

Weltwirtschaft vor Aufschwung

2012 war für die Weltwirtschaft ein durchwachsendes Jahr: Die Konjunkturdaten in der Eurozone verschlechterten sich im Jahresverlauf kontinuierlich, da die rezessiven Tendenzen in der Peripherie der Eurozone zunehmend auf die Kernländer übergriffen. In vielen Schwellenländern verlangsamte sich das Wachstum merklich, gebremst durch eine restriktive Geldpolitik sowie zurückgehende Exporte nach Europa. Im vierten Quartal mehrten sich jedoch aufgrund umfangreicher antizyklischer Maßnahmen die Anzeichen für eine einsetzende Konjunkturerholung in vielen Schwellenländern. Die US-Wirtschaft erwies sich als überraschend widerstandsfähig und folgte einem einigermaßen stabilen Wachstumspfad von in etwa 2 %. Die wichtigsten Zentralbanken reagierten auf die globale Wachstumsschwäche mit neuen Liquiditätsmaßnahmen.

Gute Chancen für eine globale Konjunkturerholung

Das Jahr 2012 offenbarte die grundlegenden Schwierigkeiten eines Schuldenabbaus. Vor allem in den Ländern der europäischen Peripherie kam es aufgrund der staatlichen Sparmaßnahmen in Kombination mit einer Kreditklemme zu einem massiven Wachstumseinbruch. Eine Kreditklemme schränkt in der Regel die Investitionsmöglichkeiten der Unternehmen ein und verhindert damit, dass die positiven Wachstumseffekte von Strukturreformen und niedrigen Zinsen zum Tragen kommen. Trotz aller Schwierigkeiten gibt es erste hoffnungsvolle Anzeichen für eine Verbesserung: So werden die geplanten Sparmaßnahmen der Regierungen in der europäischen Peripherie im Jahr 2013 milder ausfallen als 2012 und somit die Konjunktur weniger stark belasten. Auch entspannte sich die Lage für die europäischen Banken infolge der geldpolitischen Maßnahmen der Europäischen Zentralbank (EZB) in den vergangenen Wochen. Allein die Ankündigung der EZB, unter bestimmten Bedingungen unbegrenzt Staatsanleihen zu kaufen, sorgte für einen massiven Stimmungsumschwung an den Finanzmärkten; als eine Folge dessen sanken die Risikoprämien an den europäischen Geld-, Renten- und Aktienmärkten deutlich. Die davon ausgehende Verbesserung des monetären Umfelds dürfte schon im ersten Quartal 2013 wieder zu Wirtschaftswachstum in der Eurozone beitragen. Deutschland wird dabei mit einem geschätzten Wirtschaftswachstum von etwa 1,2 % die Rolle der Wachstumslokomotive in Europa behalten, während die Volkswirtschaften in der Peripherie der Eurozone bestenfalls stagnieren werden. Im Gegensatz zu Europa haben die Schwellenländer schon die konjunkturelle Trendwende geschafft und befinden sich seit dem vierten Quartal 2012 in einer moderaten Aufschwungsphase. Die umfangreichen wirtschaftspolitischen Stimulusmaßnahmen in vielen Schwellenländern

seit Mitte 2012 dürften einen anhaltenden Aufschwung im Jahresverlauf 2013 ermöglichen. Eine grundlegende Voraussetzung für ein globales Erholungsszenario ist jedoch, dass die politischen Parteien in den USA rechtzeitig eine Einigung über die zukünftige Fiskalpolitik erzielen, um einen Absturz der US-Wirtschaft über die fiskalische Klippe zu verhindern. Sollte rechtzeitig ein Kompromiss gefunden werden, besteht für die Unternehmen und Konsumenten wieder Planungssicherheit im Hinblick auf die zukünftige Entwicklung der Steuersätze. Ein Rückgang der derzeit ungewöhnlich hohen Unsicherheit könnte signifikant positive Effekte auf die Ausgaben der Unternehmen und Konsumenten haben, wie zahlreiche Studien gezeigt haben. Metzler Asset Management sieht vor diesem Hintergrund gute Chancen, dass die USA im Jahr 2013 mit etwa 3,0 % wachsen werden. Insgesamt dürfte sich das Wachstum der Weltwirtschaft von 3,0 % in diesem Jahr auf 4,0 % im kommenden Jahr beschleunigen.

