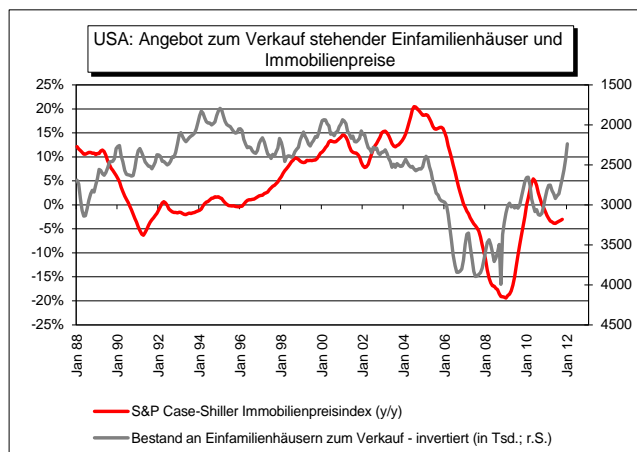


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Aktienmärkte: Im Angesicht der Schuldenkrise

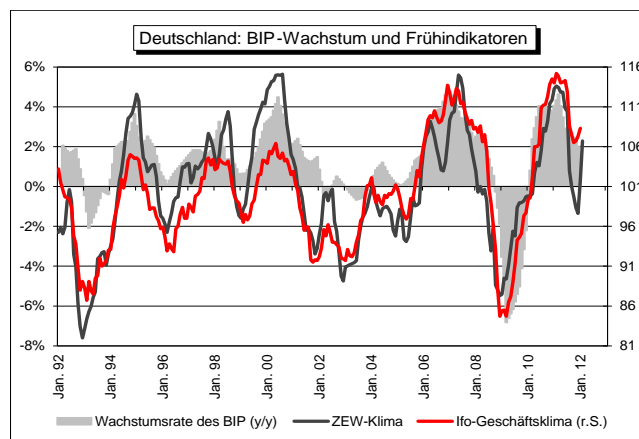
Seit Beginn des Jahres kennen die Aktienmärkte fast nur eine Richtung: aufwärts. Diese Entwicklung hat uns – genauso wie viele andere Anleger – überrascht, da wir angesichts der schwelenden Schuldenkrise und schwacher Konjunkturdaten Ende des vergangenen Jahres wenig optimistisch für den Konjunktur- und Aktienmarktausblick 2012 waren. Angesichts des fulminanten Jahresauftaktes an den Börsen und zum Teil deutlich besser als erwartet ausgefallener Wirtschaftsdaten stellt sich jedoch die Frage, ob diese Skepsis noch gerechtfertigt ist oder ob man nicht die Prognosen revidieren muss.

Fakt ist, dass sich vor allem die wirtschaftlichen Perspektiven für die USA seit Wochen kontinuierlich verbessern; diese Schlussfolgerung lassen viele wichtige Frühindikatoren zu. So haben sich die nationalen Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor von der Schwächephase des vergangenen Sommers wieder erholt, und auch bei den Kleinunternehmen, die für jede Volkswirtschaft besonders wichtig sind, hat sich die Stimmung in den letzten 5 Monaten verbessert. Und selbst die Bauwirtschaft, die aufgrund der Immobilienkrise in den vergangenen drei Jahren einen regelrechten Niedergang erlebte, scheint sich auf dem nun erreichten, sehr niedrigen Niveau zu stabilisieren. Die Stimmung der von der National Association of Home Builders befragten Immobilienunternehmen ist zwar mehrheitlich immer noch von Zurückhaltung geprägt, doch ist sie so gut wie seit viereinhalb Jahren nicht mehr. Dazu dürfte beigetragen haben, dass die Zahl der zum Verkauf stehenden Häuser stark zurückgegangen ist und gleichzeitig ein Immobilienkauf gemessen am Preis eines Hauses, dem verfügbaren Einkommen und den Hypothekenzinsen so günstig ist wie nie zuvor in den vergangenen 40 Jahren. Insofern spricht vieles dafür, dass die Trendwende am amerikanischen Immobilienmarkt erreicht ist und sich dies auch positiv auf die Gesamtwirtschaft auswirken wird. Anleger, die darauf setzen, dass sich der positive Trend am Immobilienmarkt fortsetzt, könnten somit überlegen, ob sie in amerikanische Immobilienaktien oder als breiteres Investment in den „S&P Homebuilder Index“ investieren.



