

Krise ist noch nicht ausgestanden

Neue Liquiditätswelle könnte Wachstumsmotor wieder in Gang bringen

Noch zu Beginn des Jahres 2011 schien der Wachstumsmotor der Weltwirtschaft rund zu laufen. Die Dynamik wurde jedoch schon im März durch die Atomkatastrophe von Fukushima gebremst. Regelrecht geschockt reagierten die Marktteilnehmer im Sommer auf die Nachricht, dass Standard & Poor's die Kreditwürdigkeit der USA auf AA+ herabstufte. Hinzu kam die Verschärfung der Staatsschuldenkrise in Europa. Der Motor geriet ins Stocken und verlangsamte sich im Jahresverlauf deutlich. Gegen Ende des Jahres verstärkten sich die rezessiven Tendenzen in der Eurozone, während die US-Konjunktur wieder merklich expandieren konnte. Die Schwellenländer lagen mit einer moderaten Wachstumsabschwächung im Mittelfeld.

Staatliches und privates Sparen verlangsamt Wachstum

Die europäische Staatsschuldenkrise scheint nur die Spitze eines Eisbergs zu sein: Nach Berechnungen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich sind sowohl die Staaten als auch der private Sektor im OECD-Raum überschuldet. Die in den vergangenen 30 Jahren herrschende Neigung, durch eine kontinuierlich steigende Verschuldung das Wirtschaftswachstum voranzutreiben, dürfte vor diesem Hintergrund obsolet geworden sein – die Staaten und der private Sektor müssen nun zukünftig eisern sparen. Damit wird es in den kommenden Jahren schwierig werden, negative Schocks durch die Aufnahme von Schulden abzufedern; entsprechend volatil dürfte die Konjunktur verlaufen.

In der Vergangenheit waren Sparanstrengungen des Staates immer dann erfolgreich, wenn gleichzeitig der private Sektor expandierte und damit durch ein stabiles Wirtschaftswachstum steigende Steuereinnahmen ermöglichte. In der aktuellen Lage ist es aufgrund der Überschuldung des privaten Sektors eher unwahrscheinlich, dass die Konsum- und Investitionsausgaben kräftig expandieren. In Japan beispielsweise führten 1997 die Konsolidierungsbemühungen des Staates bei gleichzeitigem Schuldenabbau im privaten Sektor zu einer tiefen Rezession, wodurch sich die Staatsfinanzen zusätzlich verschlechterten. Die Einsparungen des Staates erwiesen sich also als kontraproduktiv.

Für das erste Halbjahr 2012 haben viele Länder die Konsolidierung ihrer Staatshaushalte auf der Agenda – nicht zuletzt ausgelöst durch die Turbulenzen am europäischen Rentenmarkt: Stärkere Sparanstrengungen sollen auch das Vertrauen der Anleger zurückbringen. Gleich-

zeitig zwingt die restriktivere Kreditvergabe der Banken in vielen Euro-Mitgliedsländern auch den privaten Sektor zum Sparen. Der Stress im Finanzsystem, verstärkt unter anderem durch die inzwischen höheren Anforderungen an die Eigenkapitalausstattung der Banken, könnte mancherorts sogar zu einer ausgeprägten Kreditklemme führen. Vor diesem Hintergrund droht eine merkliche Verlangsamung des globalen Wirtschaftswachstums.

Zentralbanken werden ihre Geldpolitik weiter lockern

Sollte der wirtschaftliche Leidensdruck in einem Umfeld deutlich steigender Arbeitslosigkeit für einzelne Euro-Mitgliedsländer zu groß werden, könnten sich politische Mehrheiten für einen Euro-Austritt formieren – mit dem Ziel, durch eine eigenständige Geldpolitik und durch eine Währungsabwertung die Wirtschaft zu stimulieren. Ein Euro-Austritt ist für ein Land allerdings nur dann attraktiv, wenn alle Schulden in die neue Währung zwangsumgetauscht werden würden. Das wäre zwar ein „Default“, würde aber das betroffene Land deutlich entlasten und die Verluste auf die Gläubiger im Ausland abwälzen. Den Austritt eines oder mehrerer Länder aus dem Euro ist für uns derzeit allerdings nur ein Risikoszenario, zumal Studien zeigen, dass die positiven Wachstumseffekte einer Währungsabwertung ebenso durch die Steuerpolitik erreicht werden können: Eine Erhöhung der Mehrwertsteuer bei gleichzeitiger Reduktion der Lohnsteuer trug schon in vielen osteuropäischen Ländern zu einer signifikanten Verbesserung der Leistungsbilanz bei.

