

Sonnige Aussichten dank guter Konjunktur und Liquidität **Doch: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich warnt vor neuen Ungleichgewichten bei Kreditvergabe**

Bundestagswahl im Fokus

Die große Mehrheit der Finanzmarktteilnehmer erwartet eine Fortsetzung der gegenwärtigen schwarz-gelben Regierungskoalition oder eine große Koalition. Alles andere wäre eine große Überraschung für die Finanzmärkte. Auch könnte ein gutes Abschneiden der Partei „Alternative für Deutschland“ (AfD) für Unruhe an den Finanzmärkten sorgen, da die Unsicherheit über die zukünftige Europapolitik Deutschlands dadurch steigen würde. Aufgrund der guten Verfassung der deutschen Konjunktur und des Arbeitsmarktes hat Bundeskanzlerin Merkel jedoch sehr gute Chancen für einen Wahlerfolg am Sonntag.

Der ifo-Index (Dienstag), der Einkaufsmanagerindex (Montag) sowie das europäische Wirtschaftsvertrauen (Freitag) dürften zeigen, dass sich die Konjunktur nicht nur in Deutschland, sondern auch in Europa im September weiter verbessert hat. Der große Wermutstropfen in der Eurozone war bisher die schrumpfende Kreditvergabe der Banken in die Realwirtschaft. Eine Stabilisierung der Kreditvergabe (Donnerstag) wäre in diesem Zusammenhang ein wichtiges Signal für die Nachhaltigkeit des Aufschwungs.

Fed überrascht (nahezu) alle

Die Fed sorgte in dieser Woche für eine große Überraschung mit dem Beschluss, das Kaufprogramm für Hypotheken- und Staatsanleihen in Höhe von 85 Mrd. USD pro Monat beizubehalten, obwohl sie die Finanzmärkte eigentlich schon seit einigen Monaten auf eine Kürzung vorbereitet hatte. Die kurzfristig positiven Effekte auf die Finanzmärkte könnten jedoch teuer erkaufte worden sein. So sprach US-Notenbankpräsident Ben Bernanke in den vergangenen Wochen davon, das Kaufprogramm beim Erreichen einer Arbeitslosenquote von 7 % vollständig einzustellen. Derzeit spricht vieles dafür, dass die Arbeitslosenquote schon im Dezember 2013 oder im Januar 2014 die genannten 7 % erreicht. Der Verzicht auf eine Kürzung des Kaufprogramms steht damit im direkten Widerspruch zu den früheren Aussagen von Ben Bernanke. Darüber hinaus zeigen die Prognosen der Mitglieder des Offenmarktausschusses für 2016 eine merkliche Inkonsistenz. So rechnet die große Mehrheit der Mitglieder des Offenmarktausschusses damit, dass sich die US-Wirtschaft und der US-Arbeitsmarkt im Jahr 2016 wieder vollständig normalisiert haben, was eigentlich im Einklang mit einem „normalen“ Leitzins von 4 % stehen müsste. Tatsächlich jedoch prognostiziert die

Mehrheit der Teilnehmer im Offenmarktausschuss einen Leitzins Ende 2016 von nur 2,0 %.

Die „Forward Guidance“ der Fed könnte sich vor diesem Hintergrund zunehmend als kontraproduktiv erweisen, da sie weniger für Transparenz als vielmehr für Unsicherheit bei den Marktteilnehmern sorgt. Im Endeffekt könnte die Fed damit ihre Glaubwürdigkeit verspielen. Die Glaubwürdigkeit ist das höchste Gut einer Zentralbank – sie dafür sorgt, dass die Inflationserwartungen fest verankert sind.

Derzeit gehen die meisten Marktteilnehmer davon aus, dass die Fed erst im Dezember den Schritt in Richtung einer Reduktion des Kaufprogramms wagen wird. Sollten jedoch die Konjunkturdaten wie das Verbrauchervertrauen (Dienstag), die Auftragseingänge (Mittwoch), die Neubauverkäufe (Mittwoch) sowie die Konsumausgaben (Freitag) sehr positiv überraschen, könnte die Fed auch schon im Oktober den ersten Schritt in diese Richtung gehen.