Aufgrund der guten US-Konjunkturdaten empfehlen wir seit geraumer Zeit, US-Aktien in einem Portfolio leicht überzugewichten. Zwar ist die Wertentwicklung des Dow Jones Index und des S&P 500 seit Jahresbeginn und in Euro gerechnet nicht besser als die der meisten europäischen Aktienmärkte, doch halten wir die Rahmenbedingungen für die USA immer noch besser als die in Europa. Zwar ist der US-Aktienmarkt (nicht zuletzt wegen seiner besseren Wertentwicklung im vergangenen Jahr) höher bewertet als vergleichbare europäische Börsen, doch ist diese „Bewertungsprämie“ historisch üblich und unseres Erachtens aufgrund der besseren wirtschaftlichen Situation derzeit auch fundamental gerechtfertigt. Würde sich weder an den Gewinnsschätzungen noch an der Bewertung in den kommenden Monaten etwas gravierend ändern, so könnte der S&P in diesem Jahr noch auf rund 1.500 Punkte ansteigen.

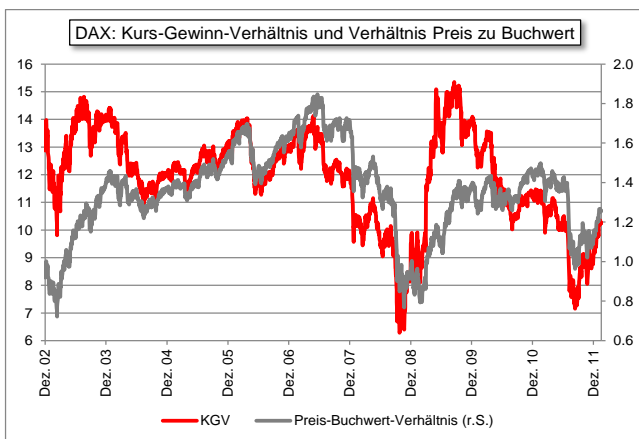
Ähnlich gut wie in den USA haben sich in den vergangenen Wochen die deutschen Frühindikatoren entwickelt. Zwar litt die Realwirtschaft im 4. Quartal 2011 unter der Schuldenkrise der europäischen Nachbarn und der Rezession, die viele dieser Länder derzeit erleben, doch haben sich die Einkaufsmanagerindizes, das Ifo-Geschäftsklima, das Konsumentenvertrauen und der ZEW-Index deutlich erholt. Obwohl das reale Bruttoinlandsprodukt im 4. Quartal 2011 um 0,2% gesunken ist, scheint eine „technische Rezession“, nämlich ein sinkendes BIP in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen, unwahrscheinlich zu sein. Diese Erwartung lag unserer bisherigen BIP-Prognose eines nahezu stagnierenden Wirtschaftswachstums im Jahr 2012 zugrunde, so dass sich auch hier Potenzial für eine Anhebung der Prognose ergibt. Statt mit 0,2% könnte das deutsche BIP somit eher in einer Größenordnung von 0,6 oder 0,7% in diesem Jahr wachsen.



