitgehend Rechnung getragen zu sein. Demgegenüber beginnen die anhaltende Niedrigzinspolitik und die verbesserte Ertragslage der Banken zunehmend positive Impulse für die Realwirtschaft auszusenden. Dies spricht für eine nachhaltige Besserung der Perspektiven, vor allem für die Aktienmärkte und mittelfristig auch für Rohstoffe. Hauptrisikofaktor für europäische Aktien ist dagegen der Euro. Eine zunehmende Stärke würde der Konjunktorentwicklung Schaden zufügen.

Nach den jüngsten Kurskorrekturen scheint die noch im ersten Quartal herrschende Euphorie an den internationalen Aktienmärkten erst einmal verpufft. In den USA hatte die Erleichterung über den Haushaltskompromiss und in Japan die enorme Geldvermehrung bis Anfang April für neue historische (bzw. Mehrjahres-) Hochs der Aktienindizes gesorgt. Seitdem scheint aber das Krisen gewohnte Europa wieder das (Börsen-) Zepter in die Hand zu nehmen und die Aktien auf Talfahrt zu schicken. Neue Hiobsbotschaften kamen hier aus Italien, wo sich nach den Wahlen wohl kaum eine stabile Regierung bilden lässt, aus Zypern (s. u.) und möglicherweise auch aus Slowenien, dessen Banken sich ebenfalls in Schieflage befinden. Gleichzeitig scheint die Rezession in den südlichen Ländern des Euroraums nicht enden zu wollen. Dies erinnert letztlich an 2012, als auf einen freundlichen Jahresbeginn erst einmal eine deutliche Korrektur an den Märkten folgte.

Gleichzeitig ist jedoch die Geldschöpfung im Vergleich zu den Vorjahren noch einmal deutlich ausgeweitet worden und bei der Sanierung des internationalen Bankensystems und der europäischen Bankenunion wurden beträchtliche Fortschritte erzielt (s. u.). Dies spricht zum einen für eine baldige Belebung der Konjunktur, wie sie in Unternehmensumfragen und „Frühindikatoren“ zum Ausdruck kommt, und damit für nachhaltig gute Perspektiven für Unternehmensgewinne und Aktien.



Diese grundlegende Einschätzung spiegelt sich in der abnehmenden Schwankungsbreite der Aktienmarktbebewegung, der sogenannten Volatilität, wider. Grundsätzlich gilt: Je geringer die Schwankungen, desto geringer die Unsicherheit bzw. desto höher der Optimismus der Anleger. Die Volatilitätsindizes, die den jeweiligen Optimismus an den Märkten anzeigen (für die deutsche Börse der V-DAX, für die USA der VIX), liegen aktuell auf dem niedrigsten Wert seit 2007, was aber auch zur Vorsicht mahnt!

Die Zypernkrise als willkommener Auslöser für Aktienmarktkorrektur

Dass Europa weiterhin Grund für Ungemach an den Märkten liefert, wurde am 18. März mit der Veröffentlichung des Zypern-Rettungsplans deutlich: Seit über einem Jahr war die Inselrepublik aufgrund der Überschuldung seines überdimensionierten Bankensystems bereits als Problemfall gehandelt worden. Aufgrund seiner geringen Größe (0,2 Prozent des EU-Bruttoinlandsprodukts) und Bevölkerung fand das Land allerdings wenig Beachtung sowohl bei Anlegern als auch auf dem politischen Parkett. Erst als die neu gewählte Regierung die Sanierung des Bankensystems forcierte, geriet das Land mit seinem Sanierungsplan vom 17. März in den Fokus der Marktteilnehmer. Denn nach dem Willen der heimischen Regierung und der EU war vorgesehen, auch kleinere Spareinlagen zur Rettung der Banken in Zypern heranzuziehen. Damit war für die Anleger nicht nur ein Vertrauensbruch eingetreten, sondern auch eine rote Linie des Sparer-schutzes überschritten. Denn bisher galt es als unumstößlicher Grundsatz in der EU, dass Einlagen unter 100.000 Euro bei Bankinsolvenzen geschützt bleiben sollten. Auch wenn die Regierungspläne auf Druck der Bevölkerung und internationaler Kritik entsprechend korrigiert wurden, bedeutet dies nun für die größeren Spareinlagen eine umso heftigere Belastung (s. Kasten).

Das Zypern-Rettungspaket
<ul style="list-style-type: none">• 37,5 Prozent der Spareinlagen über jeweils 100.000 EUR sollen in Aktien der Bank of Cyprus, der größten Bank Zyperns, umgetauscht werden.
<ul style="list-style-type: none">• Weitere 20 Prozent bleiben für drei Monate eingefroren, bis zur Feststellung des endgültigen Finanzbedarfs.
<ul style="list-style-type: none">• Die restlichen 40 Prozent sind grundsätzlich freigegeben, bleiben aber vorläufig Kapitalverkehrskontrollen unterworfen. Diese sehen bspw. maximale tägliche Abhebungen von 300 Euro oder Überweisungen in maximaler Höhe von 5.000 Euro vor.
Mit diesen Summen sollte ein Betrag von ca. 5 Mrd. Euro aufgebracht werden. Inzwischen wurde der Fehlbetrag bei den Banken jedoch auf über 22 Mrd. Euro berechnet und veröffentlicht. Der von Zypern aufzubringende Anteil würde sich mit über 13 Mrd. Euro mehr als verdoppeln. Gleichzeitig werden 10 Mrd. Euro vom europäischen Rettungsfonds sowie 1 Mrd. Euro vom IWF beigesteuert. Damit soll die Restrukturierung der größten Bank, der Bank of Cyprus, sowie die Abwicklung der zweitgrößten Bank Zyperns, der Laiki Bank, finanziert werden.