Absehbar ist unseres Erachtens, dass die wichtigsten Zentralbanken auf die Konjunkturrisiken mit einer aggressiven Lockerung der Geldpolitik reagieren werden. So rechnen wir mit einem neuen Kaufprogramm der US-Notenbank für Hypothekendarlehen („quantitative easing“ – QE 3). Auch für die Eurozone sehen wir eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass die Europäische Zentralbank (EZB) den Leitzins auf 0,5 % senkt und weitere Schritte zur Erhöhung der Liquidität unternimmt, um dadurch die Abwärtsspirale zumindest aufzuhalten, die sich in vielen Euro-Mitgliedsländern bereits dreht. Wir können uns vorstellen, dass die Notenpresse der EZB über den Umweg des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) oder den Internationalen Währungsfonds (IWF) eingesetzt wird.

Mit zusätzlicher Liquidität könnte Wachstumsmotor wieder anspringen

Wir rechnen damit, dass die Wirtschaft in der Eurozone ab dem zweiten Quartal 2012 wieder wachsen wird. Insbesondere für die deutsche Wirtschaft bleibt der Wachs-

Kapitalmarktausblick 2012

tumsausblick positiv, und eine Wachstumsrate von 1,0 % im Jahr 2012 könnte durchaus erreicht werden. Die USA dürften sogar aufgrund eines neuen geldpolitischen Stimulus (QE 3) im ersten Halbjahr 2012 eine Rezession vermeiden und im Jahr 2012 mit 1,5 % wachsen. China sehen wir in einem normalen zyklischen Abschwung; dort rechnen wir mit einem Wirtschaftswachstum von 6–7 % im Jahr 2012.

Von den geldpolitischen Maßnahmen gehen ohne Zweifel mittelfristige Inflationsrisiken aus. So kann die Geldmengenexpansion zu steigenden Inflationserwartungen und im Endeffekt zu einem Inflationsschub führen. Eine Währungsreform infolge einer Hyperinflation halten wir jedoch für äußerst unwahrscheinlich, da die Haushaltsdefizite und die Geldmengenexpansion immer noch deutlich unter den kritischen Werten liegen, die in der Vergangenheit zu einer Hyperinflation führten.

Ausgewählte Aktien als neuer „sicherer Hafen“

An den internationalen Aktienmärkten überwiegen unseres Erachtens 2012 die Kurschancen gegenüber den Risiken. Immerhin lag das Kurs-Gewinn-Verhältnis europäischer Aktien Ende Dezember 2011 knapp 25 % unter dem langfristigen Durchschnitt. Ähnlich günstige Bewertungsniveaus zeigen auch die Börsen in den USA und in den Schwellenländern. In der Vergangenheit führte die Kombination aus günstiger Bewertung und umfangreichen Liquiditätsmaßnahmen der wichtigsten Notenbanken oft zu einem freundlichen Aktienjahr. Eine wichtige Voraussetzung dafür ist jedoch, dass sich die Krise in Europa nicht wesentlich verschärft und dass etwaige politische Risiken, beispielsweise die Krise im Iran, die politischen Umwälzungen in der arabischen Welt oder Nordkorea, keine langfristig negativen Folgen für die Weltwirtschaft haben.