Damit bleibt Deutschland die Konjunkturlokomotive in der Eurozone, auch wenn die Wirtschaft unter weniger Dampf steht als in den vergangenen beiden Jahren. Da die wirtschaftlichen Divergenzen im gemeinsamen Währungsraum jedoch eher zu- als abnehmen, dürfte Deutschland diese Spitzenposition auch über das Jahr 2012 hinaus verteidigen können. Dies ist auch der Grund, weshalb wir deutsche Aktien zusammen mit US-amerikanischen favorisieren. Dass der deutsche Aktienmarkt in diesem Jahr so gut läuft, kommt von daher auch nicht wirklich überraschend. Nach-

dem die Kurse seit Jahresbeginn aber schon um rund 10% angestiegen sind, stellt sich die Frage, ob noch weiteres Kurspotenzial besteht.

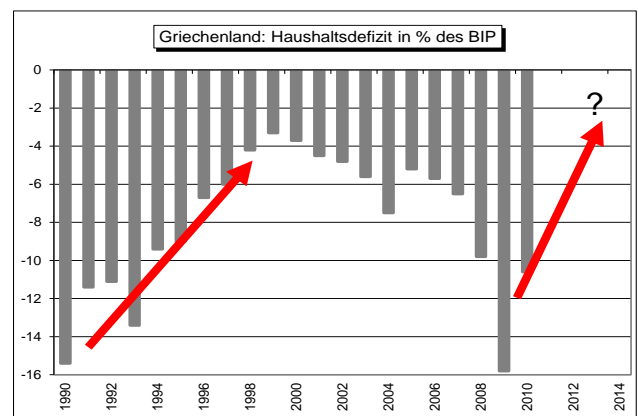
Blickt man isoliert auf die Rahmenbedingungen in Deutschland, so kann man konstatieren, dass die Reise am Aktienmarkt durchaus noch weiter gehen kann. Die von uns im Herbst 2011 befürchteten negativen Gewinnrevisionen sind sehr viel verhaltener ausgefallen als wir damals erwartet haben, und viele Unternehmen signalisieren, dass es ihnen auch zu Beginn des Jahres 2012 gut geht. Unter Bewertungsgesichtspunkten ließe sich somit ein weiterer Kursanstieg durchaus rechtfertigen. Derzeit ist der DAX mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von rund 10 bewertet. Blieben die Gewinnschätzungen und der Bewertungsmultiplikator bis Jahresende unverändert, könnte der Deutsche Aktienindex noch bis auf 7.400 Punkte ansteigen, was ein nochmaliges Kursplus von gut 10% bedeuten würde. Verwendet man statt des Kurs-Gewinn-Verhältnisses als Bewertungskennziffer die Relation von Preis zu Buchwert, würde sich noch ein Potenzial von 6% ergeben, wenn man davon ausgeht, dass das derzeitige Verhältnis von Preis zu Buchwert von 1,26 auf seinen langjährigen Mittelwert von 1,34 ansteigen wird.



Doch abgesehen von den positiven konjunkturellen Entwicklungen in den USA, Deutschland und in einigen Schwellenländern bleibt eine große Unbekannte, die man als Anleger mit einkalkulieren muss, unverändert bestehen: die Schuldenkrise und ihre Auswirkungen auf die Konjunktur und die Kapitalmärkte. Es fällt auf, dass sich die Aktienmärkte von den uns fast täglich erreichenden neuen Hiobsbotschaften aus Griechenland kaum noch beeindrucken lassen. Der Poker um die Auszahlung der nächsten Tranche des Kredites an Griechenland hat mittlerweile abstruse Züge erreicht: Während man bislang den Eindruck hatte, dass die griechische Regierung bei den von der Troika verlangten Reformen und Zugeständnissen auf Zeit spielt und sich der Bedeutung Griechenlands für die Eurozone sehr wohl bewusst ist, haben die europäischen Finanzminister zuletzt den Spieß umgedreht und den Druck auf Griechenland stark erhöht. Das aus unserer Sicht wahrscheinlichste Szenario ist, dass man sich in den nächsten Wochen einigen wird und der nächste Kredit an Griechenland ausgezahlt werden wird. Und das, obwohl mittlerweile jedem klar sein sollte, dass Griechenland auch in Zukunft

die geforderten Einsparungen und Reformen nicht umsetzen kann und wird. Denn dazu bräuchte das Land das, was es derzeit am wenigsten hat: Wachstum.