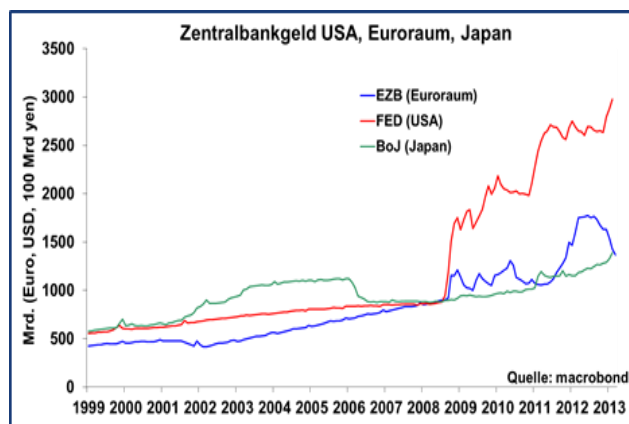
Alles in allem wird die Rettung Zyperns mit einer massiven Schrumpfung des Bankensektors, dessen Geschäftsvolumen in 2012 das 8-fache des Bruttoinlandsprodukts (BIP) ausmachte, einhergehen. Gemessen am EU-Durchschnitt müsste der Bankensektor um die Hälfte schrumpfen – mit entsprechenden Folgen für das BIP. Schätzungen der EU-Kommission zufolge ist für 2013 und 2014 zusammengenommen mit einem Rückgang des BIP um über 10 Prozent zu rechnen.

Die Notenbanken sind zu Taktgebern für die Aktienmärkte geworden

Zypern ist bisher lediglich das letzte Glied in einer Kette, die mit dem Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2007 im US-Immobilienmarkt ihren Ursprung nahm und seit 2008 weltweite Auswirkungen zeigte. Eine entscheidende Rolle bei der Sanierung der Wirtschaft haben seitdem die Notenbanken übernommen – allen voran die US-Notenbank (FED), gefolgt von der Europäischen Zentralbank (EZB), der Notenbank Chinas (PBOC) und jüngst der Bank von Japan (BoJ).

Im Gegensatz zu „normalen“ Abschwungsphasen haben sich die Notenbanken seit dem Ausbruch der Finanzkrise nicht mit klassischen Zinssenkungen begnügt, sondern massive Geldschöpfung betrieben. Diese Geldschöpfung hat unterschiedliche Namen wie „quantitative Lockerung“ in den

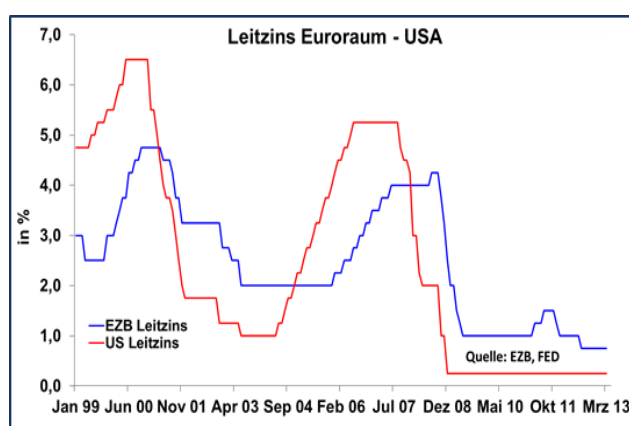
USA oder „Langfristtender“ bei der EZB. Immer ging bzw. geht es um die Ausgabe von Geldmitteln gegen Hereinnahme von verbrieften Schuldpapieren, die von Staaten, Banken oder Unternehmen emittiert werden. Die seitdem geflossenen Beträge lassen sich anhand der Bilanzen der Notenbanken quantifizieren und betragen in den USA allein fast 3.000 Mrd. US-Dollar, im Euroraum waren es bis zu 1.800 Mrd. Euro usw.. Ebenso wie die Zinssenkungen sind aber auch diese Maßnahmen nicht auf Dauer angelegt. Vielmehr ist geplant, das geschöpfte Geld wieder einzuziehen, sei es durch Verkauf der Papiere oder Rückzahlung der Tender durch die Banken.



Es lässt sich somit ein Zyklus von Geldschöpfung und Geldeinziehung erkennen. Dieser hat entscheidenden Einfluss auf das Kapitalmarktgeschehen. Die Gelder werden nämlich von den Adressaten, den Banken und sonstigen Geldhäusern wieder angelegt und treiben damit die Preise der entsprechenden Papiere. Jüngstes Beispiel ist die BoJ: Allein die Ankündigung einer massiven Geldmengenexpansion ließ die Börsenkurse (in Erwartung der Aktien) regelrecht explodieren. Ähnliche Effekte

waren in den USA oder in Europa an den Börsenindizes abzulesen. Wo stehen wir nun in Bezug auf die Geldpolitik in den verschiedenen Regionen?

