



## Bericht zum zweiten Quartal 2013

### Alles gut oder alles schlecht?

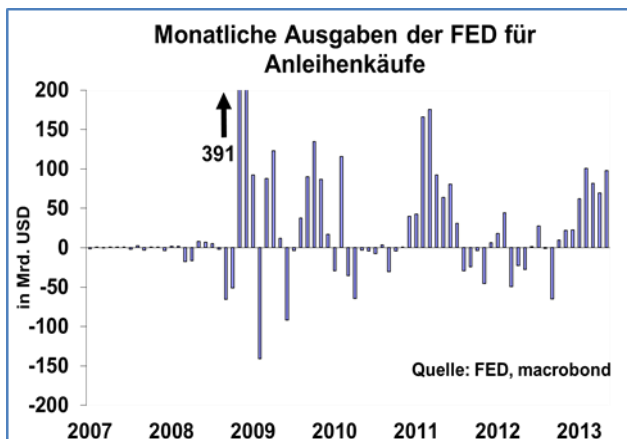
Wie ein Drogenabhängiger, der Angst vor dem Entzug hat, reagierten die Märkte nach der Ankündigung der US-Notenbank FED, die Politik des billigen Geldes im nächsten Jahr auslaufen zu lassen. So beschrieb eine große Finanzzeitung am 20. Juni die Reaktion der Märkte auf die Ankündigung von FED-Chef Ben Bernanke. Während die heftige Anfangsreaktion die Anfälligkeit der Kapitalmärkte für schlechte Nachrichten unterstreicht, deutet die nachfolgende Erholung nicht nur auf die Richtigkeit der Politik einer langsamen Zinswende hin, sondern auch auf eine Aufhellung des gesamtwirtschaftlichen Umfeldes.



Auffällig ist gleichzeitig, dass die Europäische Zentralbank (EZB) in ihrer Kommunikation mit Presse und Öffentlichkeit großen Wert darauf legt, dass die Zinstendenz vorerst abwärtsgerichtet bleibt. Nimmt man noch die insgesamt stimulierende Geldpolitik in Japan hinzu, so scheinen sich die Perspektiven für Aktien weiter aufzuhellen. In der Tat spricht derzeit vieles dafür, dass sich der Aufschwung für die Aktienmärkte in den kommenden Monaten weiter verbreitert und verfestigt.

Der Verlauf des zweiten Quartals zeigte auffallende Parallelen zum Vorjahresquartal – sowohl was die Abwärtsbewegungen als auch die anschließenden Erholungen angeht: Bis Mitte Mai konnte der DAX deutlich zulegen und mit etwa 8.500 Punkten – ebenso wie seine US-Pendants – ein historisches Hoch erreichen. Angetrieben wurde die Hausse durch anhaltende und reichliche Geldzufuhr seitens der Notenbanken sowie durch eine Verbesserung der Konjunkturdaten.

Danach ließ die Dynamik – aufgrund einiger „Zins-Warnschüsse“ der FED – zunächst nach, um Ende Juni in eine kurze, aber heftige Korrektur zu münden. Auslöser hierfür war die Ankündigung



der FED, das Anleihekaufprogramm (QE3) innerhalb der nächsten zwölf Monate auslaufen zu lassen. Dies wurde von den Märkten umgehend mit steigenden Renditen bei Anleihen quittiert, führte zu einem Einbruch der Rohstoffpreise und einem deutlichen Rückschlag der Aktienkurse. Letztlich wurden alle Anlageklassen gleichermaßen getroffen. Im Rentenbereich litten insbesondere die Anleihen von Schwellenländern und Euro-Peripherieländern sehr stark unter dem Zinsanstieg. Dabei hat sich eigentlich kaum etwas geändert – zumin-

dest nicht in den Einstellungen und den Absichten der US-Notenbank, die allerdings zum ersten Mal seit Beginn der Finanzkrise aus Sicht der Anleger Negatives für die Kapitalmärkte verkündete.

Nur drei Wochen brauchten die Märkte, um sich von den Einbrüchen zu erholen. Zu Beginn des dritten Quartals konnte der DAX-Index bereits wieder die 8000er-Marke zurückerobern. Dies kann unter anderem auch als Indiz für eine allmähliche Überwindung der Eurokrise gewertet werden.

Für den Marktbeobachter scheinen drei Schlussfolgerungen angebracht:

1. Der im letzten Jahr begonnene Aufwärtstrend an den Aktienmärkten befindet sich im Frühstadium – was auch durch die geringe Volatilität, gemessen am VDAX, bestätigt wird.
2. Rücksetzer zeigen eine gesunde Skepsis und bieten letztlich Kaufgelegenheiten.
3. Das Gleiche gilt umgekehrt auch für die Rentenmärkte: Die Niedrigzinsphase ist noch nicht zu Ende, Zinsanstiege wie Ende Juni können nicht fortgeschrieben werden. Unternehmensanleihen und höher verzinsliche Staatsanleihen (z. B. aus Südeuropa) bleiben attraktiv.

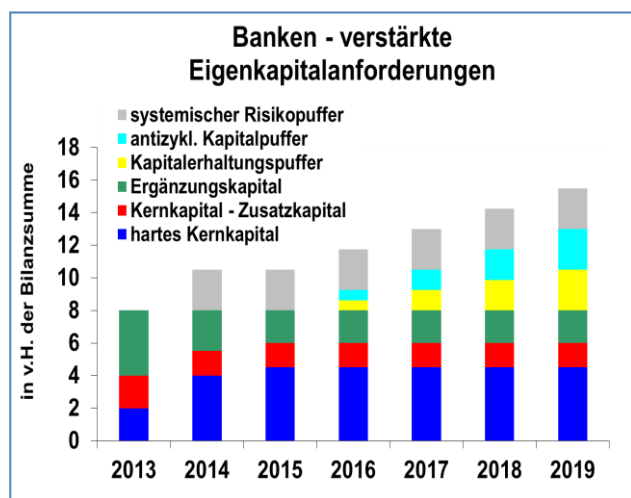
Diese Einschätzungen bzw. Prognosen setzen allerdings voraus, dass das bisherige Bild einer moderaten Konjunkturerholung mit insgesamt mäßigem Preisanstieg von maximal 2 bis 2,5 Prozent intakt bleibt, was wir im Folgenden überprüfen möchten.