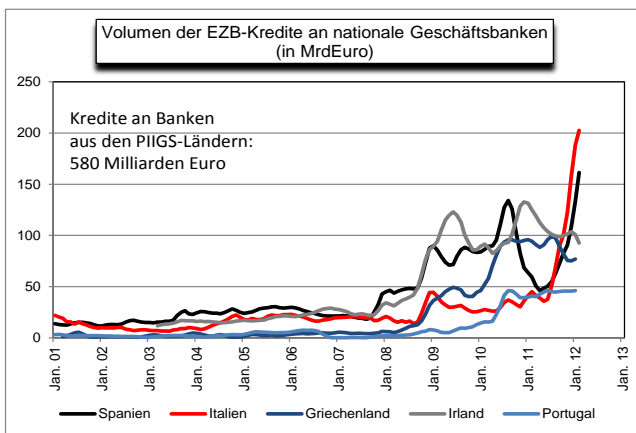
Allein im 4. Quartal 2011 ist das griechische BIP real um 7% und nominal um 6% gegenüber dem Vorjahr gesunken. Für das Gesamtjahr 2011 ergibt sich ein Rückgang des realen BIPs von 6,8% und des nominalen BIPs von 5,3%. Die Schuldenquote, die Ende 2010 noch bei gut 140% gelegen hat, ist somit 2011 auf rund 160% angestiegen. Kommt es zu dem „freiwilligen“ Schuldenschnitt von 100 Milliarden Euro, könnte die Verschuldung von 350 Milliarden Euro auf 250 Milliarden sinken. Da Griechenland 2012 in der Rezession bleiben wird, dürfte es am Jahresende erneut ein Haushaltsdefizit geben. Denn bei einem durchschnittlichen Zinssatz von 4% müsste Griechenland 2012 rund 10 Milliarden Euro Zinsen zahlen, dies entspricht rund 4,7% des BIP. Selbst wenn es Griechenland also gelingt, sein Primärdefizit auf null zu reduzieren, würde die Schuldenquote Ende 2012 wohl bei fast 123% (dies entspricht einem Schuldenstand von 260 Milliarden Euro bei einem erwarteten nominalen BIP von 212 Milliarden Euro) liegen. Das von den europäischen Finanzministern ausgegebene Ziel, die Schuldenquote bis 2020 bei 120% zu stabilisieren, würde aber bedeuten, dass Griechenland unter der Annahme eines jährlichen Haushaltsdefizites von 5% jedes Jahr eine nominale Wachstumsrate von gut 4% erzielen müsste. Warum? Weil das Verhältnis von Defizit zum nominalen Wirtschaftswachstum die Quote ergibt, bei der sich die Staatsschulden langfristig einpendeln. Schafft Griechenland hingegen nur ein Wachstum von 2% (3%) würde sich die Schuldenquote bei einem Haushaltsdefizit von 5% bei 250% (167%) einpendeln. Umgekehrt lässt sich errechnen, dass Griechenland bei einem Zinssatz von 4% und einer Wachstumsrate von 2% (3%) einen Primärüberschuss in Höhe von 2,4% (1,2%) benötigt, um die Schuldenquote bei 120% zu stabilisieren. Unter heutigen Bedingungen scheinen diese Annahmen kaum erreichbar zu sein, so dass man davon ausgehen muss, dass sich eine Pleite Griechenlands zumindest mittelfristig kaum abwenden lassen wird.



