

## MARKTKOMMENTAR

27. Juni 2013

Dr. Manfred Schlumberger, BHF TRUST:

### **FED und China: Bewährungsprobe für die Märkte Konsolidierungsphase dürfte einige Zeit anhalten**

---

Große Unsicherheit beherrscht die Kapitalmärkte. Kräftige Kursverluste bei Aktien, vor allem aus den Emerging Markets; aber auch die Kurse von Anleihen geben nach. Für diese Entwicklung gibt es zwei Auslöser: Zum einen die wiederholten Äußerungen von US-Notenbank-Chef Bernanke, dass die FED angesichts verbesserter Konjunktur- und Arbeitsmarktdaten damit beginnen könnte, ihr Anleihenkaufprogramm QE3 zu reduzieren. Zum anderen aber spielen die unerwartet schwächeren Wirtschaftsdaten aus den Schwellenländern und die plötzlich sehr restriktive Geldpolitik der chinesischen Zentralbank eine entscheidende Rolle.

### **Emerging oder Emergency Markets?**

Die neue chinesische Regierung beabsichtigt offenbar nicht, das Wachstum über die 7 %-Marke hinaus zu beschleunigen, die in China als "Stagnationsgrenze" gilt. Einerseits möchte die neue Führung eher die Binnenkonjunktur und den Konsum als den Export und die Bauinvestitionen fördern. Zum anderen sollen aus Angst um die Finanzstabilität das horrendes Kreditwachstum und der nach wie vor partiell Blasencharakter zeigende Immobilienmarkt nicht weiter angeheizt werden. Die Kreditsumme in China wächst doppelt so stark wie das Wirtschaftswachstum, und die Verschuldung im Unternehmens- (ex Finanz-) Sektor wird auf über 150 Prozent des BIP geschätzt. Die dadurch extrem gewachsene Zinsbelastung könnte sich für viele Unternehmen als zu große Bürde erweisen und den sowieso nicht gerade gesunden Bankensektor mit seinen vielen Schattenbanken empfindlich treffen. Unternehmenspleiten, ein wachsender Anteil fauler Kredite im Bankensektor und eine damit einhergehende Kreditklemme könnten das chinesische Wachstum noch weiter belasten. Der chinesische Aktienmarkt hinkt daher bereits seit über zwei Jahren dem MSCI Welt weit hinterher und hat allein in diesem Jahr den Rückstand auf fast 20 Prozentpunkte ausgebaut. Die anderen BRICs haben mit jeweils spezifischen Problemen zu kämpfen: Indien mit dem Ende des politischen Reformprozesses, Brasilien mit einer horrenden privaten Verschuldung und, ebenso wie Russland, mit seit über zwei Jahren stagnierenden bis rückläufigen Rohstoffpreisen. Das hat den Rückstand des MSCI BRIC gegenüber dem Weltindex im laufenden Jahr sogar auf 23 Prozentpunkte ausgeweitet. Der MSCI Emerging Markets

steht relativ leicht besser da - muss allerdings in Zukunft die Mitgliedschaft von Griechenland verdauen. Hoffentlich spricht man zukünftig nicht vom MSCI Emergency Markets.

### **Aus den Fehlern von Greenspan lernen**

Damit zur FED, die immer noch die Kapitalmärkte am stärksten beeinflussen kann. Ben Bernanke scheint zum Ende seiner Amtszeit aus den Fehlern seines Vorgängers Greenspan lernen zu wollen. Der hatte im Vorfeld der großen Finanzkrise durch zu späte und dann zu heftige Zinserhöhungen der US-Immobilienblase den Garaus gemacht. Mit den Folgen müssen wir noch viele Jahre leben. Die QE-Programme sollen das Zinsniveau über die gesamte Kurve hinweg durch Anleihenkäufe absenken, nachdem das Mittel der Leitzinssenkungen ausgeschöpft ist. Dadurch soll die Wirtschaft über niedrige Zinsen angekurbelt werden. Allerdings hat der bekannteste Nationalökonom des 20. Jahrhunderts, John Maynard Keynes, bereits vor über 65 Jahren darauf hingewiesen, dass dies unterhalb bestimmter Zinsniveaus nicht mehr funktioniert. Daneben verspricht man sich positive Vermögenseffekte, die sich allerdings bei unsachgemäßer Handhabung zu Vermögenspreisblasen auswachsen können. Anleger werden gezwungen, wegen der niedrigen Zinsen ihr Geld in Sachwerte wie Immobilien, Aktien, Rohstoffe, Edelmetalle, Oldtimer, Kunstgegenstände etc. zu investieren und deren Preise in die Höhe zu treiben. Dadurch fühlen sich einige dieser Anleger reicher, erhöhen ihre Verschuldung und steigern ihre Konsumausgaben (sog. "Wohlstandseffekt"). Dieses Modell scheint zumindest in den USA bescheidene Erfolge zu verzeichnen: Der Immobilienmarkt erholt sich zusehends, und der private Konsum trägt weitgehend das Wachstum. Dazu kommen noch positive Effekte aus niedrigeren Energiepreisen aufgrund des „Frackings“. Lediglich die automatischen Haushaltskürzungen wegen des Patts zwischen Kongress und Präsident ("Sequester") limitieren das Wachstum auf 2 Prozent im Jahr 2013. Da macht es Sinn, sich Gedanken über einen Ausstieg zu machen. Das haben Bernanke und die Fed getan. Die Folgen: Ein allgemeiner weltweiter Zinsanstieg bei Staatsanleihen, ein Anstieg der Spreads von Hypotheken-, Unternehmens- und vor allen Dingen High-Yield- und Schwellenländeranleihen. Zusätzlich fielen Rohstoff- und Schwellenländerwährungen und die Aktienmärkte wiederum am stärksten in den Schwellenländern. Auch Rohstoffe und insbesondere Edelmetalle wurden mit voller Wucht getroffen.

