

## MARKTAUSBLICK

13. März 2014

Dr. Manfred Schlumberger, BHF TRUST:

### **Börsenkonsolidierung geht zunächst weiter Fortsetzung der Rally im zweiten Halbjahr 2014**

---

Die Reaktion auf die Ereignisse in der Ukraine scheint bisher die alte Theorie zu bestätigen, dass politische Börsen kurze Beine haben. Auch wenn wir davon ausgehen, dass Putin die Krim zwar nicht mehr hergeben, sich aber zumindest damit zufrieden geben wird, trägt diese Krise dazu bei, dass die seit Jahresanfang herrschende Marktkonsolidierung sich fortsetzen wird. Da Putin die faktische Annexion der Krim durch eine Volksabstimmung bestätigen lassen wird, spricht viel dafür, dass die Europäer dem US-Drängen nach Wirtschaftssanktionen widerstehen und den Status quo anerkennen werden. Vermutlich ist es zu gefährlich für den Westen, die marode russische Wirtschaft, die an der Grenze zur Rezession steht, noch weiter zu schwächen. Und damit sind wir bei den Problemen, die die Kapitalmärkte aktuell beschäftigen: Das schwache Gewinnwachstum der Unternehmen und die strukturellen Probleme in den meisten Schwellenländern. Beginnen wir mit letzterem.

### **Massive Probleme in den Emerging Markets**

Fakt ist, dass viele Schwellenländer, insbesondere die „Hardcore-Emergency Markets“ oder „fragilen Fünf“ wie Türkei, Südafrika, Indien, Indonesien und Brasilien mit ihren hohen Leistungs- und Budgetdefiziten sowie geringen Währungsreserven und politischen Instabilitäten massive strukturelle Probleme haben. Die Währungsabwertungen in und die Kapitalflucht aus vielen Schwellenländern haben die Notenbanken der betroffenen Länder gezwungen, die Zinsen zu erhöhen. Damit haben sie das sowieso schon schwache Wachstum weiter geschwächt - außerdem sind steigende Zinsen Gift für die Aktienmärkte! Die Zahlen sprechen Bände: Der MSCI Welt-Index liegt im laufenden Jahr 4 Prozentpunkte vor dem MSCI Emerging Markets und 8 Punkte vor den BRICs. Dennoch halten sich die Kapitalabflüsse aus den Schwellenländern noch in engen Grenzen. Von den 4.000 Mrd. US-Dollar, die seit 2009 dorthin geflossen sind, sind laut IWF lediglich 15 Mrd. im letzten und ca. 20 Mrd. in diesem Jahr abgeflossen.

China hat ganz andere Probleme als die übrigen Schwellenländer. Eine kombinierte Kredit- und Immobilienblase mit ca. 1.700 Mrd. US-Dollar in so genannten Private-Wealth-Produkten, die sich aus Unternehmenskrediten zusammensetzen, verdeutlicht dies. Gott sei Dank kommen diese Produkte weitgehend ohne Kredithelpe aus und wurden ausschließlich an Inländer und nicht an „silly German banks“ verkauft. Die chinesische Führung hat das Problem des Schattenbankensystems mit seiner horrenden Kreditschöpfung verstanden und geht dagegen vor. Ein geordnetes Ablassen der Luft aus der Kreditblase hat jedoch unausweichlich negative Effekte auf das Wachstum der Realwirtschaft und lässt definitiv keine sinkenden Zinsen zu. Die gewaltigen Devisenreserven erlauben es China jedoch, mittels Fiskalprogrammen das Wachstum zumindest oberhalb der als absolutes Minimum verlautbarten Rate von 7,2 % zu halten. Unterhalb dieser Rate befürchtet man Probleme insbesondere mit der eigenen Bevölkerung, die politische Unfreiheit vermutlich nur in Tateinheit mit ökonomischen Verbesserungen akzeptieren wird. Auch in dieser Hinsicht wird verständlich, warum China die wirtschaftliche Umstrukturierung weg vom Export und von Investitionen hin zum Konsum vorantreiben muss. Aber auch dies kostet zunächst Wachstum. Trotz aller Heterogenität ist also nahezu allen Schwellenländern gemein, dass ihre Zinsen in Relation zu ihrem abgeschwächten Wachstum zu hoch sind. Dies lässt ihre Aktienmärkte in einer Indexbetrachtung auch weiterhin unattraktiv erscheinen. Interessanter werden u.E. am aktuellen Rand lediglich Rentenpapiere der Schwellenländer in US-Dollarnotierung.