### Europäische Bankenunion – „besser gründlich als schnell“ sollte das Motto sein

Neben dem Fiskalpakt und den wirtschaftlichen Strukturreformen kristallisiert sich die europäische Bankenunion immer mehr als eines der drei Kernelemente bei der Überwindung der Eurokrise heraus.

In einer Reaktion auf die Grundsatzentscheidung für die Bankenunion warnten die Analysten der Deutschen Bank vor einem Jahr bereits vor Schnellschüssen: „Bankenunion – besser gründlich als schnell“, war ihr Resümee. Die Bedenken scheinen bei der deutschen Bundesregierung angekommen zu sein. So zeigt sich die Gestalt der Bankenunion zunehmend klarer, während sich gleichzeitig das Startdatum nach hinten verschiebt. Ursprünglich war der Beginn der gemeinsamen Bankenaufsicht für Anfang dieses Jahres avisiert, inzwischen liegt ein realistischer Termin wohl im vierten Quartal 2014.

Dabei scheint die erste Säule der Bankenunion, die gemeinsame Bankenaufsicht, mittlerweile weit fortgeschritten zu sein. Dies betrifft sowohl die Gestaltung der gemeinsamen Aufsicht als auch ihre



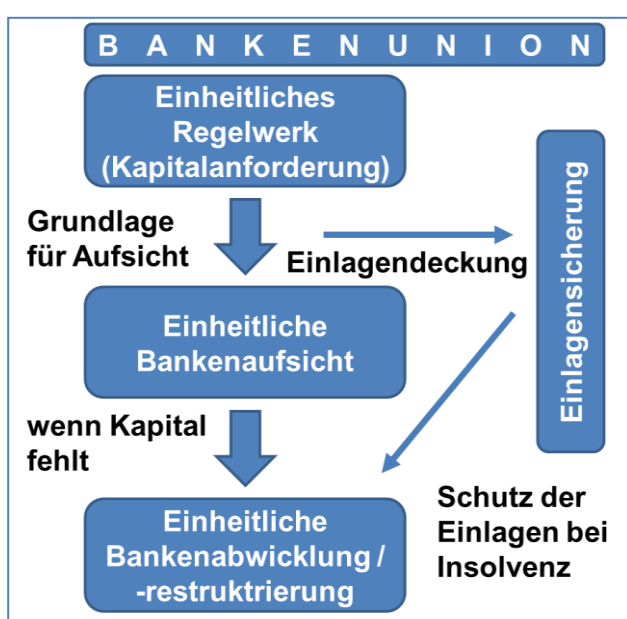
Kompetenzteilung mit nationalen Behörden. Die EZB wird noch in diesem Jahr mit der Prüfung der Bilanzen der großen Banken beginnen. Jedoch wird die komplizierte Organisation kaum vor Mitte kommenden Jahres abgeschlossen sein. Wichtiger aber ist die Tatsache, dass mittlerweile erkannt wurde, dass vor- und nachgelagerte Schritte zeitgleich oder sogar vorher auf den Weg gebracht werden müssen: Denn zunächst einmal müssen die Spielregeln feststehen, nach denen die Aufsicht vorgehen soll, im Fachjargon als „einheitliches Regelwerk“ bekannt. Vorrangig geht es um gemein-

same Kredit- und Eigenkapitalregeln für das Bankgeschäft. Die Regeln waren Ende Juni vom Europäischen Parlament verabschiedet worden, gerade noch rechtzeitig, um Anfang 2014 in Kraft tre-

ten zu können. Damit werden die erhöhten Eigenkapitalanforderungen für Banken – Stichwort: Basel-III-Regeln – zu greifen beginnen.

Diese Anforderungen haben bei den 6000 betroffenen Banken im Euroraum bereits zu großen Anstrengungen und zusätzlichen Verwaltungsaufwendungen geführt. In diesem Zusammenhang scheint nun ein unmittelbarer Übergang von der Landes- zur EZB-Aufsicht nur schwer zu bewältigen zu sein.

Als nachgelagerten Schritt zur gemeinsamen Bankenaufsicht geht es nun – nicht zuletzt auf Drängen von EZB und Bundesbank – um einen gemeinsamen Restrukturierungsmechanismus, also die Behandlung von Krisenfällen unter den Banken. Denn, so die plausible Argumentation, was nützt es, wenn eine Bank als Not leidend erkannt wird, aber nicht klar ist, welche weiteren Schritte zu erfolgen haben. Letztlich geht es um die entscheidende Frage der Abwicklung oder Zuführung neuen Kapitals.



Gerade bei der Bankenabwicklung ist nun ein Streit zwischen der deutschen Regierung und der EU-Kommission entbrannt. Während die EU-Staats- und Regierungschefs in ihrem Beschluss vom 27. Juni die Abwicklung prinzipiell auf nationaler Basis durchführen wollen, sieht der Vorschlag der EU-Kommission vom 10. Juli die Kernkompetenz auf europäischer Ebene vor. So soll die letztendliche Entscheidung über das Schließen oder die Kapitalzuführung und Rettung einer Bank bei der EU-Kommission liegen, die sich dabei eines gemeinsamen Restrukturierungsfonds mit einem Kapital von 55 Mrd. Euro bedienen kann. Weniger kontrovers diskutiert wird dagegen die grundsätzliche Haftungsfrage im Falle von Bankenschieflagen.

- Hierzu gehört zunächst eine „Haftungskaskade“, wenn eine Bank insolvent wird. Wichtig dabei ist vor allem, dass neben der üblichen Reihenfolge der Haftung der Kapitalgeber 1.) Aktionäre, 2.) Inhaber von Nachranganleihen, 3.) Inhaber von vorrangigen Anleihen nun auch 4.) Sparer mit Einlagen über 100.000 Euro für die Kapitalzufuhr herangezogen werden können. Allerdings werden sie, ähnlich wie in Zypern, erst am Ende der Kette stehen.
- Zwischen die Sparer und die Kapitalgeber wird jedoch noch ein Haftungsfonds geschaltet, der aus Gebühren der Banken gespeist wird. Der Beitrag soll bei 0,8 Prozent, bezogen auf die Hälfte der Einlagen über 100.000 Euro, liegen. Für den gesamten Euroraum wären das 55 Mrd. Euro, für Deutschland 16 Mrd. Euro. Der Betrag soll innerhalb von zehn Jahren aufgebracht werden.
- Erst nach den Sparern wird ein Zugriff auf den ESM und damit letztlich auf den Steuerzahler möglich sein. Eine Gesamtsumme hierfür wurde nicht festgelegt, man geht aber von etwa 50 bis 70 Mrd. Euro aus.