Am weitesten fortgeschritten und am umfangreichsten ist der Prozess in den USA. Hier wurde bereits 2007 mit Zinssenkungen begonnen und in den Jahren 2008, 2010 und 2012 wurde in drei Stufen Geldschöpfung in zunehmendem Umfang betrieben. Das aktuelle Programm der „dritten quantitativen Lockerung“ beinhaltet Käufe der Notenbank von Staatsanleihen und Hypotheken in Höhe von 85 Mrd. Dollar monatlich bzw. 1.000 Mrd. Dollar jährlich. Damit scheint die Spitze der Geldschöpfung erreicht. **Mit einer Ziel-Arbeitslosenquote von 6,5 Prozent hat die FED bereits eine klare Marke für den Beginn von Zinserhöhungen gesetzt.** Dies könnte Anfang 2015 erreicht sein. Das aktuelle Geldschöpfungsprogramm (QE III) würde dann deutlich vorher, also bereits Anfang 2014, auslaufen.



Die EZB läutete dagegen erst im Oktober 2008 ihre Zinssenkungsrunde ein und schleuste die Zinsen innerhalb weniger Monate auf das Rekordtief von ein Prozent. Weitere Schritte waren die unbegrenzte Zuteilung von Geldern an Banken (Mengentender) im Jahr 2010, die Ausschreibung von 3-Jahres-Tendern Ende 2011 und schließlich die Senkung der Zinsen auf ein Rekordtief von 0,75 Prozent, gepaart mit der Bereitschaft zum unbegrenzten Aufkauf von Staatsanleihen im Juli 2012. Zusätzliches Geld

wird dagegen seit einem Jahr nicht mehr geschöpft. Zum jetzigen Zeitpunkt besteht eine größere Wahrscheinlichkeit, dass die Zinsen erst noch einmal gesenkt werden, bevor sie dann im kommenden Jahr bei verbesserter Konjunktur wieder zu steigen beginnen.

Die Bank of Japan begann ebenfalls 2008 mit einer Zinssenkung – allerdings vom bereits sehr niedrigen Niveau von 0,3 auf 0,1 Prozent. Seitdem wurden immer wieder Geldschöpfungsprogramme aufgelegt. Einen neuen massiven Impuls gaben jedoch der Regierungswechsel Ende 2012 und der

Wechsel der Notenbankführung. Nach der Vorgabe des neu gewählten Premiers Abe verkündete Anfang April der ebenfalls neu berufene Notenbank-Gouverneur Kuroda, dass die BoJ die Geldmenge bis Ende 2014 verdoppeln wolle, um ein Inflationsziel von mind. 2 Prozent zu erreichen.

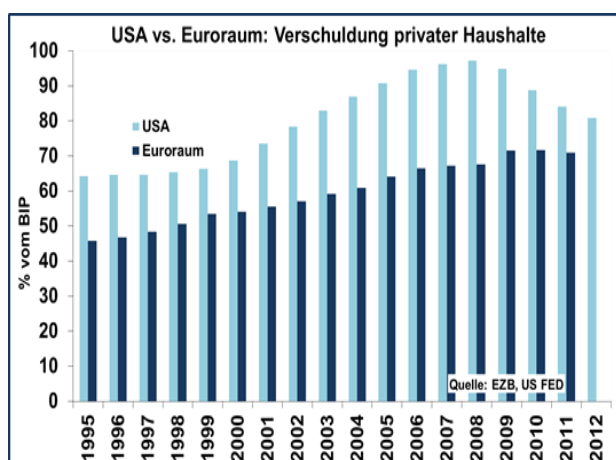
Für die USA ist zu erwarten, dass die Börsen noch mindestens bis Ende dieses Jahres von der Notenbank Impulse erfahren werden, deren Intensität aber höchstwahrscheinlich abnehmen wird. Dagegen dürften die Impulse für die Börsen in Europa deutlich geringer ausfallen – lediglich die niedrigen Zinsen wirken kursstützend. In Japan könnten die Finanzmärkte noch längerfristig von der Liquidität profitieren, wenngleich der Spitzeneffekt möglicherweise hinter uns liegt.

Viele Schwellenländer haben die Zinswende aber schon hinter sich. So hat die Notenbank Indiens bereits 2012 und die Notenbank Brasiliens aktuell damit begonnen, die Zinsen anzuheben. China könnte ab der Jahresmitte folgen. Allerdings werden die Zinsanhebungen vorerst keine Einbahnstraße bleiben, sondern neben den wirtschaftlichen Aussichten entscheidend vom Zustand der jeweiligen Bankensysteme abhängen.

Den Banken kommt die Schlüsselrolle für einen globalen Aufschwung zu

Gerade Zypern hat wieder einmal bestätigt, wie entscheidend das Bankensystem für die Aussichten der Kapitalmärkte ist. Dies zeigt sich am klaren Gegensatz zwischen der eher schwächeren Tendenz der europäischen Börsen auf der einen Seite und der fast ungebremsten Aufwärtsdynamik der Börsen der USA und Japans auf der anderen Seite. Denn anders als in den Jahren 2010, 2011 und 2012 scheinen sich die Finanzmärkte der USA und Japans sowie einiger Schwellenländer von den Problemen des europäischen Bankensystems weitgehend abgekoppelt zu haben.

