Dr. Hartmut Bischoff
finanz coaching

Marktübersicht

5.12.2011 – 10.12.2011 (Nr. 47/11)

Aktien sind out — oder??

Diese Woche sind die Renditen für US-Staatsanleihen auf ein 60-Jahres-Tief gefallen. Die Renditen von Investment-Grade-Unternehmensanleihen folgen diesem Trend: auf für Unternehmen war es nie preiswerter, sich mit Fremdkapital voll zu saugen — solange man solide aufgestellt ist und die Verschuldung nicht übertreibt.

Der Aktienmarkt tritt dagegen selbst in den USA auf der Stelle. Der *S & P 500* weist steit Jahresbeginn eine Rendite von knapp über Null Prozent auf. US-Firmenlenker werden oft an der Performance der eigenen Aktien gemessen und bezahlt. Viele sind frustriert, da sie in der Mehrzahl hervorragende Ergebnisse erzielt haben, hierfür jedoch nicht belohnt werden.

Wenn der Markt die Aktienpreise falsch einschätzt, kann das Unternehmen natürlich gegensteuern. Aktienrückkäufe sind in den USA ein beliebtes Instrument. Da dies nun auch nicht mehr hilft, die Aktienpreise nachhaltig zu erhöhen, zünden erste Unternehmen die nächste Raketenstufe: Sie nutzen die Anleihe-Kaufwut der Anleger für Anleihe-Emissionen. Mit dem so eingenommenen Geld kauft man dann Aktien zurück. So geschehen bei *Safeway* und *Intel*. Letztere emittierte eine Anleihe (5 Mrd. $) mit 30 jähriger Laufzeit, die mit 3.12 % rentiert. Die Aktie weist eine Dividendenrendite von 4 % auf. Sie hätte damit aus fundamentaler Sicht noch »Luft« bis eine Dividendenrendite von 3,1 % resultiert.

Wenn Fremdkapital preiswerter ist als Eigenkapital, ist es an der Zeit, über strategische Investments in Eigenkapital (Aktien) nachzudenken und Anleihen abzustoßen. Aktien sind derzeit zwar unendlich volatil, aber nicht desto trotz alles andere als »out«.

		Trend strategisch	Trend taktisch	aktueller Impuls	Seite
Themen der Woche	Mission accomplished ?				2
Europa	EuroStoxx	→	↠	21 %	
	CAC (F)	→	↠	22 %	
	IBEX (ES)	→	↠	20 %	
	SMI (CH)	→	↗	13 %	
	DAX	→	↠	18 %	
	ATX (A)	↘	↠	36 %	
	CeCe	↘	↠	32 %	
	Bund-Future	→	↠		
	USD/EUR	↗	↗		
	USD/AUD	→	↠		
	Edelmetalle	↗	↠	12 %	

		Trend strategisch	Trend taktisch	aktueller Impuls	Seite
Amerika	*S & P 100*	→	↗	6 %	
	S & P 500	→	↠	7 %	
	Russell 2000	→	↗	13 %	
	Nasdaq	→	↗	4 %	
	TSX(Kanada)	↘	↠	14 %	
	Bovespa(Bras.)	→	↗	18 %	
Asien	Apex	→	↠	14 %	
	Nikkei (J)	↘	↠	22 %	
	Kospi (Korea)	→	↠	13 %	
	HSI(HK)	→	↠	23 %	
	SSE(China)	↘	↘	26 %	
	Sensex(Indien)	↘	↘	20 %	
	ASX (AU)	→	↠	13 %	
Rohstoffe	UBS Commodity I.	↘	↠	16 %	
	Agrarrohstoffe	↘	↘	20 %	
	Industriemetalle	→	↠	23 %	
	Öl (USO)	→	↗	13 %	

Veränderungen gegenüber der Vorwoche sind farbig dargestellt.

rote Pfeile weisen auf eine Korrektur nach unten, blaue Pfeile auf eine Korrektur nach oben hin.

aktueller Impuls: Veränderungen seit dem Low der letzten Korrektur bzw. seit dem letzten Verlaufshoch;
Trend (strategisch) reflektiert den Trend des Marktes auf der Basis eines Wochencharts;
Trend (taktisch) gibt die Handelsrichtung auf der Basis eines Tagescharts wieder.

Mission accomplished?

Der Leitzins ist gesenkt, die Anforderungen für Sicherheitsleistungen (Collateral) für Ausleihungen der Banken bei der EZB oder den nationalen Notenbanken (Repopgeschäfte) wurden sogar massiv gesenkt und auch der Handlungsdruck für die politischen Klassen in den Euro-Defizitländern wurde aufrecht gehalten. Damit hat die EZB einen Teil der Anforderungen erfüllt. Der unerfüllte Teil, die Absage an unlimitierte Anleiheaufkäufe, hat am Donnerstag zu größerer Volatilität gesorgt.