Hinter diesen nüchternen Zahlen stecken zwei äußerst brisante Tatsachen. Zum einen ist eine Inanspruchnahme dieser Kapitalhilfen in den kommenden Jahren wahrscheinlicher als in der Öffent-

lichkeit zugegeben wird. So schätzt die bekannte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Ernst & Young den gesamten Kapitalbedarf europäischer Banken, um den Basel-III-Vorschriften nachzukommen, bis Ende des Jahrzehnts auf 770 Mrd. Euro. Das wären über 100 Mrd. Euro jährlich, per saldo so viel wie das gesamte Volumen der beschlossenen Hilfsfonds (einschließlich ESM). Zum anderen wurde auf Druck Deutschlands ein entscheidender Wechsel in der bisherigen Praxis der Bankensanierung vollzogen. Statt der Staaten sollen primär private Träger bei der Bankensanierung zur Kasse gebeten werden. Dies wird letztlich dazu führen, dass Kapital und damit auch Kredite teurer und möglicherweise auch knapper werden.

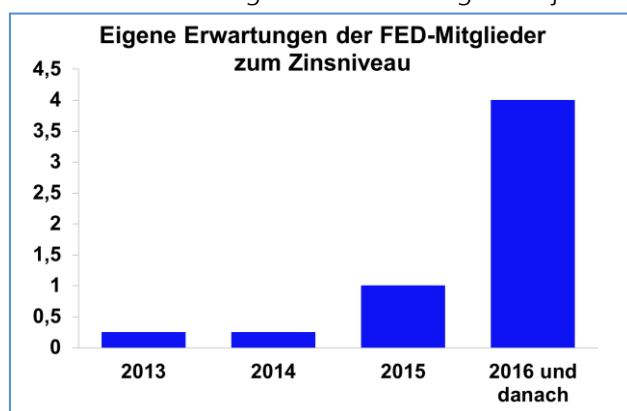
Damit hofft man letztlich, solche Exzesse, die zu den Wirtschaftskrisen 2001 und 2008 geführt haben, zu vermeiden und somit eine stabilere Wirtschaftsentwicklung erreichen zu können. Gleichzeitig könnte dies aber auch zu einer restriktiveren Kreditvergabe und damit langfristig niedrigeren Wachstumsraten führen.

### Die lockere Geldpolitik kommt auf den Prüfstand – vorerst aber nur in den USA

Die Aussagen Ben Bernankes vom 19. Juni dürften letztlich die neue Weichenstellung hinsichtlich der zukünftigen internationalen Geldpolitik darstellen – trotz der später vorgenommenen Relativierungen. Zumindest wird damit der jahrelange Wettlauf zur größtmöglichen geldpolitischen Lockerung, in dessen Verlauf die Notenbanken bisher etwa 5.000 Mrd. Euro an Liquidität in den Markt gebracht haben, vorerst beendet.

Statt die Geldquellen für die Wirtschaft weiter sprudeln zu lassen, will die FED in den kommenden Monaten den Stimulus auslaufen lassen. Dies bedeutet aber, wie die FED selbst betont, keineswegs, dass damit bereits die „Zinsbremse“ gezogen wird. Vielmehr ist nur daran gedacht, die Anleihekäufe von derzeit 85 Mrd. \$ pro Monat allmählich zu reduzieren und bis Mitte 2014 vollends zu beenden. Dies entspräche letztlich dem wirtschaftlichen Effekt einer Zinsanhebung um ca. 0,05 Prozent pro Monat. Doch die FED wird auch nach dieser Ankündigung ihre Flexibilität nicht aufgeben. So zeigen die letzten Statements auch, dass alles natürlich weiterhin von Konjunkturdaten, Arbeitslosenrate und Inflationsentwicklung abhängt. Auch eine wieder aufflackernde Eurokrise könnte das Vorhaben einschränken.

Sollte alles planmäßig positiv verlaufen, wäre die erste Zinsanhebung wohl Anfang 2015 zu erwarten. Eine vollständige Normalisierung wäre jedoch frühestens für 2017 anzunehmen. Ein solcher



Ablauf war von vielen Volkswirten ohnehin kalkuliert worden. Wenn überhaupt, bedeuten die Aussagen Bernankes letztlich, dass der Zinsstimulus für die US-Wirtschaft eher länger anhält als bisher erwartet.

Noch länger dürfte die Niedrigzinsphase in Europa und Japan anhalten. Denn nach den jüngsten Äußerungen von EZB-Präsident Draghi ist mit einem Anhalten der Abwärtstendenz bei den Leitzinsen auf jeden Fall bis ins kommende

Jahr hinein zu rechnen. Zur weiteren Stimulierung des Wirtschaftswachstums scheint dies auch geboten, denn auf diese Weise wäre die Schuldenkrise allmählich in den Griff zu bekommen. Daneben werden noch die Belastungen für die Banken aus Basel III und der Bankenunion zu verarbeiten sein.

Im Hinblick auf mögliche erste Zinsanhebungen liegt Japan sogar noch stärker zurück, da das Inflationsziel von plus zwei Prozent noch weit entfernt scheint. Die Inflation bis Ende 2014 schon auf dieses Niveau zu bringen ist wohl zu ambitioniert.

Per saldo ist seitens der Notenbanken letztlich mit einem Fortführen der außergewöhnlich langen und tiefen Niedrigzinsphase zu rechnen. Vorübergehende Renditeanstiege sind somit eher als Kaufgelegenheiten für Anleger von höher verzinslichen Anleihen und Aktien zu sehen denn als Signal zum Ausstieg.