Es stellt sich jedoch weiterhin die Frage nach der Nachhaltigkeit des Aufwärtstrends: Werden die aktuellen Liquiditätsspritzen durch die Notenbanken – sei es in Form von billigem Geld an Banken oder durch Aufkäufe von Staatspapieren – zu einer Anregung der Wirtschaftsaktivität führen? Denn letztlich belebt sich das Wachstum nur dann, wenn die Banken das billige Geld zu ebenso günstigen Konditionen weiterverleihen. In den letzten Jahren seit der Finanzkrise war aber dieser Mechanismus blockiert, weil sich die Kreditinstitute weltweit sanieren mussten – zunächst wegen der Immobilienkrise in den USA und seit 2010 wegen der Staatsschuldenkrise in Europa. Beides bescherte den Finanzinstituten immense Verluste (geschätzt 2.200 Mrd. US-Dollar). Die Folge war eine Beeinträchtigung des Eigenkapitals und damit ihrer Fähigkeit, Kredite zu vergeben.



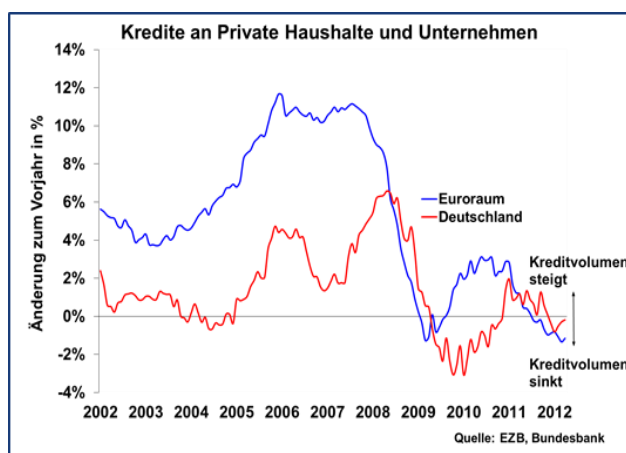
Aber auch die Nachfrage nach Krediten war durch den Konjunkturunbruch in Mitleidenschaft gezogen worden. Die Privathaushalte und die Regierungen mussten sparen, um von ihren hohen Schulden der Vergangenheit herunterzukommen. Aktuell wirken zwei gegenläufige Faktoren: Auf der einen Seite lockert sich jetzt der Sparzwang bei den Privathaushalten. So sind in wichtigen Ländern die privaten Haushalte mit ihrem Schuldenabbau gut vorangekommen. Dies gilt vor allem für die USA, China und die Euroländer wie Deutschland und Italien. Deshalb

scheint die private Konsumbereitschaft wieder etwas zuzunehmen. Auf der anderen Seite wirken die Altlasten für die Banken und die öffentlichen Haushalte nach und drücken weiter auf das Wachstum und damit auf die Aussichten für Gewinne und Aktienmärkte. Die Schlüsselrolle kommt

somit den weltweiten und vor allem den europäischen Banken zu. Gelingt ihnen eine deutliche Ausweitung der Kreditvergabe (bisher hindert die mangelnde Kapitalunterlegung dies) würde die Stimulation der Zentralbanken auch das produzierende Gewerbe erreichen.

Bei der europäischen Bankenunion liegt der Teufel im Detail (Abwicklung von Banken)

Vor sechs Jahren waren die Finanzinstitute Auslöser der größten Wirtschaftskrise der Nachkriegsgeschichte. Jetzt könnten sie den Nährboden für einen anhaltenden Aufschwung der Wirtschaft und Kapitalmärkte bilden. Dies zeigte sich besonders eindrucksvoll bei der Rede des Präsidenten der Europäischen Zentralbank Draghi am 25. Juli 2012, in deren Folge der Index für europäische Banken zeitweise um 60 Prozent zulegte. Sind die europäischen Banken aber nun tatsächlich über den Berg?



Sicher ist: Die Bereitschaft der EZB zum unbegrenzten Aufkauf von Staatsanleihen stellt eine enorme Entlastung dar. Denn damit wird weiteren Kursverlusten bei Anleihen ein Riegel vorgeschoben – was für Banken wiederum essenziell ist, stellen doch die Anleihen in ihren Büchern die wichtigsten Vermögenswerte dar. Mit anderen Worten: Die EZB sichert das Vermögen und damit die Eigenkapitalbasis der Kreditinstitute – eine notwendige Voraussetzung für die Kreditversorgung der Wirtschaft. Dies war notwendig, aber noch nicht ausreichend.

Denn auf die Branche kommen in den kommenden Jahren zunächst einmal weitere Belastungen zu: Stichwort Basel III, das unter anderem eine deutliche Erhöhung der Eigenkapitalanforderungen vorsieht. Die Unternehmensberatung McKinsey hat ausgerechnet, dass die Banken bis 2019 – wenn die letzte Stufe von Basel III in Kraft tritt – 1.200 Mrd. Euro an zusätzlichem Kapital aufnehmen müssen.

Gleichzeitig unterstreicht die vergleichsweise (zu den USA) geringe Profitabilität europäischer Banken die Notwendigkeit einer weiteren Konsolidierung dieses Sektors. Die aktuelle Konjunkturschwäche und damit verbunden das flauere Kreditgeschäft erhöhen den Druck in diese Richtung. Das Volumen ausgereicher Kredite ist seit 2011 rückläufig und lag zuletzt (Februar 2013) 1,25 Prozent unter dem Vorjahreswert. Dies stellte den stärksten Rückgang seit der Euro-Einführung dar.

Die entscheidende Rolle bei der Reform und Konsolidierung des europäischen Bankensystems kommt der europäischen Bankenunion zu. Denn erst mit der gemeinsamen Aufsicht und einem Abwicklungssystem wird der Zugang zu direkten Mitteln des Europäischen Stabilitätsmechanismus ESM geschaffen. Damit erhalten auch schwächere Institute die Möglichkeit, ihr Eigenkapital zu stärken. Dies würde die oben angeführten Probleme des Kreditgeschäfts deutlich wandeln.