### **US-Leitzinserhöhung frühestens 2015**

Wann kommt nun das Ende der lockeren Geldpolitik? Die Inflation in den USA ist weiter moderat und die Konjunkturerholung immer noch fragil, weil zu stark steigende Hypothekenpreise die Erholung am Immobilienmarkt schnell beeinträchtigen könnten und der Abbau der Arbeitslosigkeit weniger auf neue Jobs als auf den Rückgang des Anteils der tatsächlich Beschäftigten an der erwerbsfähigen Bevölkerung ("Partizipationsrate") zurückzuführen war. Daher werden die monatlichen Ankaufprogramme vermutlich erst im Herbst reduziert und die gekauften Anleihen bleiben bis zu ihrer Endfälligkeit im Bestand. Die US-Leitzinsen werden frühestens 2015 erhöht.

In Japan dagegen ist überhaupt nicht an den Ausstieg zu denken. Im gnadenlosen "Imitationseifer" des US-Vorbilds kaufen die Japaner über 70 % des Emissionsvolumens an japanischen Staatsanleihen. Dabei wirkt der "Vermögenspreiseffekt" in Japan nicht. Hier läuft der Mechanismus ausschließlich über eine Abschwächung der Währung. Ein Ende dieses Experiments mit ungewissem Ausgang ist nicht abzusehen!

In Europa sind die Leitzinsen bereits am Boden, aber keines der Peripherieländer tut der EZB den Gefallen, einen OMT-Antrag zu stellen. Im geldpolitischen Konzert der alten Industrieländer ist die EZB daher relativ am restriktivsten. Wegen der allseits abgeschwächten Austeritätspolitik kommt es zu einer Stabilisierung in der Rezession. Vielleicht klappt es sogar im nächsten Jahr mit einem Wachstum knapp über die Nulllinie. Die Wettbewerbsfähigkeit der meisten Peripherieländer ist jedoch wegen ausbleibender Strukturreformen, vielleicht mit Ausnahme von Irland, gemessen an den Lohnstückkosten oder dem BIP-Deflator, kaum gestiegen. Italien und Frankreich leisten sich gar den Luxus einer weiteren Verschlechterung. Dennoch sollte die Ruhe in Europa zumindest bis zur Bundestagswahl anhalten - da kann man sich auf Frau Merkel verlassen. Ein Aufflackern der Eurokrise ist jedoch ab dem nächsten Jahr wieder jederzeit möglich, mit den bekannten negativen Wachstumseffekten.

### **Schluckauf oder ausgewachsene Erkältung?**

Was bedeutet dies alles für die internationalen Kapitalmärkte? In erster Linie eine anhaltende Volatilität, die sich phasenweise jederzeit zuspitzen kann, verbunden mit entsprechend deutlichen kurzfristigen Chancen und Risiken. Die Märkte werden sich vermutlich in den nächsten Wochen an die marginal restriktivere Geldpolitik der FED gewöhnen. Schwerer zu kalkulieren ist jedoch die Fähigkeit der chinesischen Zentralbank, das extreme und ungesunde Kreditwachstum ohne zu starke Beeinträchtigung des gesamtwirtschaftlichen Wachstums zu bremsen. Die nächsten Monate bleiben spannend.

---

#### Hintergrund:

Dr. Manfred Schlumberger, geboren 1958 in Langenau, Studium der Wirtschaftswissenschaften an der Universität Augsburg mit Promotion, berufliche Stationen bei Frankfurter Volksbank, DIT und Dresdner Bank. Seit 2001 bei der BHF Trust Management Gesellschaft für Vermögensverwaltung mbH. Dort Sprecher der Geschäftsführung und Leiter der klassischen und individuellen Vermögensverwaltung sowie der Multi-Asset- und Fonds-Vermögensverwaltung. Dr. Schlumberger managt für FRANKFURT-TRUST den BHF Flexible Allocation FT (ISIN: LU0319572730).

Weitere Informationen:

Thomas Kalich, (Tel.: 069 / 9 20 50 136; E-Mail: [thomas.kalich@frankfurt-trust.de](mailto:thomas.kalich@frankfurt-trust.de)),  
Dr. Alexander Pivecka, (Tel.: 069 / 9 20 50 221; E-Mail: [alexander.pivecka@frankfurt-trust.de](mailto:alexander.pivecka@frankfurt-trust.de)).