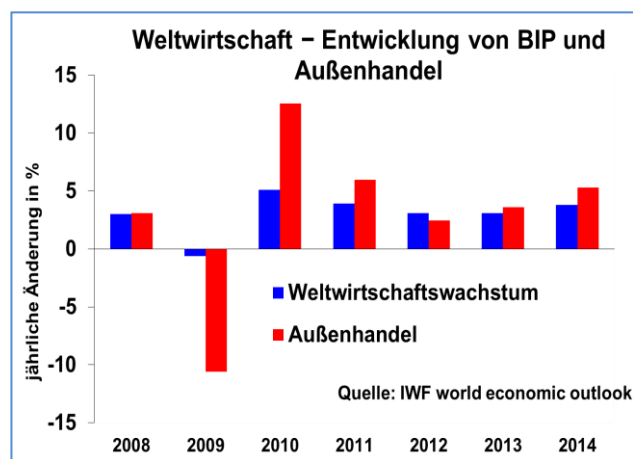
## Die Weltkonjunktur fasst weiter Tritt

Die zuvor beschriebene Ankündigung der US-Notenbank kommt nicht von ungefähr. Denn die Zeichen stehen zunehmend wieder auf Wachstum – und das nicht nur in den USA, sondern auch in Japan und Europa.

Noch sind die Konjunkturzahlen seit Anfang des Jahres enttäuschend: In den USA legte die Wirtschaftsleistung im ersten Quartal gerade mal um 0,5 Prozent zu und im Euroraum blieb die Wirtschaft mit - 0,3 Prozent noch ein weiteres Mal auf dem Abwärtspfad. Der Internationale Währungsfonds IWF sah sich mit diesen Vorgaben auch veranlasst, seine Schätzung für das diesjährige Weltwirtschaftswachstum noch einmal auf 3,1 Prozent zu reduzieren.

Schaut man aber nach vorne, zeichnet sich immer deutlicher eine Aufwärtstendenz ab. Darauf deutet vor allem der sogenannte Frühindikator hin, den die Wirtschaftsorganisation OECD monatlich für die Industrieländer ermittelt. Dieser Indikator, der sich im Wesentlichen auf Kapitalmarktzahlen, Liquidität und Umfragen stützt, hat in der Vergangenheit Auf- und Abwärtsbewegungen der Wirtschaftsaktivität etwa sechs Monate im Voraus angezeigt. Seit seinem letzten Tief im Herbst 2012 hat er sich stetig nach oben entwickelt. Neben den USA sollte nun auch der Euroraum dabei wieder in die Wachstumszone eintreten.

Ausgangspunkt der wirtschaftlichen Belebung ist zunächst der Welthandel. Nach einer fast zweijährigen Durststrecke mit einer mäßigen Wachstumsrate wird sich das Wachstum des Welthandels im



kommenden Jahr auf über fünf Prozent verdoppeln. Vom vermehrten Warenaustausch profitieren Unternehmen und Verbraucher gleichermaßen. Für Unternehmen eröffnet der zunehmende Welthandel neue Wachstumsperspektiven und kostengünstigen Einkauf, den Verbrauchern gewährt er Zugang zu preisgünstigeren Produkten. Die verbesserten Wachstumsperspektiven finden ihren Ausdruck auch in der verbesserten Stimmungslage von Unternehmen und höheren Einkommenserwartungen von Verbrauchern. Vor allem die Verbrau-

cherstimmung befindet sich in den USA und in einigen europäischen Ländern auf langjährigen Hochs. Damit deutet sich nun auch eine zunehmende Ausgabebereitschaft für die zweite Hälfte dieses Jahres und in 2014 an.

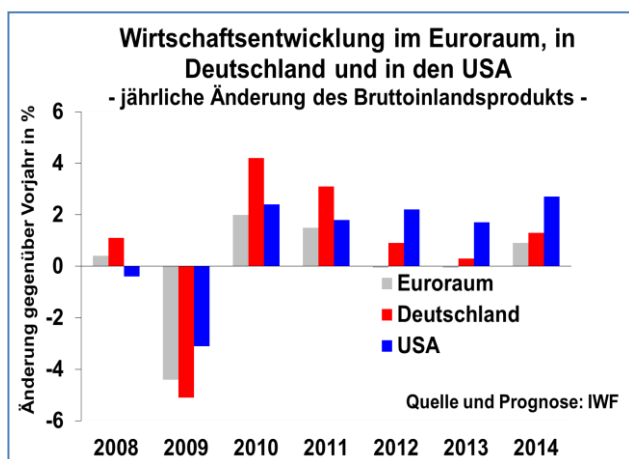
Aber die eigentlichen Wachstumsträger sind derzeit vor allem die Unternehmen. Diese konnten sich in den letzten Jahren weitgehend sanieren. Damit haben sich die Aussichten für die Investitions-



bereitschaft gegenüber den letzten Jahren entscheidend gebessert. Mehr Investitionen bedeuten auch mehr Arbeitsplätze. Das wiederum gibt Impulse für den privaten Verbrauch – genau das Szenario, das gemeinhin als „selbsttragender Aufschwung“ gekennzeichnet wird. Mit anderen Worten: Die geldpolitischen Impulse scheinen nun zu einer Eigendynamik bei der privaten Nachfrage zu führen.

Einkommen und Gewinne treten wieder in den Vordergrund und damit auch Wettbewerbsfähigkeit und Innovation. Einen Vorgeschmack auf neue Innovationspotenziale sehen wir bereits beim Thema Energiegewinnung aus tiefen Gesteinsschichten – Fracking. Aber auch im Gesundheitswesen und bei Datenautobahnen zeichnen sich Technologiesprünge ab.

Der Euroraum ist aktuell aber noch ein ganzes Stück von einem selbsttragenden Aufschwung entfernt. Aufseiten der Politik gibt es weiterhin Licht und Schatten. Auf der Schattenseite ist die zuletzt



wieder schwindende Reformbereitschaft in den südeuropäischen Ländern und in Frankreich zu nennen. Nach den deutschen Bundestagswahlen könnten hier sogar Gegensätze insbesondere in den Bereichen Geldpolitik und Staatsausgaben noch offener zutage treten. Positiv stellen sich dagegen die Fortschritte bei der Bankenunion dar. Für 2014 rechnet der Internationale Währungsfonds IWF wieder mit einem leichten Wachstum von knapp einem Prozent. Danach könnte sich das Wachstum noch beschleunigen.