Kaum scheint der erste Pfeiler der Bankenunion, die gemeinsame Bankenaufsicht, in trockenen Tüchern (Grundsatzvereinbarung vom 13. Dezember 2012), kreist die Diskussion um den zweiten Pfeiler, den Abwicklungsmechanismus bzw. „Restrukturierungsfonds“. Auslöser sind die für Juni geplanten Kommissionsvorschläge zu diesem Thema. Dabei sind die Fronten eindeutig: Während die EZB einen Abwicklungsmechanismus (auch Restrukturierungsfonds) für unerlässlich hält, bremst die deutsche Bundesregierung mit dem Hinweis auf notwendige Änderungen in den EU-Verträgen.

Hintergrund ist die Tatsache, dass bei Verlagerung der Abwicklungscompetenz die EZB auch Zugriff auf große Landesbanken erhielte und damit eine Hintertür zur Kontrolle des Sparkassensektors geöffnet würde.

Andere Elemente einer Bankenunion wie einheitliche Kapitalregeln bzw. eine Einlagensicherung scheinen eher noch weiter entfernt. Ein entscheidendes Datum könnte hier aber der 22. September, der Termin für die deutschen Bundestagswahlen darstellen. Denn gleich welcher Couleur dürfte sich eine künftige Bundesregierung auf europäischer Ebene wieder als entgegenkommend erweisen – vorausgesetzt, es kommt nicht zu einem Wahlerfolg euroskeptischer Kräfte wie der „Alternative für Deutschland“. Der Bankenunion kommt aber auch eine entscheidende Bedeutung in der Bewältigung der Staatsschuldenkrise zu, wie sich in nachfolgenden Überlegungen zeigt.

Die Verschuldung im Euroraum verbessert sich, die Lage bleibt jedoch ernst

„Wir bestätigen, dass es unbedingt erforderlich ist, den Teufelskreis zwischen Banken und Staatsschulden zu durchbrechen.“ (Erklärung des Europäischen Rates am 28.06.2012)

Erklärtes Ziel der Bankenunion war es, die Banken zu stabilisieren und damit auch die Staatsschuldenkrise lösbar zu machen. Die Stabilisierung scheint in den letzten neun Monaten eindrucksvoll gelungen zu sein. Mit den inzwischen gefassten Beschlüssen gingen die Renditen für 10-jährige italienische Anleihen um zwei, für spanische Anleihen sogar um fast drei Prozent zurück. Damit scheint zumindest der Wirkmechanismus von steigenden Zinskosten, zunehmender Verschuldung und damit erneut steigenden Zinskosten durchbrochen worden zu sein.

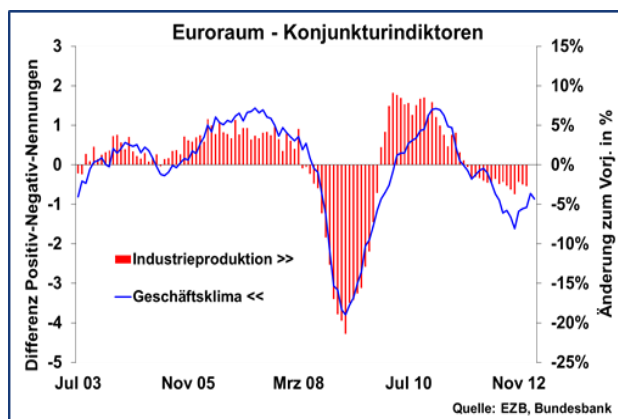
Ein anderer Teufelskreis erweist sich aber derzeit noch als gefährlicher: der aus Wirtschaft und Politik. Bestes Beispiel Italien. Hier hat der doch erfolgreiche Reformiermonti die Wahlen verloren, weil er sich vorwerfen lassen musste, durch seinen Kurs die Wirtschaft „kaputt“ zu sparen. Eine neue Regierung war zum Zeitpunkt der Berichtserstellung immer noch nicht in Sicht.

Auf jeden Fall scheinen die Entscheidungsträger in der EU sich mehr Zeit für die Rückführung der Neuverschuldung zu geben. Denn durch eine weitere Verschärfung des Sparkurses würde letztlich die Rezession vertieft und das Steueraufkommen weiter sinken. Jedes damit verbundene Sparziel wäre damit hinfällig. Somit ist die Entscheidung der EU-Regierungen nur zu begrüßen. Ganz nach dem Motto: Aufgeschoben ist nicht aufgehoben. Ohnehin stellt sich die Schuldensituation im Euroraum weniger kritisch dar als beispielsweise in den angelsächsischen Ländern. Zum einen ist die jährliche Neuverschuldung selbst im Problemland Italien mit zwei Prozent der Wirtschaftsleistung (BIP) deutlich niedriger als in den USA, Großbritannien oder in Japan, wo sie 2013 zwischen sieben und zehn Prozent des BIP liegen dürfte. Selbst das durch die Immobilienkrise stark getroffene Spanien schafft es mit einer Neuverschuldung von 6,5 Prozent des BIP im Jahr 2013 unter den Werten der Vergleichsländer zu bleiben. Zum anderen ist mit dem zu Jahresanfang in Kraft getretenen Fiskalpakt sogar ein Abbau der bestehenden Schulden auf die alte Maastricht-Grenze von 60 Prozent des BIP vorgeschrieben, ebenso die jährliche Kontrolle der Ergebnisse. Damit sind die Vorzeichen für eine nachhaltige Gesundung der Staatsfinanzen in Europa günstiger als jemals zuvor seit Beginn der Währungsunion. Vorausgesetzt, das Engagement lässt nicht nach!