Kapitalmarktausblick KW 39

Freitag, 20. September 2013

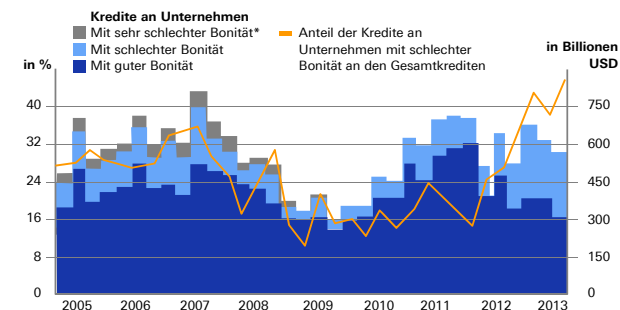
Fokus auf Inflation in Japan

Japan befindet sich auf einem guten Weg, die Deflation zu überwinden. So dürfte die Inflation (Freitag) im August auf 0,8 % gestiegen sein – von 0,7 % im Juli.

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich warnt vor neuen Ungleichgewichten

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) war eine der wenigen Institutionen, die schon frühzeitig vor 2008 vor den Risiken einer großen Finanzmarktkrise warnte. Die BIZ stützte damals ihre Warnung auf eine sehr detaillierte Analyse der Verschuldungsdynamik der privaten Haushalte und im Finanzsektor. Im aktuellen Quartalsbericht warnt die BIZ zum ersten Mal seit dem Konkurs von Lehman Brothers wieder vor Fehlentwicklungen. So hat sich zwar auf globaler Ebene die Kreditvergabe an den Unternehmenssektor erfreulicherweise wieder auf das Vorkrisenniveau eingependelt. Aus Sicht der BIZ ist es jedoch äußerst problematisch, dass nahezu 45 % aller Unternehmenskredite an Unternehmen mit schlechter Bonität vergeben werden. Schon vor der Krise war das Verhältnis mit 30 % sehr hoch. Insgesamt sind damit die Bilanzen der Banken deutlich riskanter geworden.

Kredite an Unternehmen mit schlechter Bonität haben zuletzt einen Anteil von etwa 45 % erreicht



* Ab 2008 wurde diese Kategorie nicht mehr statistisch erfasst
Quelle: BIS Quarterly Review, September 2013

Insbesondere Unternehmen mit einer schlechten Bonität aus den Schwellenländern und den USA scheinen in den Genuss dieses Geldsegens gekommen zu sein. So expandierten die Banken aus den Schwellenländern ihre Bilanzen zwischen 2009 und 2012 um insgesamt 47,1 %, aus den USA um 12,4 % und aus Europa nur um 5,6 %.

Entwicklung der Bankbilanzen zwischen 2009 und 2012 auf globaler Ebene Veränderung in %

	Bankbilanz	Kredite	Wertpapiere und Derivate	Sonstige Aktiva
Insgesamt	14,6	16,1	42,9	24,8
Entwickelte Volkswirtschaften	7,6	9,1	-6,5	20,5
Schwellenländer	47,1	48,7	283,2	44,8
USA	12,4	33,0	45,8	10,3
Europa	5,6	0,6	-27,5	25,9
Andere entwickelte Volkswirtschaften	12,4	14,9	4,0	18,1

Quellen: Banskope, Bloomberg, BIS Quarterly Review, September 2013

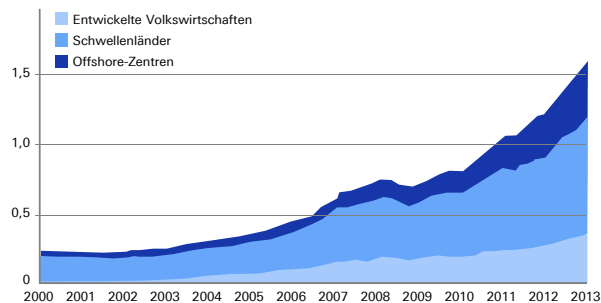
Dabei stieg jedoch die Kreditvergabe in den Schwellenländern in diesem Zeitraum um insgesamt 48,7 %, in den USA um 33 % und in Europa nur um 0,6 %. In Europa stieg vor allem die Kategorie „sonstige Aktiva“ mit 25,9 % stark, die Staatsanleihen und Geldmarktanlagen umfasst.