Doch die viel entscheidendere Frage ist, was bedeutet all dies für Italien oder Spanien? Dass Griechenland kaum zu retten ist und auch Portugal ein ähnliches Schicksal droht, ist den meisten Marktteilnehmern klar. Ebenso, dass dies entweder zu einem Ausscheiden eines oder sogar beider Länder aus der Eurozone führen könnte oder dazu, dass die

anderen Länder jahrelange Transferzahlungen leisten müssen. Dies wäre angesichts der geringen Größe beider Länder vermutlich wirtschaftlich sogar möglich. Doch bei Spanien, dem viertgrößten Land der Eurozone mit einer Staatsschuld von gut 600 Milliarden Euro, oder Italien, der drittgrößten Volkswirtschaft der Eurozone mit einem Schuldenberg von fast 2 Billionen Euro, sind Transferzahlungen zum Haushaltsausgleich zumindest längerfristig undenkbar. Von daher sollte jedem klar sein, dass die viel zitierten „Brandmauern“ im Falle von Spanien und vor allem Italiens vermutlich gar nicht hoch genug sein können.

Dass die Schuldenkrise in den vergangenen Wochen an Bedeutung für die Aktienmärkte verloren hat, dürfte neben den besseren Konjunkturdaten vor allem auf das Eingreifen der EZB und den ersten 3-Jahrestender im Dezember 2011 zurückzuführen sein. Dieses langfristige Refinanzierungsgeschäft zu einem Zinssatz von 1% wurde vor allem von den Banken Spaniens und Italiens stark genutzt, um sich Liquidität von der EZB zu besorgen. Die Hoffnung damals war (und diese hat sich zwischenzeitlich auch erfüllt), dass die Geschäftsbanken die Liquidität zum Kauf neuer Staatsanleihen aus ihren Ländern verwenden. Und so sind in den vergangenen Wochen die Renditen für italienische und spanische Staatsanleihen zum Teil deutlich gesunken. Die Staatsfinanzierung der EZB durch die Hintertür ist somit geglückt, der Teufelskreis aus Misstrauen und geringer Liquidität wurde durchbrochen.



Dennoch wird von vielen ein wichtiger Zusammenhang übersehen: Bei der Beurteilung, ob ein Land „nur“ ein Liquiditäts- oder doch ein Solvenzproblem hat, kommt es nicht allein auf den Zinssatz an, zu dem man sich refinanzieren kann. Da die Verschuldung eines Landes nie absolut betrachtet wird sondern immer in Relation zur Wirtschaftsleistung, also dem Bruttoinlandsprodukt, muss man sich vor Augen halten, dass es für die Entwicklung der Schuldenquote eben nicht nur auf den Zins sondern auch auf die (nominale) Wachstumsrate des BIPs ankommt. So ist es zwar richtig und auch gut, dass sich Italien mittlerweile wieder günstiger refinanzieren kann, als dies noch im Dezember 2011 der Fall war, doch ist seit dem auch die Wachstumsannahme deutlich nach unten korrigiert worden. Das bedeutet aber, dass sich die für die Entwicklung der Schuldenquote entscheidende Zins-Wachstums-Differenz

für Italien in den vergangenen Wochen nicht verbessert, sondern eher sogar weiter verschlechtert hat.

Was heißt dies konkret? Zum einfacheren Rechnen unterstellen wir, dass Italien Ende 2011 ein nominales BIP von 1.500 Milliarden Euro und Schulden von 1.800 Milliarden Euro hat; dies entspricht einer Schuldenquote von 120%. Unter der Annahme (1), dass Italien 2012 ein reales Wirtschaftswachstum von 1% und eine Inflationsrate von 2% erreicht, würde die Schuldenquote stabil bleiben, wenn das italienische Haushaltsdefizit 3,6% nicht überschreitet. Schrumpft die italienische Wirtschaft aber in realer Rechnung um 2%, so wie es die derzeitigen Prognosen des IWF erwarten lassen, und wird eine Inflationsrate von 1% erzielt (Annahme 2), bliebe die Schuldenquote nur dann stabil, wenn das Land einen Haushaltsüberschuss von 1,2% erzielen würde.