Die Konjunktur im Euroraum hat einen steinigten Weg aus der Rezession vor sich

Entscheidend für die Anleger wie auch für die Bürger bleibt letztlich die Wirtschaftsentwicklung. Zwar scheint sich auch hier eine Erholung abzuzeichnen – wie sich an den Unternehmensumfragen zeigt. Aber nach den Erfahrungen zu Beginn des vergangenen Jahres, bei dem die

Konstellation ähnlich war, sind die Wirtschaftsexperten vorsichtig geworden. So rechnet die EZB bis



Mitte dieses Jahres mit einer Fortsetzung der Rezession und erst 2014 wieder mit einem mäßigen Wachstum von gut ein Prozent. Gleichzeitig bleibt die Konjunktur im Euroraum – wie schon in den vergangenen drei Jahren – tief gespalten. Während die Südländer, allen voran Spanien und Italien, dieses Jahr noch in einer tiefen Rezession stecken, werden sich in Deutschland die Wachstumskräfte behaupten können und zu einem Wachstum von 0,75 Prozent führen (Institut für Weltwirtschaft IfW).

In Südeuropa und in Frankreich ist es vor allem die anhaltend hohe Arbeitslosigkeit, die bei den Verbrauchern auf Kaufkraft und Stimmung drückt. Im gesamten Euroraum-Durchschnitt liegt die Quote bei 12 Prozent. Deshalb scheint es besonders wichtig, wenigstens die Unternehmen durch verbesserte Standortbedingungen zu fördern. Diesem Zweck dienen die Wirtschaftsreformen, die in Italien, Spanien und Frankreich angestoßen werden. Positiv ist darüber hinaus zu vermerken, dass die aktuell sehr niedrigen Zinsen letztlich die Kreditnachfrage und damit auch das Wirtschaftswachstum anregen werden. Zusätzlich profitiert Europa derzeit von seiner Rolle als konjunktureller „Nachzügler“ gegenüber anderen Regionen, vor allem den USA und China. Deren Nachfrage wird, wie sich in einigen Ländern bereits gezeigt hat, zunehmend den Exporten zugutekommen.

Die USA profitieren von der lockeren Geldpolitik und der höheren Kapitalbasis der Banken

Deutlich günstiger stellt sich in diesem Jahr die Situation von Banken und Wirtschaft in den USA dar. Dies zeigt sich an dem sogenannten Stresstest, den die US-Notenbank am 8. März unter den 18 größten landesweit tätigen Banken durchgeführt hatte. Dabei wurde untersucht, wie sich die Gewinn- und Kapitalsituation der Institute in einem sehr negativen Wirtschaftsszenario mit einer Zunahme der Arbeitslosigkeit auf 12 Prozent (aktuell knapp 8 Prozent), einem Rückgang der Aktienkurse um 50 Prozent und einem Rückgang der Immobilienpreise um 20 Prozent verhalten würde. Nur ein einziges von den untersuchten Instituten würde in einer derartigen Situation unter die Mindestkapitalnorm von fünf Prozent fallen und damit gestützt werden müssen (Ally Financial). Ein deutlicher Unterschied zur Situation während der Finanzkrise, in der nur wenige Institute wie JP Morgan oder Wells Fargo ohne staatliche Hilfe auskamen.

Die US-Banken (mit Ausnahme der Investmentbanken sowie spezialisierter Institute) haben gleich zwei besondere Vorteile gegenüber ihren europäischen Mitstreitern:

1. Aufgrund ihrer Tradition im Trennbankensystem fungieren sie ausschließlich als Finanzierer für Privathaushalte und kleinere Unternehmen einschließlich Immobiliensektor. Gerade diese Bereiche konnten sich durch die Niedrigzinspolitik und den Kauf von Hypothekenspapieren durch die Notenbank kräftig beleben. Für die Banken hatte dies gleich einen doppelt positiven Effekt: Zum einen verbesserte sich der Wert der von ihnen als Vermögensgegenstand gehaltenen Hypothekenanleihen, zum anderen kommt mit dem Immobilienmarkt nun auch die Kreditnachfrage und damit das Kerngeschäft der Banken wieder in Schwung.
2. Staatspapiere haben dagegen bei den US-Kreditinstituten als Vermögensanlage nur eine untergeordnete Bedeutung; die wichtigsten Investoren dieser Papiere sind Kapitalmarkt-

institutionen wie Pensionsfonds, Hedgefonds, große Vermögensverwalter sowie private Haushalte. Darüber hinaus befinden sich allein 30 Prozent der US-Anleihen in den Händen internationaler Investoren und der FED. Gleichzeitig gelten US-Anleihen aufgrund der Wirtschaftskraft des Landes sowie der Leitwährungsfunktion des Dollars als „sicherer Hafen“.

Insofern ist es auch nicht verwunderlich, dass die US-Banken seit 2012 wieder sehr aktiv in der Kreditvergabe sind. So nehmen allein die Konsumentenkredite aktuell mit einer jährlichen Wachstumsrate von sechs Prozent zu, während im Euroraum die Verbraucherkredite mit über drei Prozent rückläufig sind. Ähnliches gilt für Immobilienkredite, die in den USA in diesem Jahr um durchschnittlich zehn Prozent, jedoch im Euroraum um lediglich 1,4 Prozent zugelegt haben.