Zudem können wir uns vorstellen, dass sich ausgewählte Aktien als neuer „sicherer Hafen“ an den Kapitalmärkten etablieren. Wir denken an Unternehmen mit einer stark internationalen Ausrichtung und einer global dezentralen Produktion, mit Preissetzungsspielraum und guter Kostenkontrolle sowie mit soliden Bilanzen und einer niedrigen Verschuldung. Deren Aktien haben nach unserer Einschätzung gute Chancen, auch über einen mehrjährigen Zeitraum eine signifikant bessere Wertentwicklung als der Gesamtmarkt zu verzeichnen – nicht zuletzt deshalb, weil sie einen guten Schutz vor Inflation bieten könnten. In der Vergangenheit bestand zwar nicht immer ein eindeutig positiver Zusammenhang zwischen Aktienkursen und Inflationsraten. Meistens entwickelten sich die Aktienkurse in Phasen mit hohen Inflationsraten jedoch deutlich besser als Staatsanleihen oder Geldmarktanlagen. Aktionäre sind Miteigentümer von Unternehmen, die in der Regel auch Sachwerte wie Produktionsanlagen und Immobilien besitzen. In einem Umfeld mit starker Geldentwer-

tung konnten solche Sachwerte in der Vergangenheit meistens ihren Wert erhalten, während Anlagen in Nominalwerte wie Anleihen oder Bargeld deutlich an Kaufkraft verloren.

In Perioden mit stark steigenden Preisen kann es jedoch auch zu Margendruck bei den Unternehmen kommen – zum Beispiel dann, wenn sich die gestiegenen Kosten nicht vollständig über höhere Preise an die Kunden abwälzen lassen. So litten in den 1970er-Jahren viele Unternehmen unter sinkenden Gewinnmargen, weil sie die hohen Lohnabschlüsse mit den Gewerkschaften nicht eins zu eins über Preiserhöhungen für ihre Produkte und Dienstleistungen kompensieren konnten. Auch preisen die Akteure an den Aktienbörsen in Inflationsperioden höhere Risikoprämien in die Kurse ein, was tendenziell die Aktienmärkte belastet.

Insgesamt dürften Aktien bei steigenden Inflationsraten besser abschneiden als Staatsanleihen und Geldmarktpapiere. Eine Anlagestrategie, die bei der Auswahl der Einzeltitel auf Unternehmen mit hohem Preissetzungsspielraum und solidem Kostenmanagement aus wenig regulierten Branchen setzt, dürfte darüber hinaus in einem Inflationsumfeld bessere Ergebnisse liefern als der Gesamtaktienmarkt.

Leitzinsen werden niedrig bleiben

Nicht nur die Eurozone kämpft gegen eine hohe Staatsverschuldung – auch viele andere entwickelte Volkswirtschaften haben das gleiche Problem. In den USA, Japan und in vielen Ländern Europas dürfte die Staatsverschuldung 2012 bei über 100 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) verharren oder noch steigen. Eine nachhaltige Reduktion der Staatsverschuldung kann vor diesem Hintergrund nur gelingen, wenn die Zinslast für die Staaten auf Dauer niedrig bleibt. Die großen Zentralbanken werden nach unserer Einschätzung den Leitzins auf absehbare Zeit niedrig halten und im Rahmen ihrer unkonventionellen Geldpolitik auch für ein niedriges Zinsniveau bei langlaufenden Anleihen sorgen. Insgesamt erwarten wir einen unveränderten Leitzins von 0,25 % in den USA und Leitzinssenkungen der EZB von 1,0 % auf 0,5 % im Jahresverlauf 2012. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen dürfte trotz der Leitzinssenkungen der EZB auf 2,6 % bis zum Jahresende 2012 moderat steigen. Grund für den Renditeanstieg ist eine sukzessive Aufhellung der Wachstumsperspektiven in der europäischen Wirtschaft. Die großzügige Liquiditätsbereitstellung durch die EZB könnte für fallende Renditen in Italien und Spanien sorgen. In einem Krisenszenario mit Euro-Austritten drohen jedoch Verluste bei Staatsanleihen aus allen Euro-Mitgliedsländern, da die Anleihen der Peripherie wahrscheinlich nur in der neu eingeführten Währung zurückbezahlt werden würden und die Verschärfung der Krise die Solvenz vieler kern-europäischer Länder gefährden würde.