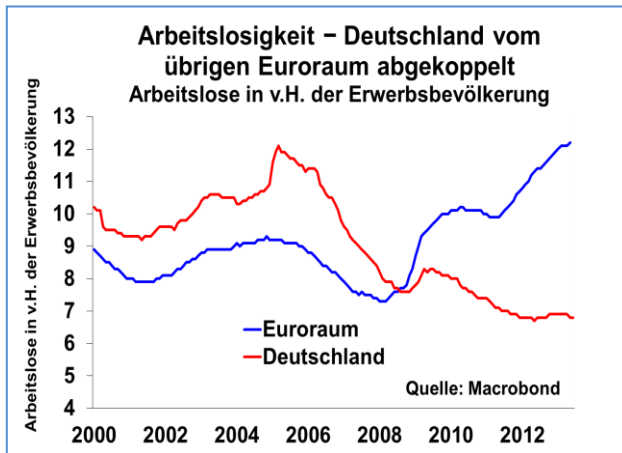
Allerdings wird sowohl für die USA als auch für Europa und Japan noch auf Jahre nicht mit einem Wirtschaftsboom wie beispielsweise zur Jahrtausendwende zu rechnen sein. Dazu sind noch zu viele Aufräumarbeiten hinsichtlich Haushaltskonsolidierung und Schuldenabbau bei den Staaten zu leisten.

Nicht ganz so positiv stellt sich das Bild derzeit in den großen Schwellenländern dar, die vor wenigen Jahren noch als die Stars einer neuen Weltwirtschaftsordnung galten. So leidet China derzeit noch an einem zu großen Staatssektor, Verlust an Wettbewerbsfähigkeit und fehlender Rechtssicherheit. Indien leidet an mangelnder Infrastruktur, einem schwachen Gesundheits- und einem reformbedürftigen Bildungswesen. Deswegen hat der IWF seine Wachstumsprognosen für 2013 und '14 auf 7,8 und 7,7 Prozent in China bzw. 5,6 und 6,3 Prozent in Indien abgesenkt. Da die Mängel aber von den betreffenden Regierungen mittlerweile erkannt wurden, sind die Aussichten für umfassende Wirtschaftsreformen und damit ein wirtschaftliches „Durchstarten“ in diesen Ländern besonders hoch.

### In Europa könnte sich bald Licht am Ende des Tunnels zeigen

In Europa bleibt die Wirtschaftsentwicklung weiterhin gespalten. Während Deutschland neben einigen Nachbarländern sowie Großbritannien seit Jahresanfang wieder zu einem Wirtschaftswachstum zurückgefunden hat, blieb Südeuropa in der ersten Jahreshälfte noch in einer tiefen Rezession. Daran dürfte sich auch in der zweiten Jahreshälfte wenig ändern, wenngleich Unternehmensbefragungen vor allem für Italien und Spanien eine Erholung andeuten.

Angesichts des in der ersten Jahreshälfte extrem gedrückten Ausgangsniveaus wird die Wirtschaftsaktivität in diesen beiden Ländern auch zum Jahresende noch mehr als ein Prozent unter dem Stand des Vorjahres zurückbleiben. Erst in 2014 zeichnet sich für diese Länder wieder ein mäßiges Wachstum ab, vor allem dürften beide Länder von ihrer gestiegenen Wettbewerbsfähigkeit und dem anziehenden Welthandel profitieren.

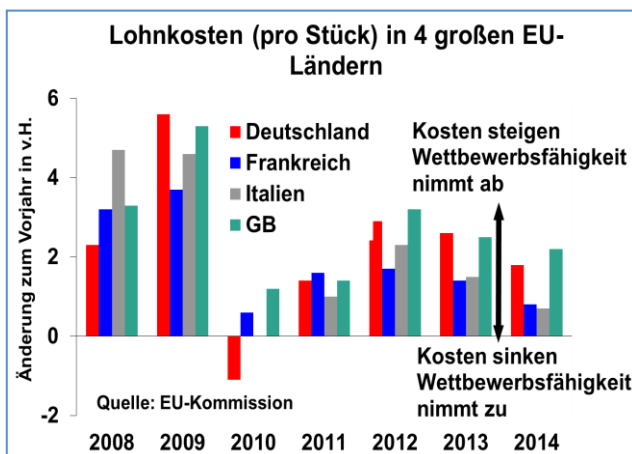


Damit das Wachstum aber auch in der Binnenwirtschaft ankommt, muss dort zunächst die hohe Arbeitslosigkeit abgebaut werden. Der Anteil der Arbeitslosen liegt in Italien derzeit bei über 12 Prozent und in Spanien bei 27 Prozent. Die Jugendarbeitslosigkeit ist sogar doppelt so hoch. Selbst für Frankreich stellt diese mit einer Quote von 23 Prozent ein ernstes soziales und politisches Problem dar. Vor diesem Hintergrund werden internationale Organisationen nicht müde, mehr Freizügigkeit auf dem Arbeitsmarkt und mehr Bildungsanstrengungen anzumahnen.

Es bleibt abzuwarten, inwieweit es auf EU-Ebene nach dem durch die deutschen Bundestagswahlen bedingten Stillstand wieder neue Reformimpulse gibt.

In diesem Zusammenhang können Deutschland, Holland und Österreich mit einem Anteil von unter 10 Prozent Jugendarbeitslosigkeit als die „Inseln der Glückseligen“ betrachtet werden. Insofern ist es auch nicht verwunderlich, dass Deutschland und Großbritannien in Europa die einzigen Länder sind, denen der IWF mit etwa 1,5 Prozent für das kommende Jahr ein tragfähiges Wirtschaftswachstum voraussagt.

Die Politik wird dabei ein wesentlicher Faktor bleiben, vor allem die deutschen Bundestagswahlen im September werfen aktuell ihre Schatten voraus. Dabei unterscheiden sich die Positionen der



beiden großen Lager im Hinblick auf Europa grundlegend: Während die Regierungsparteien eher auf mehr Wettbewerb zwischen den Staaten Europas im Hinblick auf die beste Wirtschaftspolitik setzen, fordern die Oppositionsparteien mehr Integration und letztlich umfassendere europäische Regelungen. Die nebenstehende Grafik zeigt die Entwicklung der Lohnkosten in den großen EU-Ländern und damit eine wichtige Komponente der Wettbewerbsfähigkeit seit 2008. Durch die Lohnzurückhaltung in Deutschland konnte

über Jahre hinweg ein Vorteil erarbeitet werden. Die Krisen in den anderen Ländern sollten nun jedoch deren Wettbewerbsfähigkeit wieder verbessern.