Vor diesem Hintergrund überrascht es nicht, dass sich in den USA in zunehmendem Maße ein selbsttragender Aufschwung entwickelt. Dies schlägt sich nicht nur in den optimistischer werdenden Unternehmensbefragungen nieder, sondern vor allem auch am Arbeitsmarkt. So wurden im letzten halben Jahr im Schnitt monatlich 200.000 neue Stellen geschaffen und das bei gleichzeitiger Erhöhung der Wochenarbeitszeit. Damit ist der Grundstein zur Festigung des privaten Verbrauchs – dem Hauptwachstumsträger – gelegt.

Auch vom Immobilienmarkt gehen erstmals seit 2008 wieder deutliche Wachstumsimpulse aus. Positiv wirken hier insbesondere die durch niedrige Zinsen belebte Nachfrage und die sinkende Arbeitslosigkeit.

Schließlich gewinnt auch die Industrie an Fahrt, was sich am Anstieg von Produktion und Auftragszugang zeigt. Im ersten Quartal nahm die Produktionsleistung gegenüber 2012 um 3,5 Prozent zu. Hier kommt neben der günstigen Gewinnentwicklung der Rückgang der Energiekosten (wir beleuchteten im Jahresbericht die Fracking-Technologie und deren Auswirkungen) zum Tragen. Für das Gesamtjahr ist mit einer weiteren leichten und ab 2014 sogar mit einer kräftigen Beschleunigung zu rechnen.

Einziges Wermutstropfen in diesem positiven Konjunkturausblick ist die Entwicklung der öffentlichen Haushalte. Da bisher keine Einigung über erforderliche Sparmaßnahmen erzielt wurde, verfügte Präsident Obama einen sogenannten Sequester, mit dem sozusagen nach der Rasenmähermethode Ausgabenkürzungen vorgenommen werden. Diese werden das Wachstum in diesem Jahr um 0,5 Prozent dämpfen. In den kommenden Jahren ist aber damit zu rechnen, dass sich negative und positive Effekte von Staatsseite wieder ausgleichen. Insofern dürfte das Wirtschaftswachstum 2014 über drei Prozent betragen und damit den höchsten Wert seit der Finanz- und Wirtschaftskrise erreichen.

Japan versucht mit einer Geldschwemme Wirtschaftswachstum und Inflation zu erzeugen

Mit der neuen Regierung unter Ministerpräsident Shinzo Abe wurde Japan mit einem Mal zum neuen Favoriten der Anleger. Seit Herbst 2012 profitierte der Aktienmarkt von der Aussicht auf eine stabilere Regierung nach den Wahlen. Denn seit 2006 – der ersten Amtszeit des neu gewählten japanischen Regierungschefs Abe – hatte die durchschnittliche Amtszeit japanischer Regierungen bei einem Jahr gelegen. Kurz nach den Wahlen kündigte dann Abe noch im Dezember 2012 ein Konjunkturprogramm in Höhe von 4,5 Prozent des BIP an (Deutschland müsste dafür etwa 110 Mrd. Euro aufwenden). Den endgültigen Turbo schaltete aber die Notenbank BoJ ein, als ihr neu gewählter Präsident Anfang April 2013 (s. oben) die Verdoppelung der Geldmenge bis Ende 2014 und ein Inflationsziel von mindestens zwei Prozent ankündigte.

Nur so ist es zu erklären, dass der japanische Leitindex NIKKEI 225 seit Mitte November 2012 mit einem Zuwachs von über 50 Prozent zum Performancespitzenreiter werden konnte. Mit über 13.000 Punkten erreichte der Index den höchsten Stand seit 2008, dem Beginn der Finanzkrise. Mittlerweile haben sich allerdings die Unternehmen von der Stimmung des Aktienmarkts anstecken lassen, wie der so-genannte Tankan-Bericht der BoJ, der sich auf Unternehmensbefragungen stützt, belegt. Bis der hohe Optimismus sowie das neu gedruckte Geld in der Privatwirtschaft ankommen, könnte allerdings noch einige Zeit vergehen. Ob das hoch verschuldete Land mit dieser Politik wirklich einen langfristigen Erfolg erzielen wird, bleibt fraglich. Die jüngsten Konjunkturdaten wie Produktion und Einzelhandelsumsatz zeigen noch keine große Bewegung. So rechnet der IWF in seinem jüngsten Halbjahresbericht auch nach Erhöhung seiner Prognose für 2013 und 2014 mit einem mäßigen Jahreswachstum von 1,5 Prozent.

China unternimmt die richtigen Schritte, aber der Anleger braucht langen Atem

Den Vorgaben des japanischen Aktienmarktes vermochte der chinesische Markt bisher noch nicht zu folgen, obwohl China bereits 2010 Japan als zweitgrößte Wirtschaftsmacht abgelöst hatte. Der Unterschied zwischen den beiden Giganten der Weltwirtschaft und ihren Märkten scheint vor allem in der zeitlichen Dimension zu liegen: Während die japanischen Regierungsverantwortlichen vor allem auf kurz- bis mittelfristige Stimulierung setzen, schlagen für China eher die längerfristig wirkenden Faktoren positiv zu Buche.