Die Finanz- und Nichtfinanzunternehmen der Schwellenländer fragten nicht nur verstärkt Kredite nach, sondern verdoppelten in den vergangenen fünf Jahren die Emission von Anleihen von etwa 750 Mrd. USD auf zuletzt mehr als 1,5 Billionen USD. Dabei wurden auch verstärkt Anleihen in Offshore-Zentren emittiert. Interessanterweise emittieren hauptsächlich chinesische und brasilianische Unternehmen in Offshore-Zentren.

Kapitalmarktausblick KW 39

Freitag, 20. September 2013

Anleiheemission von Finanz- und Nicht-Finanzunternehmen aus den Schwellenländern nach Ort der Emission in Billionen USD



Quelle: BIS Quarterly Review, September 2013

Der rapide Anstieg der Verschuldung von einigen Unternehmen in den Schwellenländern mit einer schlechten Bonität und von einigen High-Yield-Unternehmen in den Industrienationen ist sicherlich eine negative Folge des aktuellen Niedrigzinsumfelds, da Investoren auf riskantere Anlagen ausweichen, um ihre Renditeziele erreichen zu können. Nach den Erfahrungen der vergangenen Finanzmarktkrise müsste die Wirtschaftspolitik darauf reagieren und die Verschuldung eindämmen.

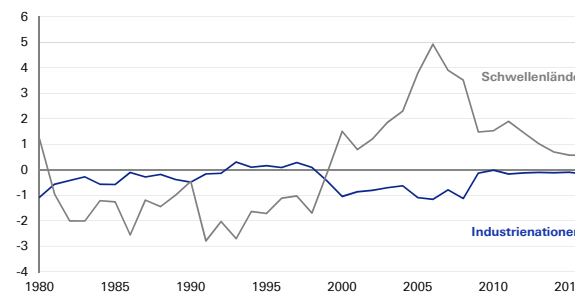
Erfahrungsgemäß korrigieren sich früher oder später solche Fehlentwicklungen. Mittelfristig drohen daher erhöhte Kreditausfallrisiken bei globalen High-Yield-Anleihen und bei Unternehmensanleihen aus den

Schwellenländern. Dabei ist jedoch ein exaktes Krisen-Timing unmöglich. Die Vergangenheit hat immer wieder gezeigt, dass es durchaus mehrere Jahre dauern kann, bis eine Korrektur eintritt.

Daraus ein Szenario einer neuen großen Schwellenländerkrise abzuleiten, dürfte wahrscheinlich über das Ziel hinausschießen. Die Schwellenländer glänzen weiterhin in der Mehrheit mit soliden Leistungsbilanzen und einer niedrigen Staatsverschuldung.

Leistungsbilanzüberschüsse in den meisten Schwellenländern reduzieren die Risiken einer Krise signifikant

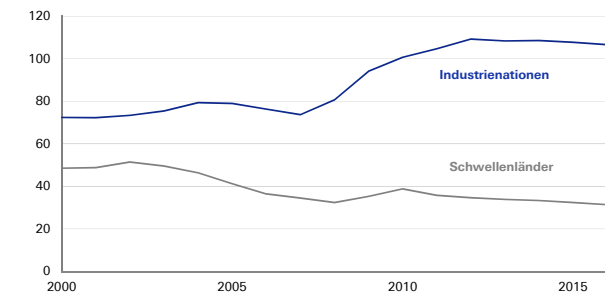
Leistungsbilanz in % des BIP (IWF-Prognose bis 2016)



Quelle: BIS Quarterly Review, September 2013

Niedrige Staatsverschuldung in den Schwellenländern

Staatsverschuldung in % des BIP (IWF-Prognose bis 2016)



Quelle: BIS Quarterly Review, September 2013

Darüber hinaus zeigen die Turbulenzen der vergangenen Wochen, dass die meisten Schwellenländer nach wie vor in der Lage sind, eine antizyklische Wirtschaftspolitik zu betreiben.

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht

Edgar Walk
Chefvolkswirt Metzler Asset Management