Ein solcher globaler Aufschwung ist jedoch nur möglich, wenn die Industrienationen nicht in einer Liquiditätsfalle gefangen sind. Eine Liquiditätsfalle würde bedeuten, dass die Geldpolitik den privaten Sektor nicht mehr zu einer Reduktion der Sparquote sowie zur Kreditaufnahme anreizen kann – die Geldpolitik wäre damit im Endeffekt wirkungslos geworden. Insbesondere die Prognose einer Wachstumsbeschleunigung in den USA basiert auf der gegenteiligen Annahme eines zunehmend höheren Wirkungsgrades des monetären Transmissionsmechanismus. Für diese Annahme spricht, dass das Bankensystem in den USA weitestgehend gesundet ist und somit als wichtigster Transmissionsriemen zwischen Geldpolitik und Realwirtschaft fungieren kann. Darüber hinaus dürfte die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes steigen, da die Unternehmen und Konsumenten ihre Zurückhaltung infolge einer gesunkenen Unsicherheit über die zukünftige Steuerpolitik aufgeben und die Ausgaben wieder deutlich erhöhen werden – eine politische Einigung über die Umschiffung der fiskalischen Klippe vorausgesetzt.

In diesem Umfeld werden naturgemäß die Fragen nach dem „Wie“ und „Wann“ eines geldpolitischen Exits wieder in den Fokus rücken. Die Marktteilnehmer werden sehr schnell realisieren, dass die Zentralbanken kaum in der Lage sein werden, einen rechtzeitigen Exit zu vollziehen, da sie zu stark in die Banken- und Staatsfinanzierung verwickelt sind. Die Eurobarometer-Umfrage der Europäischen Kommission zeigt schon jetzt, dass zwar eine große Mehrheit der europäischen Bevölkerung hinter dem Euro steht, dass aber das bisher solide Vertrauen in die EZB einem breiten Misstrauen

Kapitalmarktausblick 2013

gewichen ist. Der Verlauf der Diskussionen in den USA lässt auch dort einen größeren Verlust des Vertrauens in die Fed vermuten. Die bisher nur latente Sorge um die Geldwertstabilität dürfte sich in einem dynamischen Wirtschaftsaufschwung sehr schnell in Form von höheren Inflationserwartungen manifestieren. Die Inflationserwartungen wirken damit als ein Verstärker der wirtschaftlichen Entwicklungen, da sie zu selbsterfüllenden Erwartungen werden können. In den vergangenen Jahren verhinderten immer wieder auftretende Finanzmarkturbulenzen einen stärkeren Anstieg der Inflation und sorgten dafür, dass die Stimmung an den Finanzmärkten wie ein Pendel zwischen Inflations- und Deflationsängsten hin und her schwang. Die neue Strategie der Zentralbanken, durch „unbegrenzte“ Liquiditätsmaßnahmen etwaige zukünftige Liquiditätsängste zu unterbinden und damit schon im Vorfeld Finanzmarkturbulenzen zu verhindern, sollte keinesfalls unterschätzt werden. Wenn dadurch Deflationsängste eingedämmt werden, können auf der anderen Seite Inflationsängste deutlich zunehmen.

Aktien bleiben als Diversifikation attraktiv

Nach der sehr guten Wertentwicklung von Aktien im Jahr 2012 stellt sich die Frage nach den Kurschancen im Jahr 2013. Im aktuellen Niedrigzinsumfeld bleiben Aktien als Diversifikation sehr attraktiv, da sich europäische Aktien laut MSCI selbst in einem Seitwärtsmarkt mit einer Dividendenrendite von etwa 3,8 % deutlich besser entwickeln dürften als Staatsanleihen. Aktienrückkäufe könnten den Gesamtertrag sogar noch verbessern. Grundsätzlich wird die Dividendenrendite in Zukunft immer wichtiger für den Gesamtertrag von Aktien, da sich das Wachstum der Unternehmensgewinne strukturell verlangsamen wird. Insgesamt wird die Weltwirtschaft in der kommenden Dekade aufgrund des notwendigen Schuldenabbaus langsamer wachsen und damit das Wachstumspotenzial der Unternehmensgewinne begrenzen. Auch dürften die Gewinnmargen der Unternehmen die aktuellen Höchststände verlassen, da die (Globalisierungs-)Trends sinkende Unternehmensbesteuerung, sinkende Kreditzinsen sowie geringe Lohnkosten zu einem Ende gekommen sein dürften. Grundsätzlich sind die Aktienmärkte der Schwellenländer weniger stark von einer schwachen Gewinndynamik betroffen als die Aktienmärkte der Industrienationen. Auch gewinnen ausgewählte Small und Mid Caps in einem Umfeld nachlassender Gewinndynamik an Attraktivität: Unternehmen, die in ihren Nischen noch großes Wachstumspotenzial haben und daher nicht vom übergeordneten Wachstumstrend abhängig sind. Im kommenden Jahr dürfte noch mindestens bis zur Jahresmitte Kurspotenzial an Aktienmärkten bestehen, da die Kombination aus reichlicher Liquidität und einer globalen Konjunkturerholung in der Vergangenheit oft zu steigenden Kursen führte. Bei wachsenden Inflationserwartungen im zweiten Halbjahr könnte das Umfeld für

Aktien jedoch wieder etwas schwieriger werden und für Kursverluste sorgen.