1. Am besten wird dies in der politischen Führung deutlich. Genauso wie Japan hatte China einen Führungswechsel Ende 2012, der im März 2013 mit der Wahl des Präsidenten seinen Abschluss fand. Jedoch hätte der Führungswechsel nicht gegensätzlicher sein können. Während in Japan mit Abe der bisherige Oppositionsführer die Macht übernahm, wurde in China das neue Führungsteam unter Staatschef Xi Jinping und Regierungschef Li Keqiang von der regierenden kommunistischen Partei bestellt. Offiziell also ein Neuanfang in Japan und Kontinuität in China. In der Praxis könnte jedoch genau das Gegenteil der Fall sein. Während Abe schon einmal Regierungschef war und letztlich die Politik der langjährigen Regierungspartei LDP wieder aufnimmt, geht man bei Li Keqiang davon aus, dass er durch Anti-Korruptions-Kampagnen die Verwaltungspraxis ändert.
2. Während in Japan die Regierung zusammen mit der Notenbank nach schnellen Heilmitteln wie Ausgabensteigerung und Geldmengenexplosion greift, ist man in China bestrebt, langfristig wirksame Strukturreformen durchzuführen. Hierzu zählen die Konvertierbarkeit der Währung oder die Ausweitung der in- und ausländischen Investorenbasis für die Aktienmärkte. Dadurch werden die Kapitalmärkte zunehmend internationalem Wettbewerb ausgesetzt und damit anpassungsfähiger.
3. Während Japan grundsätzlich eine eher geschlossene Wirtschaft darstellt, ist China mit einem Exportanteil von 35 Prozent am BIP für seine Größe ein extrem offener Markt. Westliche Markenprodukte sind hierbei als Statussymbole außerordentlich gefragt. Die Offenheit Chinas entspricht auch der besonderen Mentalität des auf Handel ausgerichteten Volkes. Demgegenüber stellt nun die neue chinesische Führung die Belebung des Binnenkonsums und die „Eroberung“ des eigenen Marktes an die Spitze ihrer Wirtschaftsziele!

Diese Unterschiede erklären auch die abweichende Entwicklung der Aktienmärkte. Zwar konnte der chinesische Aktienindex Shanghai Composite ähnlich wie der japanische Aktienmarkt von Dezember bis Anfang Februar 25 Prozent zulegen. Seitdem hat er jedoch die Hälfte der Gewinne wieder abgegeben. Die Gründe sind zum einen der bisher schleppende Aufschwung und vor allem die geringe Dynamik der Investitionen privater Unternehmen, zum anderen die Emissionsflut von

Aktien chinesischer Firmen. Dies wird sich erst mit der anstehenden Reform des chinesischen Aktienrechts ändern, die einige Jahre in Anspruch nehmen wird. Dennoch gibt es bereits jetzt Erfolge zu verzeichnen: Der Privatkonsum gewinnt tatsächlich an Bedeutung und die Inflation konnte vor allem im Immobilienbereich unter Kontrolle gebracht werden. Alles in allem hat der chinesische Markt sicher hervorragende Perspektiven, erfordert jedoch gleichzeitig von den Anlegern Geduld sowie die Auswahl der richtigen Segmente.

Fazit

Das Marktumfeld hellt sich sowohl von der Konjunktur- als auch von der Liquiditätsseite her weiter auf. Zwischenzeitliche Korrekturen, wie wir sie aktuell erleben, sehen wir eher als Wetterleuchten denn als aufziehenden Sturm. Wenngleich politische Risiken wie das Fehlen stabiler Mehrheiten in Italien, die deutschen Bundestagswahlen oder die schwelende Haushaltsdebatte in den USA immer wieder Rückschläge für die Aktienmärkte herbeiführen werden. Das aktuelle Umfeld extrem niedriger Zinsen sollte weiterhin für Aktien als renditeträchtige Anlageform sprechen. Von den immer wieder temporär auftretenden schwächeren Konjunkturindikatoren sollten sich die Anleger somit nicht in die Irre führen lassen. Vielmehr ist es wichtig, das Gesamtbild zu erkennen.

Rohstoffe ebenso wie Gold erscheinen unter langfristigen Aspekten weiterhin interessant. Bei Rohstoffen bremsen gegenwärtig die zögerliche Konjunkturerholung sowie steigende Fördermengen, bei Gold die derzeit noch sehr niedrigen Inflationserwartungen. Dies dürfte sich jedoch in den kommenden Jahren mit einer Verstärkung der Konjunkturdynamik ändern. Der jüngste Rückschlag beim Gold war in erster Linie auf den Bruch einer technischen Unterstützungslinie zurückzuführen. Dies nutzten viele Händler und Hedgefonds, um auf fallende Kurse zu spekulieren. Die Fakten, die im Umfeld der Geldmengenausweitung für Goldinvestments sprechen, haben jedoch weiterhin Gültigkeit.

Auf der Zinsseite sehen wir aufgrund wieder sinkender Inflationsraten weiteren Spielraum für fallende Renditen, wenngleich das Niveau bereits historisch tief ist. Auch japanische Investoren, die auf dem Heimatmarkt praktisch keine Zinsen mehr bekommen und gleichzeitig mit der initiierten Yen-Schwäche konfrontiert sind, werden ihre Suche nach Zinspapieren fortsetzen und damit die Renditen drücken. Sollte es im Zuge einer stärkeren Konjunkturdynamik schließlich zu einem Zinsanstieg kommen, wird dieser unseres Erachtens wegen der Überschuldung der G7-Staaten eher begrenzt ausfallen.

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. Quelle für Grafiken ist, 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.