Kapitalmarktausblick 2012

Die von uns prognostizierte Inflation wird bei den aktuell niedrigen Zinsen reale Werteinbußen bei Anlagen in Geldmarkt- und Rentenpapieren verursachen. Schon nach dem Zweiten Weltkrieg und in den 1970er-Jahren konnten sich viele Staaten auf der Basis von negativen realen Zinsen erfolgreich entschulden. Unternehmensanleihen bieten eine immer noch attraktive Risikoprämie und haben 2012 im Vergleich zu Staatsanleihen aus Ländern mit einer hohen Bonität gutes Kurspotenzial.

US-Dollar vor Schwächephase

Die US-amerikanische Federal Reserve betreibt gegenwärtig unter allen Zentralbanken die stärkste Expansion der Geldmenge. Eine erfolgreiche Inflationierung der US-Wirtschaft verringert die reale Schuldenlast und erleichtert damit die Bereinigung der Ungleichgewichte. Die

daraus resultierende Geldentwertung dürfte den US-Dollar schwächen und damit auch zu einer mittelfristigen Verbesserung des Handelsbilanzdefizits beitragen.

Die Entwicklung des Euro hängt eng mit der Reaktion der EZB auf die Staatsschuldenkrise in der Eurozone zusammen: Wäre die EZB gezwungen, auf eine weitere Verschärfung der Krise mit einem umfangreichen Kaufprogramm von Staatsanleihen zu reagieren, würde dem Euro eine deutliche Abwertung drohen. Bleibt es jedoch nur bei einem moderaten Kaufvolumen, dürfte sich der Euro stabil entwickeln.

Edgar Walk



Metzler Asset Management

Kontaktadresse

Große Gallusstraße 18
60311 Frankfurt am Main
Postfach 20 01 38
60605 Frankfurt am Main

Telefon (0 180 2) 21 04 50*
(+49 - 69) 21 04 - 13 50
www.metzler-fonds.com

* 6 ct/Anruf aus dem deutschen Festnetz; Mobilfunkhöchstpreis 42 ct/min

Grundsätzliche Hinweise

Diese Unterlage enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Wir übernehmen jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird. Diese Unterlage dient ausschließlich der Information und ist nicht auf die speziellen Investmentziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse individueller Empfänger ausgerichtet. Bevor ein Empfänger auf Grundlage der in dieser Unterlage enthaltenen Informationen oder Empfehlungen handelt, sollte er abwägen, ob diese Entscheidung für seine persönlichen Umstände passend ist, und sollte folglich seine eigenständigen Investmententscheidungen, wenn nötig mithilfe eines unabhängigen Finanzberaters, gemäß seiner persönlichen Finanzsituation und seinen Investmentzielen treffen. Diese Unterlage ist kein Angebot oder Teil eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, noch stellt diese Unterlage eine Grundlage für irgendeinen Vertrag oder irgendeine Verpflichtung dar. Weder Metzler noch der Autor haftet für diese Unterlage oder die Verwendung ihrer Inhalte. Kaufaufträge können nur angenommen werden auf Grundlage des gültigen Verkaufsprospektes, der eine ausführliche Darstellung der mit diesem Investment verbundenen Risiken enthält, des gültigen Jahres- und Halbjahresberichts sowie der wesentlichen Anlegerinformationen. Vergangene Wertentwicklung sind keine Garantie für zukünftige Wertentwicklung. Es kann daher nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass ein Portfolio die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung auch in Zukunft erreichen wird. Eventuelle Erträge aus Investitionen unterliegen Schwankungen; der Preis oder Wert von Finanzinstrumenten, die in dieser Unterlage beschrieben werden, kann steigen oder fallen. Im Übrigen hängt die tatsächliche Wertentwicklung eines Portfolios vom Volumen des Portfolios und von den vereinbarten Gebühren und fremden Kosten ab. Bei den in dieser Unterlage eventuell enthaltenen Modellrechnungen handelt es sich um beispielhafte Berechnungen der möglichen Wertentwicklungen eines Portfolios, die auf verschiedenen Annahmen (z. B. Ertrags- und Volatilitätsannahmen) beruhen. Die tatsächliche Wertentwicklung kann höher oder niedriger ausfallen – je nach Marktentwicklung und dem Eintreffen der den Modellrechnungen zugrunde liegenden Annahmen. Daher kann die tatsächliche Wertentwicklung nicht gewährleistet, garantiert oder zugesichert werden. Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.