Geht man davon aus, dass Italien 6% Zinsen für seine Schulden bezahlen müsste, so entspräche dies bei einem Schuldenstand von 1.800 Milliarden Euro einer Summe von 108 Milliarden Euro oder 7,2% des BIP. Unter der Annahme 1 würde Italien einen Primärüberschuss von 3,6% benötigen, unter Annahme 2 einen von 8,4%, damit die Schuldenquote nicht weiter ansteigt. Wenn man unterstellt, dass sich Italien etwas günstiger, nämlich im Durchschnitt zu 4,5% refinanzieren kann, sähen die Rechnungen folgendermaßen aus: Unter der optimistischen Wachstumsannahme 1 wird das Land einen Primärüberschuss von 1,8% benötigen, damit die Schuldenquote bei 120% bleibt. Dies hat Italien in der Vergangenheit schon geschafft. Unter der ungünstigeren Wachstumsannahme 2, die aus heutiger Sicht jedoch die realistischere Variante ist, muss das Land einen Primärüberschuss von 6,6% erwirtschaften damit die Schuldenquote im Jahr 2012 nicht ansteigt. Dies ist unseres Erachtens nicht erreichbar, so dass Italiens Schuldenquote Ende 2012 bei rund 125% liegen dürfte. Solange das nominale Wirtschaftswachstum Italiens nicht mindestens 3% erreicht, solange wird die Schuldenquote wohl weiter ansteigen. Dabei muss man davon ausgehen, dass der Primärsaldo sehr stark vom Wirtschaftswachstum bestimmt wird. Denn wenn das Wachstum hoch ist, nehmen die Staatseinnahmen tendenziell stärker zu als die Ausgaben, wenn die Regierung diese nicht erhöht. Im umgekehrten Fall wirken die automatischen Stabilisatoren und die Defizite werden größer. Unseres Erachtens hat Italien deswegen nicht nur ein Liquiditäts- sondern auch ein Solvenzproblem.

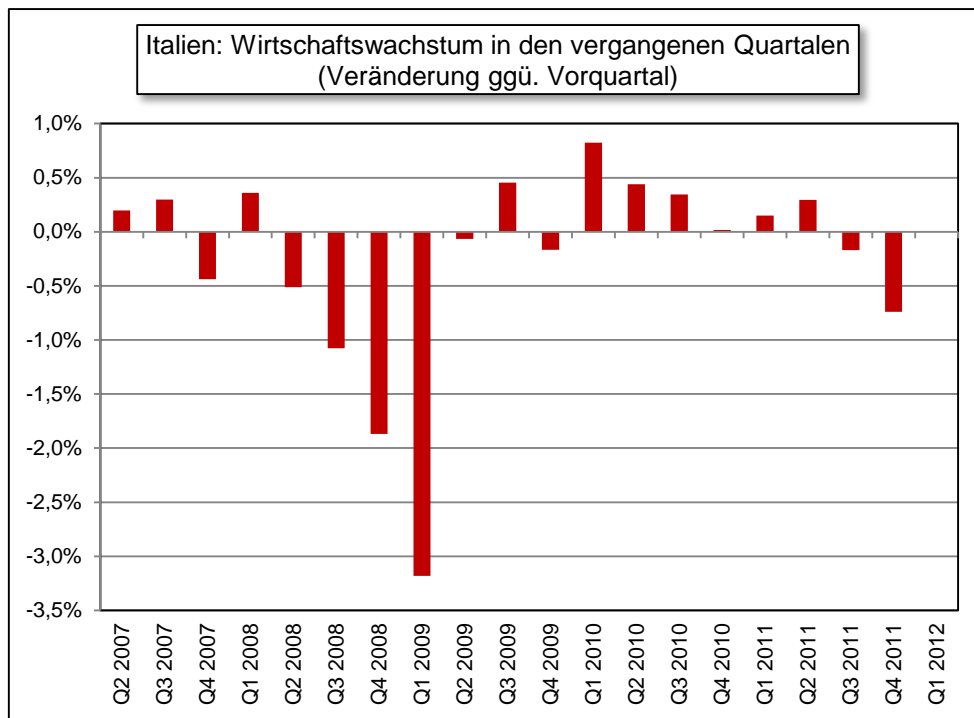
Vor diesem Hintergrund bleiben die wirtschaftlichen Aussichten und auch die Perspektiven für den Aktienmarkt hohen Unsicherheiten ausgesetzt. Kurzfristig dürfte aber die enorme Liquidität – am 29. Februar wird die EZB einen weiteren 3-Jahrestender begeben – die vorhandenen Probleme überdecken, so dass die Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten zunächst anhalten dürfte. Wann die Schuldenkrise wieder stärker in den Vordergrund rücken wird, ist ungewiss, so dass man als Anleger trotz der verbesserten konjunkturellen Rahmenbedingungen weiterhin sehr wachsam sein muss.

