

Makroperspektiven

Nr. 22, Juli 2016

Trotz Nebenwirkungen - "Lower for a lot Longer"

Politiker und Finanzmärkte waren gleichermaßen schockiert: Der „Brexite“ ist Wirklichkeit geworden. Wie es politisch weitergeht, ist schwierig einzuschätzen und ändert sich täglich. Es fehlt einfach eine „Blaupause“, an der man sich orientieren könnte und eine Regierung, die sie umsetzen könnte. Trotzdem müssen die Finanzmärkte mit dieser Situation fertigwerden und die Risiken entsprechend bewerten. Der entscheidende Akteur sind wieder einmal die Notenbanken: Wie werden sie sich verhalten und was ist mit den „Nebenwirkungen“ der bisherigen Politik?

Nebenwirkungen immer stärker....

In den letzten Monaten ist die Kritik an der unkonventionellen Geldpolitik gerade in Deutschland immer lauter geworden. In diesem Aspekt stimmen sogar Politiker so unterschiedlicher Couleur wie der bayerische Finanzminister Markus Söder und die Fraktionsvorsitzende der Linkspartei Sarah Wagenknecht überein: EZB-Präsident Mario Draghi ist schuld an der „Verelendung des deutschen Sparer“. Dass die seit der Finanzkrise immer tieferen Zinsen zu Lasten von Sparern und Kapitalsammelstellen wie Lebensversicherungen oder Pensionskassen gehen, ist unstrittig. Gerne wird dabei aber vergessen, dass nicht nur die südeuropäischen „Schuldenländer“ von dieser Entwicklung profitieren, wie gerne von deutschen Politikern behauptet wird, sondern auch der deutsche Bundeshaushalt. Ohne die Entlastung bei den Zinsausgaben würde Finanzminister Schäuble nicht annähernd in die Reichweite der „Schwarzen Null“ kommen. Trotzdem muss man konstatieren, dass sich das Anleihekaufprogramm der EZB deutlich weniger positiv ausgewirkt hat, als das der FED.

Die Gründe hierfür sind schnell gefunden: In den USA laufen 80% aller Unternehmensfinanzierungen über den Kapitalmarkt, also über die Emission von Anleihen, und nur 20% über klassische Bankkredite. In der Eurozone ist dieses Verhältnis genau umgekehrt. Geht es den Banken also schlecht, leidet die Realwirtschaft bei uns deutlich stärker. Deshalb hat es sich im Rückblick als fataler Fehler herausgestellt, dass im Zuge der Finanzkrise das Bankensystem nicht reformiert und mit genügend Eigenkapital ausgestattet wurde. Ähnlich wie in Japan hat man ein System von Zombie-Banken erhalten, die ohne staatliche Hilfe nicht überlebensfähig sind und ihrem gesamtwirtschaftlichen Auftrag der Kreditgewährung nur unzureichend nachkommen können.

Die EZB kann deswegen mit ihren Anleihekäufen nicht die gleiche „Hebelwirkung“ auf die Realwirtschaft ausüben wie die FED und setzt zum Ausgleich auf ein im Verhältnis zu ihrer Bilanzsumme größeres Kaufvolumen und mehr Gattungen (also nicht nur Staats-, sondern auch Unternehmensanleihen).



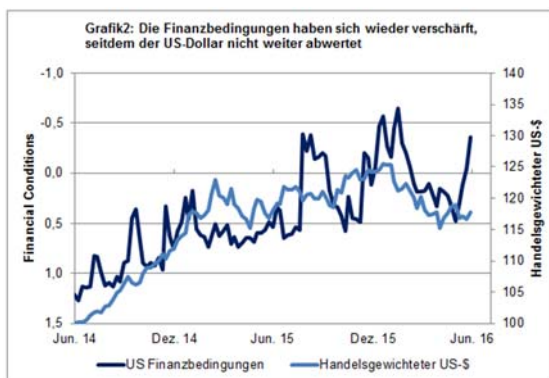
Ziel ist, die Verfügbarkeit von Krediten für Unternehmen zu fördern, was ihr allerdings aus den oben genannten Gründen nur zum Teil gelungen ist. Zwar haben sich die Kreditbedingungen für die meisten Unternehmen, v.a. auch in Südeuropa verbessert. Aber nach 7 Jahren immer niedrigerer und mittlerweile sogar

negativer Zinsen und immer größerer Anleihekaufprogrammen trifft das Gesetz der abnehmenden Grenzerträge auch die EZB. Die stimmungsaufhellende Wirkung lässt nach (vgl. Grafik 1). Fehlallokationen sind die Folge: Immobilienbesitzer und generell Schuldner werden von den Sparern „alimentiert“ mit der Gefahr von weiteren Spekulationsblasen.

Hinzu kommt, dass die EZB-Politik den nationalen Regierungen einen Vorwand liefert, sich aus ihrer wirtschaftspolitischen Verantwortung zu stellen: Dringend benötigte wachstumsfördernde Reformen werden aufgeschoben, verkrustete Strukturen bleiben erhalten. Solange aber das „Großreinemachen“ ausbleibt, wird die Unzufriedenheit mit den Regierungen wachsen und immer mehr Wähler den Populisten in die Arme treiben.