Parallel zur Zinsentscheidung der Notenbank wurden die Ergebnisse des neuesten **Bankenstreßtests** veröffentlicht. Der europäische Bankensektor benötigt demnach insgesamt 115 Mrd € zusätzliches Eigenkapital. Insbesondere die deutschen Banken überraschten negativ.

Die *Commerzbank* allein benötigt nun in den nächsten sieben Monaten eine Kapitalspritze in Höhe von 5,3 Mrd. €. Wie sie dieses Geld auftreiben will, ist unbekannt. Entweder wird die Bank verstaatlicht werden — oder die Bank reduziert ihre Geschäftsaktivitäten — oder beides.

Ganz nebenbei kam beim jüngsten Bankenstresstest auch das noch bestehende Engagement französischer Banken in den EU-Schuldenstaaten ans Tageslicht. Demnach halten die Banken griechische, italienische, spanische und portugiesische Staatsanleihen in Höhe bon 105 Mrd €. Im Juli war das Engagement noch 60 Mrd € größer. Sie haben also etwa ein Drittel ihrer Risiken an den Markt, oder besser, an die EZB abgetreten.

Insgesamt haben die französischen Banken in den letzten Monaten aus der Sicht der Bankenaufsicht ihre Hausaufgaben gemacht. Ihr Kapitalbedarf ist von 8,8 Mrd € im August auf nun 7,7 Mrd € zurückgegangen. *Moody's* sieht das offenbar anders. Einen Tag nach der Veröffentlichung der Stress-Test-Daten stufte die Ratingagentur die französischen Banken unisono herunter. Die Begründung: die Wahrscheinlichkeit auf eine Verstaatlichung der Banken ist sehr groß, falls sich die Krise fortsetzt. Weder der Stresstest noch die Gipfelbeschlüsse konnten also überzeugen.

moody's stuft französische Banken herab

Die eigentliche Enttäuschung bereiteten jedoch die deutschen Banken. **Deren Kapitalbedarf zur Einhaltung der Basel-III-kriterien hat sich seit dem letzten Streßtest im Sommer von 5,2 Mrd € auf jetzt 13.3 Mrd € mehr als verdoppelt.** Insgesamt rückt der deutsche Banksektor damit ins Visier der Spekulation.

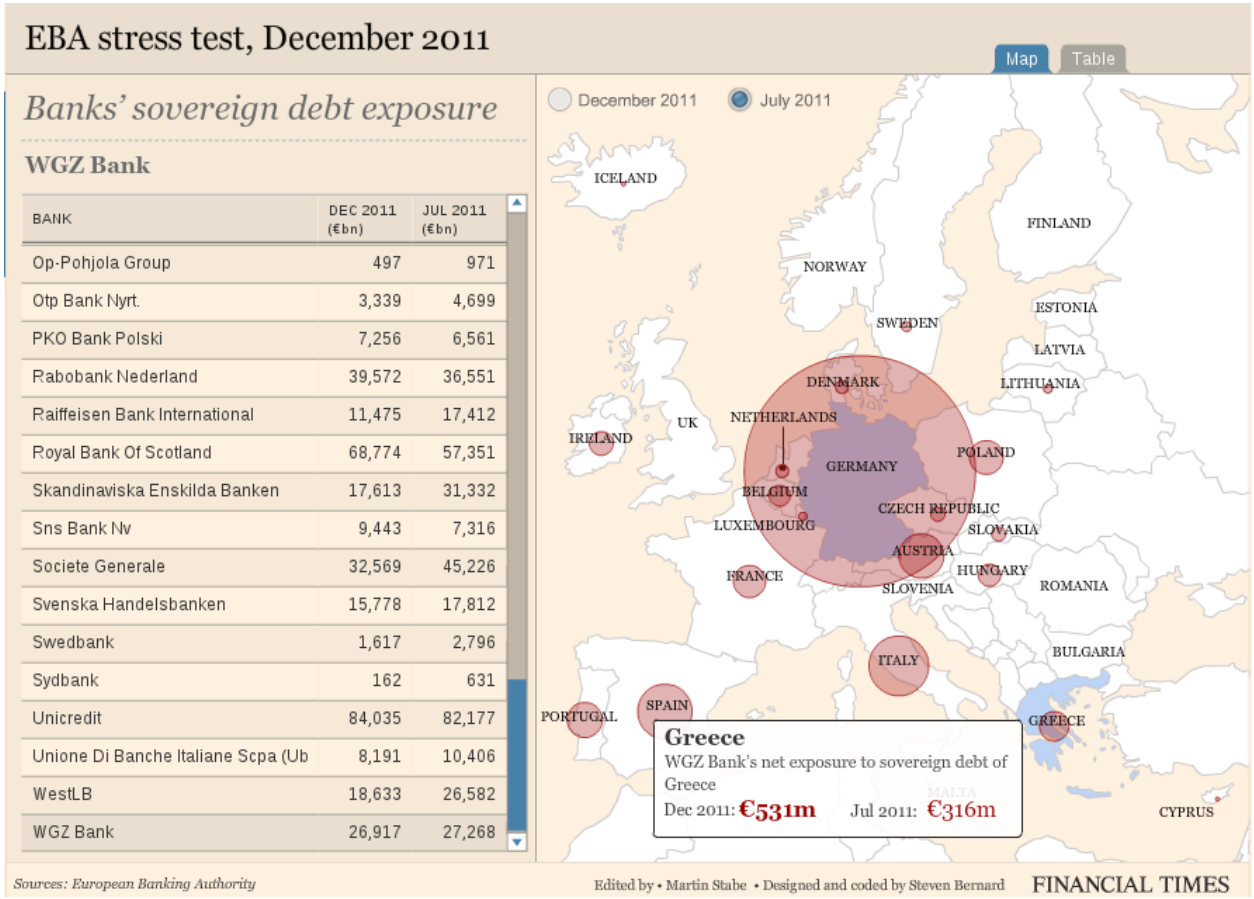
Die FT hat die Ergebnisse des Bankenstresstest übersichtlich aufbereitet. (ft.com/stresstests2011, Abb. 1) Daraus geht beispielsweise hervor, dass einige Banken (z. B. die WGZ-Bank) im Dezember sogar höhere Engagements in Griechenland ausgewiesen haben, als im Juli. Von einem Risikoabbau kann demnach nicht die Rede sein. Wie soll das auch gehen? Schließlich ist nur die EZB bereit, ausgewählte Staatsanleihen zum Zwecke der Kurspflege vor anstehenden Auktionen der Staaten aufzukaufen. Griechische, spanische, italienische und portugiesische Papiere sind in größeren Stückzahlen derzeit unverkäuflich.