### **Europa profitiert**

Die Kapitalabflüsse aus den Schwellenländern sind zwar weiterhin überschaubar, doch der Großteil des Geldes, das US-Investoren in den letzten Jahren in die Schwellenländer gepumpt haben, wird nun nach Europa umgeleitet und lässt den Euro entgegen allen Lehrbuchweisheiten steigen. Hier ist die Aktienmarktbeurteilung günstiger als in den USA und in den „Schwellenländern“ der Europeripherie gibt es scheinbar attraktive Zinsanlagen mit einer via EZB impliziten Garantie durch den deutschen Steuerzahler. Trotz dieses positiven Trends gibt es jedoch auch in den alten Industrieländern Probleme. Die Gewinnsaison in Europa war bisher enttäuschend und auch die Berichtsdaten zum 1. Quartal werden aufgrund einiger Negativentwicklungen im bisherigen Jahresverlauf vermutlich nicht viel besser. In den USA sprechen alle vom Wetter, hier hat sich der harte Winter negativ auf die Frühindikatoren ausgewirkt. Positiv für die Aktienmärkte bleiben die anstehende Dividendensaison und der Dauerbrenner - die relative Unterbewertung zum Rentenmarkt. Oder anders ausgedrückt: Die Alternativlosigkeit von Aktien, die man jedoch nicht mit Risikolosigkeit verwechseln sollte!

Obwohl wir in den USA in den letzten Tagen neue Höchststände erreicht haben, spricht viel für eine Fortsetzung der Börsenkonsolidierung über die nächsten Wochen und Monate. Für den DAX könnte dies eine Bandbreite zwischen 8.500 bei einem hoffentlich finalen Sell-off und dem bisherigen Hochstand von 9.800 bedeuten. Für eine Fortsetzung der steilen Hausse des Vorjahres müssen die Unternehmen im Jahresverlauf liefern. Dafür spricht unsere Erwartung, dass die US-Konjunktur im 2. Quartal Fahrt aufnimmt und Europa nachhaltig den Weg aus der Rezession findet. Insbesondere US-Unternehmen sitzen auf Unmengen an Cash und waren schon lange nicht mehr so gering verschuldet, weil sie jahrelang wenig investiert haben. Wegen der gestiegenen Wettbewerbsfähigkeit vieler

US-Unternehmen infolge über Jahre stagnierender Lohnstückkosten, spricht viel für eine Renaissance der US-Industrie mit kräftig steigenden Investitionen im Jahresverlauf. Dazu kommen niedrige Energiepreise infolge des Fracking, die zusätzlich die US-Renaissance befördern. Und dies zu einem Zeitpunkt, da viele Unternehmen aus den Schwellenländern mit steigenden Lohnstückkosten und infolge der Währungsabwertungen anziehenden Rohstoffkosten zu kämpfen haben. Dies geht einher mit noch lange niedrigen Zinsen, die in den USA, aber auch in Europa die Refinanzierung der Unternehmen verbilligen. Steigende Unternehmensgewinne und wegen nicht vorhandener Inflationsrisiken anhaltend niedrige Zinsen wären exzellente Ingredienzen für eine Fortsetzung der Aktienmarkthausse im Verlauf des zweiten Halbjahres mit dem Aufbruch zu neuen Höhen an den Börsen der alten Industrieländer.

Oder um mit einem aktuellen Spruch der Investorenlegende Warren Buffet zu schließen: „Amerikas beste Tage liegen noch vor uns!“ Was Buffet als US-Patriot vergessen hat zu erwähnen: Europa wird davon am meisten profitieren.

---

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. Dr. Schlumberger managt für FRANKFURT-TRUST den 460 Mio. Euro schweren vermögensverwaltenden 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)).