Im Falle einer Bestätigung der schwarz-gelben Koalition ist mit einer Fortsetzung der aktuellen Politik der Reformen mit kleinen Schritten zu rechnen. Damit wird das Wachstum sich zwar allmählich erholen, es dürfte aber immer wieder zu politischen Spannungen und Marktrückschlägen kommen. Demgegenüber könnte es im Falle eines Regierungswechsels nach den Wahlen kurzfristig zu einem Aussetzen der Sparbemühungen und höherem Wirtschaftswachstum kommen. Längerfristig könnten die Divergenzen aber wieder zunehmen.

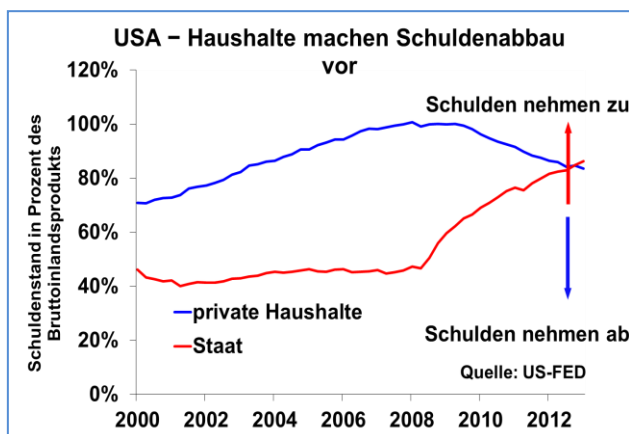
## Die USA werden wieder zur Lokomotive der Weltkonjunktur!

Trotz der verordneten Sparmaßnahmen im Staatshaushalt und trotz der Reduzierung des Wachstumsausblicks scheint der Aufwärtstrend in der US-Wirtschaft sehr robust zu sein. Nach einem mäßigen Jahresbeginn, nicht zuletzt aufgrund der gesetzlich verordneten Sparmaßnahmen, ist schon in der zweiten Hälfte 2013 mit einem Anziehen der Wachstumsrate auf über zwei Prozent zu rechnen. Dies wird derzeit auch mit der Zahl von monatlich 200.000 neu geschaffenen Stellen belegt.

Waren es bisher vor allem die Unternehmen, die als Konjunkturmotor wirkten, kommen nun auch die Konsumenten und das Ausland hinzu. Besonders erfreulich ist die Wende zum Besseren auf dem lange am Boden liegenden Immobilienmarkt. Sowohl die Umschlagsgeschwindigkeit bestehender Wohnungen und Häuser als auch die Neubauaktivität sind seit zwei Jahren wieder kräftig nach oben gerichtet. So wurden im bisherigen Jahresverlauf zehn Prozent mehr Eigenheime verkauft als noch vor Jahresfrist. Für 2014 und 2015 ist zudem mit einer Beschleunigung des gesamten Wirtschaftswachstums zu rechnen. So geht der IWF für das kommende Jahr von 2,7 Prozent, die US Notenbank sogar von über 3 Prozent Zuwachs aus.

Das wäre zwar einerseits im Vergleich zu den Aufschwungphasen der 1990er-Jahre oder 2003 bis 2005 immer noch moderat, würde die USA jedoch ebenso wie in vergangenen Aufschwungphasen zur Weltkonjunkturlokomotive machen. Mit beschleunigtem Wachstum würde sich im Übrigen das Schuldenproblem sowohl für den Staat als auch für die Privaten deutlich verbessern.

Da sich die politischen Parteien aufgrund der Pattsituation nicht auf eine Haushaltskonsolidierung einigen konnten, musste der Präsident zur Einhaltung gesetzlicher Vorschriften im März umfassende Ausgabeneinschnitte anordnen („Sequester“). Diese belasten zwar das Wirtschaftswachstum für dieses Jahr, tragen aber gleichzeitig zur Nachhaltigkeit des laufenden Aufschwungs bei. Die daraus resultierende Aussicht auf eine Besserung der Staatsfinanzen hat die Rating-Agentur Standard & Poor's veranlasst, ihren Ausblick von negativ wieder auf neutral anzuheben.

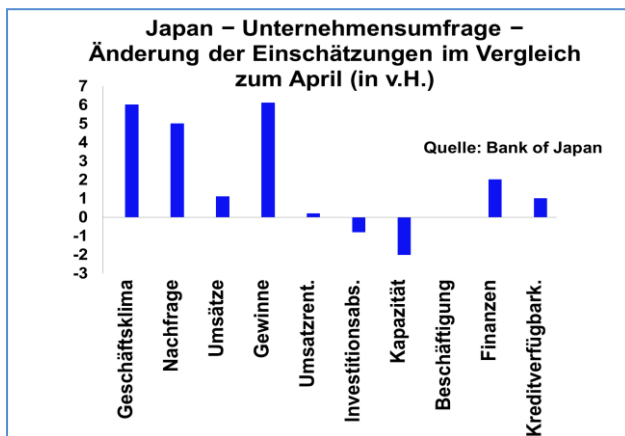


Besonders bemerkenswert ist die Tatsache, dass die privaten Haushalte ihre Schulden abbauen konnten. So lag deren Schuldenstand mit etwa 83 Prozent im ersten Quartal so niedrig wie seit zehn Jahren nicht mehr. Da gesunde Finanzen bei den Privaten ebenso wie beim Staat die Voraussetzung für eine positive Konsumbereitschaft sind, spricht vieles dafür, dass sich die aktuelle Aufwärtsbewegung der Wirtschaft erst in einem frühen Stadium befindet.

## In Japan scheint das geldpolitische Experiment erste Früchte zu tragen

Mit ihrem massiven geldpolitischen Stimulus der 2-2-2-Politik (bezogen auf die Entwicklung von Inflationsziel, Geldmenge und Wirtschaftswachstum) hat sich die Ende 2012 gewählte japanische Regierung auf eine „beherzte Vorwärtsstrategie“ eingelassen. Bei der Bevölkerung kommt dieser Kurs gut an. So hat bei den Oberhauswahlen am 21. Juli die Liberaldemokratische Partei von





Ministerpräsident Shinzo Abe auch im Oberhaus die Mehrheit gewonnen. Die seit diesem Jahr zu beobachtende Wachstumsdynamik scheint die eingeschlagene Strategie Abes zu bestätigen. Das Wirtschaftswachstum stieg im ersten Halbjahr um drei Prozent und lag damit so hoch wie in 2010 vor dem Fukushima-Desaster. Der von der Notenbank durch Unternehmensbefragung erhobene TANKAN-Report weist daneben auf einen zunehmenden Optimismus für das zweite Halbjahr hin.