Wochenausblick für die Zeit vom 20. bis 24. Februar 2012

	Sep	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	50,3	49,1	47,9	48,4	51,0	53,2	22. Februar
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	49,7	50,6	50,3	52,4	53,7	54,6	22. Februar
D: Importpreise, m/m	0,6%	-0,3%	0,4%	0,3%	0,7%		ab 23. Februar
D: Importpreise, y/y	6,9%	6,8%	6,0%	3,9%	3,1%		ab 23. Februar
D: Ifo Geschäftsklima	107,4	106,4	106,6	107,2	108,3	108,8	23. Februar
E-17: Einkaufsmangerindex ver. Gew.	48,5	47,1	46,4	46,9	48,8	49,7	22. Februar
E-17: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	48,8	46,4	47,5	48,8	50,4	51,8	22. Februar
E-17: Auftragseingang, m/m	-7,8%	1,8%	-1,3%	0,7%			22. Februar
E-17: Auftragseingang, y/y	1,7%	1,5%	-2,7%	-2,7%			22. Februar

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Italiens Wachstum bricht im vierten Quartal ein



Im vierten Quartal ist das italienische Bruttoinlandsprodukt um 0,7% gegenüber dem Vorquartal gefallen. Der Rückgang ist damit stärker ausgefallen als von vielen erwartet wurde. Im Gesamtjahr 2011 fiel das Wachstum mit 0,4% immerhin noch leicht positiv aus. Im laufenden Jahr rechnen wir dagegen mit einem BIP-Rückgang von 1,3% in Italien. Durch das schwache Wachstum Ende 2011 liegt der statistische Unterhang in einer Größenordnung von 0,6%; selbst wenn die Wirtschaftsleistung auf dem Niveau des vierten Quartals 2011 stagniert, würde die italienische Wirtschaft 2012 gegenüber dem Vorjahr schrumpfen. Die Prognoseunsicherheiten für Italien sind allerdings besonders hoch. Dies zeigt sich allein in der Spreizung der Wachstumsschätzungen, die zwischen -2,2% (IWF) und rund -0,4% (italienische Regierung) liegen. Wir sehen vor allem zwei Einflussfaktoren, die eine Wachstumsprognose für

das laufende Jahr erschweren: Es lässt sich bislang kaum abschätzen, wie stark die restriktiveren Kreditkonditionen für die italienischen Verbraucher und Unternehmen das Wachstum beeinträchtigen werden. Dies hängt auch davon ab, wie stark die Kreditvergabe durch die Maßnahmen der EZB angekurbelt werden kann. Zudem basiert unsere Prognose auf der Annahme, dass das Misstrauen gegenüber Italien 2012 nicht wieder maßgeblich zunimmt. Wenn die Kreditvergabe durch die italienischen Banken wesentlich restriktiver ausfallen sollte oder wenn das Misstrauen gegenüber Italien wieder zunimmt, bestehen Abwärtsrisiken für unsere Prognose.