Am schlimmsten ist jedoch, dass die EZB sukzessive an Glaubwürdigkeit, dem wichtigsten „Asset“ einer Notenbank, einbüßt. Selbst die Begeisterung der größten Befürworter ultralockerer Geldpolitik, wie der OECD oder international tätiger Investmentbanken, hat spürbar nachgelassen. Die EZB ist geradezu zur „Geisel“ der Finanzmärkte geworden: Aus Furcht vor einem erneuten Finanzmarktcrash zeigt sie wieder größere Nachsicht gegenüber den Banken. Diese haben weniger Druck, ihre Kreditforderungen realistisch zu bewerten und damit ihre Bilanzen in Ordnung zu bringen, wie das jüngste Hickhack um die Größe des Kapitalbedarfs bei der italienischen Großbank Unicredit gezeigt hat.

... aber „Brexit“ bedeutet noch höhere Dosis



Trotz dieser wohlbegründeten Argumente für eine Kehrtwende, werden die Notenbanken aber im Gegenteil ihre bisherigen Bemühungen wahrscheinlich sogar noch verstärken. Die Nullzins- bzw. Negativzins-Politik bleibt uns sicher noch länger erhalten. Auch die FED wird sich angesichts des Wiedererstarken des US-Dollars gezwungen sehen,

ihren Plan für weitere Zinsanhebungen zu überdenken. Die „Financial Conditions“ haben sich in den USA zuletzt wieder verschlechtert (vgl. Grafik 2) und drohen, die Konjunktur weiter abzukühlen.

Die Finanzmärkte haben jedenfalls bereits reagiert: Vor dem „Brexit“-Referendum lag die Wahrscheinlichkeit für Zinserhöhungen im weiteren Jahresverlauf bei deutlich über 50%, aktuell nähert sie sich der Null-Linie.

Für Japan ist die Währungsentwicklung noch fataler: Handelsgewichtet hat der Yen seit Jahresbeginn um knapp 20% zugelegt, seit Ende Mai allein um 10%. Obwohl sich gerade in Japan die Grenzen der Geldpolitik immer deutlicher zeigen, wird die Notenbank (BOJ) kaum dem politischen Druck widerstehen, das Volumen ihrer Kaufprogramm zu erhöhen und mehr Wertpapiergattungen (v.a. Aktien) miteinzubeziehen. Vorstellbar ist sogar, dass die BOJ als erste bedeutende Notenbank in der jüngeren Geschichte auf „Helicopter Money“ setzt. In diesem Fall könnte sie dem Staat einen Kredit geben, z.B. indem sie Anleihen kauft, und im Gegensatz zu den bisherigen QE-Programmen auf deren Rückzahlung verzichtet.

Auch die EZB wird sich durch die jüngsten Ereignisse in ihrer Politik bestätigt fühlen. Sie ist von den drei großen Notenbanken aktuell in der komfortabelsten Position, da sich zum einen die Financial Conditions in der Eurozone durch das Wiedererstarken von US-Dollar und Yen entspannt haben und zum anderen die Wertpapierkaufprogramme noch nicht wie in Japan an ihre Grenzen stoßen.

Die Konsequenzen in der Anlagepolitik

Wichtig ist die Feststellung, dass der „Brexit“ kein sogenannter „Lehman-Moment“ ist. Die Bankbilanzen sind heute solider als 2008, die Notenbanken, wie oben dargestellt, proaktiver und bei den Investoren herrschte schon in den letzten Monaten alles andere als eine „Hurra-Stimmung“. Aktuell erleben wir keine existenzbedrohende Krise, sondern „nur“ eine Periode erhöhter Unsicherheit und geringer Risikobereitschaft. Seit 2011 sind wir gerade in der Eurozone immer wieder durch solche Phasen gegangen, die von heftigen Turbulenzen an den Finanzmärkten gekennzeichnet waren.

Per se lähmt Unsicherheit den „animal spirit“ und ist deswegen für Risikoassets von Nachteil. Investoren sind auf der Suche nach den sogenannten „safe havens“ und landen dabei typischerweise bei Staatsanleihen aus den USA bzw. Deutschland. Problematisch ist allerdings, dass diese mehr oder weniger deutlich überbewertet sind. Die Preise von US-Staatsanleihen spiegeln unseres Erachtens den Inflationsausblick und die politischen Risiken (Stichwort „Trump“) nur unzureichend wider. Dies gilt umso stärker für deutsche Bundesanleihen, deren Rendite im Schnitt bei mittlerweile -0,20% liegt. Deswegen lohnt der Blick auf Alternativen: Die beschriebene Situation des „lower for a lot longer“ und die Unsicherheit über die konjunkturelle Entwicklung wird der „Jagd nach Rendite“ neuen Auftrieb geben. Vor diesem Hintergrund bieten sich Unternehmensanleihen an. Zwar leiden diese auch unter dem risk-off-Modus, d.h. die Risikoaufschläge werden wahrscheinlich noch etwas größer werden. Durch den Rückgang des allgemeinen Zinsniveaus wird dieser Effekt aber abgefedert.