Der entscheidende Test wird aber die Überwindung der langfristigen Deflationsspirale sein, denn angesichts der rückläufigen Preise hatten Unternehmen und Verbraucher Anschaffungen immer weiter vor sich hergeschoben und damit die Wirtschaftsschwäche verlängert. Bisher lassen die Maßnahmen allerdings noch keine Verbesserung erkennen. So waren auch im zweiten Quartal die Preise noch rückläufig – erst ab Jahresmitte wird mit einem Überschreiten der Nulllinie gerechnet. Dann, so die Hoffnung der Regierung, könnte sich auch die abwartende Haltung bei Unternehmen und Privaten abbauen und einer neuen Wirtschaftsdynamik Platz machen.

Bis es jedoch auch zu globalen Impulsen kommt, dürften noch einige Quartale, wenn nicht gar Jahre vergehen. Die Wende in der Geldpolitik führte erst einmal zu einer Abwertung des Yen um 25 Prozent gegenüber Euro und Dollar und damit zu einer wesentlichen Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit für japanische Produkte. Längerfristig sollte sich jedoch aufgrund des deutlich verbesserten Wirtschaftswachstums auch eine Nachfragesteigerung vonseiten Japans auf den globalen Handel positiv auswirken. Schließlich hat Japan immerhin einen Anteil von 5,6 Prozent an der Weltwirtschaftsleistung (2012), für Deutschland beträgt der Anteil zum Vergleich 3,9 Prozent.

### **Für China bleiben trotz der Abkühlung die längerfristigen Aussichten positiv!**

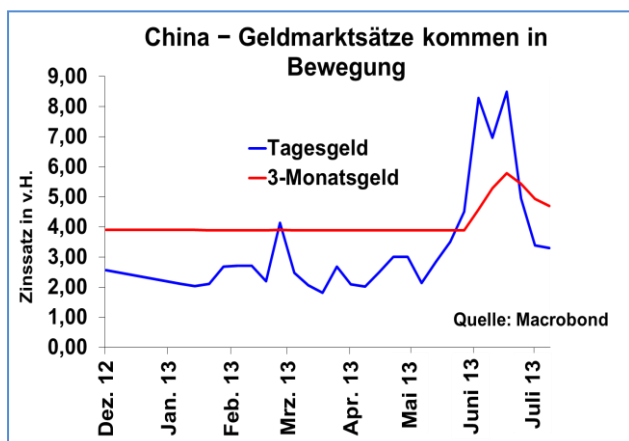
Während Japan zuletzt viel Erfreuliches für die Anleger bereithielt, wurden die Investoren in China immer mehr enttäuscht. Hintergrund waren die sich abschwächenden Wachstumsdaten, die unter anderem einer nachlassenden Wettbewerbsfähigkeit geschuldet sind.

Zudem kam es an den Kapitalmärkten zu temporären Verwerfungen durch nach oben schießende Geldmarktzinsen. Ohne ein Eingreifen der Notenbank verdreifachten sich die Zinssätze innerhalb von wenigen Tagen, was als Warnschuss für die laxen Kreditvergabepolitik der Banken interpretiert werden kann. Damit wurde das ohnehin labile Gleichgewicht auf dem Kapitalmarkt zwischen einer einerseits hohen Sparneigung bei den Anlegern, andererseits aber einer hohen Emissionstätigkeit der Unternehmen empfindlich gestört.

Bis Anfang Juli gingen – durch die Zentralbank initiiert – die Geldmarktsätze wieder auf ihre Ausgangsniveaus von Ende Mai zurück. Aber das Signal dürfte bei den Banken und Finanzierungsgesellschaften angekommen sein und demnächst zu stärkerer Selektion bei der Kreditvergabe führen.

Der kurzfristige Zinsanstieg kann somit auch als bewusste Strategie zur Bankensteuerung interpretiert werden. Generell geht es der Regierung in Zusammenarbeit mit der Notenbank darum, die Voraussetzungen für mehr qualitatives Wachstum zu schaffen.

Hierzu gehört auch das Bemühen, Unternehmen und Verbraucher dazu zu bringen, Kapital mög-

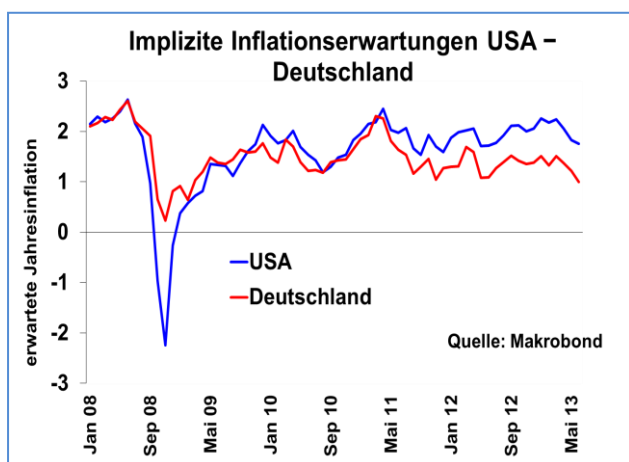


lichst effizient einzusetzen. Die in den vergangenen Jahren praktizierte Politik des billigen Geldes war dazu wenig geeignet, da sie besonders bei Staatsunternehmen viele unproduktive Investitionen gefördert hat. Mit der Umstellung der Geldpolitik und einer besseren Banken- und Marktregulierung könnten auch von dieser Seite die Voraussetzungen für produktivere Investitionen, höherwertige Produkte und damit nachhaltiges Wirtschaftswachstum geschaffen werden.

### An den globalen Rentenmärkten beunruhigte die Angst vor steigenden Zinsen

Anders als die Aktienmärkte erholten sich die Rentenmärkte nur teilweise vom „Schock“ der FED-Sitzung am 19. Juni. Besonders die Zinsen der 10-jährigen US-Staatsanleihen blieben mit einer Rendite von 2,6 Prozent um über ein halbes Prozent über dem Level vor der Sitzung und damit auf dem höchsten Stand seit zwei Jahren.