	Stand 16.02.2012 17:28	Veränderung zum			
		09.02.2012 -1 Woche	13.01.2012 -1 Monat	15.11.2011 -3 Monate	30.12.2011 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	12842	-0.4%	3.4%	6.2%	5.1%
S&P 500	1347	-0.3%	4.5%	7.1%	7.1%
Nasdaq	2924	-0.1%	7.9%	8.9%	12.3%
Wilshire 5000	14133	-0.7%	4.9%	7.4%	7.8%
DAX	6742	-0.7%	9.7%	13.6%	14.3%
MDAX	10284	-0.7%	8.4%	15.6%	15.6%
TecDAX	772	-0.1%	7.6%	12.6%	12.7%
EuroStoxx 50	2485	-1.5%	6.3%	10.3%	7.3%
Stoxx 50	2496	0.2%	4.1%	10.3%	5.3%
Nikkei 225	9238	2.6%	8.7%	8.2%	9.3%
Topix	800	2.0%	8.9%	9.5%	9.8%
Brasilien BOVESPA	65325	-0.3%	10.4%	12.1%	15.1%
Russland RTS	1644	0.4%	13.7%	7.7%	19.0%
Indien BSE 30	18154	1.8%	12.4%	7.5%	17.5%
China Shanghai Composite	2357	0.3%	5.0%	-6.8%	7.2%
MSCI Welt (in €)	1275	1.1%	3.9%	11.0%	6.9%
MSCI Emerging Markets (in €)	1058	1.5%	8.7%	13.3%	14.5%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	138.98	188	-96	27	-6
Bobl-Future	125.18	70	-39	127	7
Schatz-Future	110.29	6	-13	14	-5
3 Monats Euribor	1.04	-3	-19	-42	-32
3M Euribor Future, Juni 2012	0.82	2	0	-45	0
3 Monats \$ Libor	0.49	-2	-7	3	-9
Fed Funds Future, Juni 2012	0.12	0	3	4	0
10-jährige US Treasuries	1.96	-5	10	-7	9
10-jährige Bunds	1.87	-13	9	10	4
10-jährige JGB	0.95	-4	-1	-2	-4
US Treas 10Y Performance	522.79	1.0%	-0.2%	1.9%	0.0%
Bund 10Y Performance	473.52	1.3%	-0.3%	0.4%	0.2%
REX Performance Index	421.24	0.0%	-0.8%	-0.3%	-0.4%
Hypothekenzinsen USA	3.87	0	-2	-12	-8
IBOXX AAA, €	2.56	-15	-25	-65	-71
IBOXX BBB, €	5.12	-7	-89	-74	-100
ML US High Yield	7.72	-4	-63	-105	-93
JPM EMBI+, Index	619	0.4%	3.6%	3.4%	2.8%
Wandelanleihen Exane 25	4903	0.7%	5.9%	6.4%	8.0%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	588.44	-0.5%	3.3%	-1.9%	4.5%
MG Base Metal Index	378.20	-2.5%	4.9%	8.1%	13.1%
Rohöl Brent	121.43	4.1%	7.1%	7.3%	12.8%
Gold	1719.74	-1.7%	5.2%	-3.4%	9.2%
Silber	33.69	-0.3%	13.7%	-1.0%	19.6%
Aluminium	2156.75	-4.2%	2.0%	2.7%	8.1%
Kupfer	8351.00	-4.4%	4.5%	9.0%	10.0%
Frachtraten Baltic Dry Index	723	4.0%	-31.3%	-60.8%	-58.4%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1.3047	-1.8%	2.2%	-3.6%	0.8%
EUR/ GBP	0.8281	-1.4%	-0.1%	-3.1%	-0.9%
EUR/ JPY	102.89	0.3%	4.9%	-1.2%	2.7%
EUR/ CHF	1.2074	-0.2%	-0.2%	-2.7%	-0.7%
USD/ JPY	78.87	1.5%	2.5%	2.3%	2.5%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com
Matthias Thiel	+49 40 3282-2401	mthiel@mmwarburg.com
Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com