Für Aktien ist die Situation unübersichtlicher: Positiv ist anzumerken, dass gerade deutsche Aktien mit einem KGV für 2016 von 12 (30-Jahres-Durchschnitt: 14,5) und dem auf die langfristige Gewinnentwicklung (über 10 Jahre) abzielenden Shiller-KGV von 15,5 (30-Jahres-Durchschnitt: 21) im historischen Vergleich günstig sind. Allerdings tun sich Aktienmärkte in einer Phase rückläufiger Gewinnschätzungen traditionell unabhängig von ihrem Bewertungsniveau schwer.

Seit Jahresbeginn haben die Analysten die Gewinnaussichten für die DAX-Unternehmen von einem Zuwachs im niedrigen einstelligen Bereich auf mittlerweile -3% mit weiter fallender Tendenz angepasst.

In der Eurozone bzw. Europa fallen die Kürzungen noch drastischer aus: -4% nach +8% zu Jahresbeginn in der Eurozone bzw. -6% nach +5% zu Jahresbeginn für Europa. Verantwortlich hierfür sind auf der Sektorebene vor allem Finanzwerte und Zykliker, weniger die von uns traditionell favorisierten defensiven Wachstumswerte. Auf der Länderebene sind vor allem Italien und Spanien gefährdet, da zum einen der Finanzsektor jeweils von großer Bedeutung ist und diese Märkte zum anderen traditionell besonders stark leiden, wenn die Risikobereitschaft der Investoren schwindet. Britischen Aktien werden über die nächsten Wochen ein Spielball des politischen „Newsflow“ bleiben. Aber zumindest ist die deutliche Abwertung des Pfunds (allein 9% seit dem Referendum) eine willkommene Entlastung für Unternehmen mit einem hohen Exportanteil.

In den USA fallen die Gewinnkürzungen weniger drastisch aus. Dies ist aber kein wirklicher Trost, da die Bewertung bezogen auf das Shiller-KGV mit 26 oberhalb des Durchschnitts der letzten 30 Jahre (24,5) und sogar deutlich über dem langfristigen Durchschnitt seit 1900 (19) liegt. Die seit der Finanzkrise von den Notenbanken gestützte Tendenz zu immer höheren Bewertungen ist vorbei, der Trend geht in die andere Richtung. Allerdings hat die Vergangenheit gezeigt, dass man den amerikanischen Aktienmarkt nicht vorschnell abschreiben sollte. In Phasen globaler Turbulenzen gilt er traditionell als Hort relativer Stabilität, zumindest im Vergleich zu anderen Risikoassets. Auch diesmal könnte er also wieder von „Fluchtkapital“ profitieren.

Ganz anders stellt sich die Situation in Japan dar. Die „Abenomics“ sind de facto gescheitert, seitdem der Yen wieder gegenüber allen anderen Währungen an Wert gewinnt. Jetzt rächt sich, dass der Anstieg der Unternehmensgewinne in den letzten drei Jahren im Wesentlichen währungsgetrieben war, während Maßnahmen zur Effizienzsteigerung, wie höhere Investitionen in Forschung und Entwicklung, weitgehend ausgeblieben sind. Ausländische Investoren verlassen in Scharen den japanischen Aktienmarkt und selbst bei den patriotisch gesinnten inländischen Investoren (v.a. Pensionsfonds und die Postsparkasse) hat die Kauf-Begeisterung spürbar nachgelassen.

In den nächsten Wochen gilt unser Hauptaugenmerk dem US-Dollar. Er ist das „Fieberthermometer“ für die Finanzmärkte: Ist er stark, geben die Preise von Risikoassets nach. Besonders betroffen sind typischerweise Aktien und Anleihen aus Schwellenländern, da diese stark in US-Dollar verschuldet sind. Darüber hinaus leiden auch alle Länder, deren Währung eng an den US-Dollar gekoppelt ist. Als sich beispielsweise im ersten Quartal die chinesische Notenbank veranlasst sah, die eigene Währung gegenüber dem US-Dollar leicht abzuwerten, hatte die zweistellige Kursverluste für amerikanische und europäische Aktien zur Folge. Eine weitere Aufwertung des US-Dollar ist der „Infektionsweg“, über den ein vergleichsweise kleiner regionaler Schock wie der „Brexit“ zu einer globalen Ansteckung der Finanzmärkte führen kann.

Angesichts der dargestellten Risiken bleibt unsere Anlagepolitik auch in den nächsten Monaten defensiv ausgerichtet. Wir favorisieren Unternehmensanleihen gegenüber Aktien, die Aktienquoten sind aktuell niedriger als noch vor einigen Wochen. Europa und die USA sehen wir gleichwertig mit Betonung deutscher Werte und der traditionellen „stable earners“ aus den Sektoren Technologie, Gesundheit, Nahrungsmittel und Konsumgüter.

Dr. Ernst Konrad

DISCLAIMER: Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement. GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und ist kein Anlagevorschlag bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quelle für die Grafiken ist, so weit nicht anders vermerkt, Bloomberg.