Zwar war der Renditeanstieg im Euroraum weniger ausgeprägt, aber vor allem an den „Peripherieländern“ ging er auch nicht spurlos vorüber. Der Abstand der Renditen 10-jähriger Papiere aus Spanien und Italien einerseits und deutschen Bundesanleihen – in den letzten Jahren ein wichtiges Krisenbarometer – weitete sich sogar wieder auf 2,9 Prozent bzw. 3,5 Prozent aus.



Mit ihrer Reaktion sind die Rentenmärkte den Signalen der FED und der tatsächlichen Inflation weit vorausgeeilt. So liegt die Inflationsrate ohne die stark schwankenden Preise für Energie und Nahrungsmittel in den USA wie im Euroraum derzeit bei etwa 1 ¼ Prozent und damit mit deutlichem Abstand zur 2-Prozent-Marke, die für Preisstabilität steht. Noch deutlicher wird das Bild, wenn man die Inflationserwartungen für die kommenden Jahre betrachtet: Diese sind seit Jahresanfang sowohl in den USA als auch im Euroraum jeweils um

0,5 Prozent zurückgegangen und liegen beispielsweise in Deutschland derzeit bei gerade einmal einem Prozent.

Insofern wäre ein weiterer Renditeanstieg gleichzeitig mit höheren „Realzinsen“ verbunden, was die beginnende Erholung im Euroraum wieder abwürgen würde. Dies scheint mittlerweile an den Märkten ähnlich gesehen zu werden, wie der jüngste Rückgang der deutschen 10-jährigen Renditen vermuten lässt. Insgesamt gehen wir deshalb davon aus, dass die Renditen in den USA den vorherigen Anstieg erst einmal „verdauen“ müssen und sich deshalb in den kommenden Monaten eher „seitwärts“ bewegen werden.

Die Renditen in Deutschland werden deutlich – bis zu einem Prozent - niedriger bleiben als in den USA. Entsprechend der Renditedifferenz werden festverzinsliche Anlagen in Dollar vorläufig attraktiver bleiben, was wiederum den Wechselkurs des Dollars gegenüber dem Euro tendenziell stützen sollte. Ähnliches gilt im Übrigen auch für den Dollarkurs gegenüber anderen Währungen wie dem japanischen Yen oder den Schwellenländerwährungen. Denn gemäß ihrer Rolle als Konjunkturlokomotive werden die USA letztlich höhere Zinsen aufweisen als bisher, auch im Verhältnis zu anderen Währungen, was den Dollar vorläufig wieder attraktiver erscheinen lassen könnte.

### **Rohstoffe: Rohöl profitiert von Nahostunsicherheit; Gold bald wieder gefragt?**

Insgesamt sind Rohstoffe derzeit nicht im Anlegerfokus. Unter den drei Hauptkategorien Energie, Edelmetalle und Industriemetalle sind Energierohstoffe – vor allem die US-Rohölklasse West Texas – am ehesten gefragt. Hierin kommt zum einen der mit der anziehenden Konjunktur verbundene Energiebedarf, zum anderen die Befürchtungen um eine Verknappung des Angebots wegen der Spannungen in Ägypten und Syrien zum Ausdruck. Beide Faktoren sollten in den kommenden Monaten gültig bleiben und sprechen somit für einen eher positiven Preisausblick. Andererseits dürfte ein stärkerer Anstieg durch die schwache Konjunktur in den Schwellenländern verhindert werden.

Dagegen deutet sich bei den Edelmetallpreisen nach ihrem Einbruch in der ersten Jahreshälfte nun eine Stabilisierung und möglicherweise Erholung an. Dafür spricht vor allem auch, dass ein Preisniveau von unter 1.300 USD beim Gold nicht weit von den Produktionskosten (geschätzt 1.150 USD) entfernt liegt und entsprechend nachhaltige Unterstützung erfahren sollte.

Eher schwächer stellt sich die Lage bei den Industriemetallen dar. Hier ist angesichts der flauen Konjunktur in den Schwellenländern – vor allem China – mit rückläufiger Nachfrage bei gleichzeitig hoher Förderung zu rechnen. Dies gilt vor allem für die Basismetalle Kupfer und Aluminium, nachdem in den letzten Jahren viele vorher geplante Minen aktiv geworden sind.

### **Fazit:**

Zusammenfassend stellt sich das aktuelle Marktumfeld wie folgt dar:

- Die Phase extrem niedriger Leitzinsen (0 – 0.5 Prozent) wird in den USA noch bis weit ins kommende Jahr, in Europa und Japan sogar noch bis 2015 anhalten.
- Die Liquiditätszufuhr seitens der US-Notenbank FED nimmt ab Herbst allmählich ab.
- Das Wirtschaftswachstum festigt sich in den Industrieländern. Auch der Euroraum als Ganzes tritt Ende/Anfang 2013/14 wieder in die Wachstumszone ein.
- In den Schwellenländern tritt die Erholung mit Verzögerung ein.
- Die Inflationsraten bleiben in den Industrieländern bis Mitte 2014 deutlich unter zwei Prozent in den Schwellenländern unter ihrem langjährigen Durchschnitt.

**Für die Aktienmärkte bedeutet dies einen positiven Ausblick bis in 2014 hinein. Für die USA und Deutschland ist eine Überschreitung der historischen Hochs sehr wahrscheinlich.**

## **Mögliche Risiken:**

1. Für unseren positiven Kapitalmarktausblick zeichnen sich vor allem folgende Risikofaktoren ab: eine erneute Zuspitzung der Eurokrise aufgrund politischer Differenzen nach den deutschen Bundestagswahlen.
2. Verschärfung der Spannungen im Nahen Osten
3. Weitere deutliche Verlangsamung der Konjunktur in den Schwellenländern. Dies hätte bei der gewachsenen Bedeutung dieser Länder stärkere Auswirkungen auf die Weltwirtschaft als in der Vergangenheit.

**Alles in allem erwarten wir bis zum Jahresende weiterhin tendenziell freundliche Börsen, wenngleich wie im richtigen Leben Rückschläge oder kleinere Abwärtsphasen nie ausgeschlossen werden können. Die größten Baustellen sollten fürs Erste zumindest gesichert sein. Ein Auseinanderbrechen des Euros ist nicht mehr in Sicht. Die USA können wieder die Funktion der Konjunkturlokomotive übernehmen und auch bei den Europäern ist eine Besserung der Lage absehbar. Risiken sind vorhanden, aber ohne Risiko gibt es auch keine Rendite!**

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 Vorankündigung 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.