Massive Fehlbewertung bei Staatsanleihen

Mit einer simplen Heuristik lässt sich eine einfache Bewertung der Rentenmärkte vornehmen: So scheint die reale Rendite von 10-jährigen Staatsanleihen in einer langfristigen Betrachtung mittelfristig um einen Mittelwert von 2,0 % zu schwanken. Es kann jedoch auch immer wieder Perioden von mehreren Jahren mit signifikanten Abweichungen geben – daher eignet sich der Realzins nur als ein sehr grober Bewertungsmaßstab. Nach dieser Heuristik ist derzeit nur der japanische Rentenmarkt einigermaßen normal bewertet, da die Inflation im November bei -0,5 % lag und die Rendite von 10-jährigen japanischen Staatsanleihen bei 0,7 % – immerhin noch eine reale Rendite von 1,2 %. Im Gegensatz dazu liegt die reale Rendite von 10-jährigen US-Staatsanleihen derzeit bei -0,4 % und von Bundesanleihen sogar bei -0,6 %. Interessanterweise geht die dramatische Überbewertung der Staatsanleihemärkte mit einer zunehmenden Verschlechterung der Fundamentaldaten einher. Metzler Asset Management rechnet für 2013 mit einer negativen Wertentwicklung bei deutschen Staatsanleihen, da die erwarteten Kursverluste nicht mehr durch den Zinsertrag ausgeglichen werden können. Die Rendite von 10-jährigen Bundesanleihen sieht Metzler Asset Management Ende 2013 bei 2,5 %. Trotz allem dürften Bundesanleihen und US-Treasuries weiterhin als sichere Häfen von Anlegern gesucht werden, da die negative Korrelation zu Aktien ein wichtiger Stabilisator für ein Portfolio im Falle von erneuten Finanzmarkturbulenzen sein kann.

Unternehmensanleihen sind auch im Jahr 2013 eine attraktive Alternative zu Staatsanleihen. Die Einengung der Spreads von Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen im Jahr 2012 war eigentlich untypisch, da sich das konjunkturelle Umfeld kontinuierlich verschlechterte und sich damit die Kreditausfallrisiken erhöhten. Die großzügige Liquiditätsversorgung durch die Zentralbanken überkompensierte jedoch die negativen konjunkturellen Effekte auf die Spreads. In einem Umfeld mit einer weiterhin großzügigen Liquiditätsversorgung durch die Zentralbanken und eines globalen Konjunkturaufschwungs besteht nach Einschätzung von Metzler Asset Management noch Einengungspotenzial für die Spreads von Unternehmensanleihen.

Währungsausblick

Auf Basis des oben beschriebenen Szenarios erscheint es am wahrscheinlichsten, dass Ende 2013 der US-Dollar vor dem Euro und der Euro vor dem japanischen Yen ins Ziel laufen werden. Die deutlich bessere zyklische Verfassung der US-Wirtschaft dürfte dem US-Dollar grundsätzlich Auftrieb geben. Der US-Dollar bleibt

markt:aktuell

Kapitalmarktausblick 2013

jedoch für Stimmungsschwankungen anfällig, da die Investoren jederzeit der Fed unterstellen könnten, eine unverantwortliche Geldpolitik zu betreiben mit dem Ziel, die Schulden „wegzuinflationieren“. Die europäische Wirtschaft kommt nur langsam aus der Rezession und der Aufschwung dürfte daher noch eine gewisse Zeit fragil sein. Auch kann die europäische Staatsschuldenkrise immer wieder aufflackern. Die zahlreichen Probleme in Europa dürften auf dem Euro lasten und kaum Kursgewinne zulassen. Immerhin dürften in dem oben beschriebenen Szenario keine neuen Maßnahmen der EZB notwendig werden. Der japanische Yen könnte im kommenden Jahr eher zur Schwäche neigen, da die frühere fundamentale Unterstützung durch hohe Handelsbilanzüberschüsse verloren gegangen ist. Darüber

hinaus bringt der gegenwärtig starke Yen viele exportorientierte Unternehmen in Bedrängnis und belastet das Wirtschaftswachstum signifikant. Vor diesem Hintergrund steht die japanische Zentralbank unter einem massiven politischen Druck, die eigene Währung mit umfangreichen Liquiditätsmaßnahmen zu schwächen. Nichtsdestotrotz wird der japanische Yen aufgrund des sehr hohen Auslandsvermögens japanischer Anleger auch im nächsten Jahr eine Fluchtwährung bleiben und bei etwaigen Turbulenzen zu Stärke neigen.

Edgar Walk



Metzler Asset Management

Kontaktadresse

Große Gallusstraße 18
60311 Frankfurt am Main
Postfach 20 01 38
60605 Frankfurt am Main
Telefon (0 69) 21 04 - 14 14

www.metzler-fonds.com

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 Investitionziele, Finanzsituation 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 Investitionzielen 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.