Goldman Sachs hat den gesamten europäischen Bankensektor am Freitag wieder auf die Verkaufsliste gesetzt.

Das Engagement in risikobehafteten Staatsanleihen der europäischen Schuldenstaaten ist derzeit eh nur noch ein Nebenkriegsschauplatz. Das die Banken die Leittragenden des unprofessionellen Handlings der europäischen Solvenzkrise sind, ist vermutlich inzwischen auch dem Letzten aufgefallen. Die in der vergangenen Woche an dieser Stelle beschriebene Collateral-Krise rückt immer mehr in den Fokus.

Die *EZB* widmet dem Thema einen Großteil ihrer jüngsten geldpolitischen Beschlüsse. In Abb. 2 ist der entsprechende Teil der Presseerklärung wiedergegeben. Zunächst erweitert die Notenbank die für Repogeschäfte verwendbaren Sicherheiten(Collateral). Dann kündigt sie an, dass die nationalen Notenbanken eigene Regelwerke für akzeptables Collateral entwickeln dürfen und dass diese auch kurzfristig bei Bedarf eingeführt werden können. Damit werden die Bemühungen der italienischen Notenbank, die Liquiditätsversorgung der Unternehmen trotz horrender Verzinsung der italienischen Staatsanleihen sicherzustellen nachträglich legitimiert.

Ferner könnte man diesen Passus der EZB-Erklärung als Freibrief für die nationalen Notenbanken interpretieren, bei Bedarf nationale QE-Programme aufzusetzen.



BANK	DEC 2011 (€bn)	JUL 2011 (€bn)
Op-Pohjola Group	497	971
Otp Bank Nyrt.	3,339	4,699
PKO Bank Polski	7,256	6,561
Rabobank Nederland	39,572	36,551
Raiffeisen Bank International	11,475	17,412
Royal Bank Of Scotland	68,774	57,351
Skandinaviska Enskilda Banken	17,613	31,332
Sns Bank Nv	9,443	7,316
Societe Generale	32,569	45,226
Svenska Handelsbanken	15,778	17,812
Swedbank	1,617	2,796
Sydbank	162	631
Unicredit	84,035	82,177
Unione Di Banche Italiane Scpa (Ub	8,191	10,406
WestLB	18,633	26,582
WGZ Bank	26,917	27,268

Abbildung 1: *Screenshot der Stresstestvisualisation der FT*

Details of measures to increase collateral availability: In addition to the ABS[a] that are already eligible for Eurosystem operations, ABS having a second-best rating of at least »single A« in the Eurosystem's harmonised credit scale at issuance, and at all times subsequently, and the underlying assets of which comprise residential mortgages and loans to small and medium-sized enterprises (SMEs), will be eligible for use as collateral in Eurosystem credit operations. (...)
The NCBs[b], are allowed, as a temporary solution, to accept as collateral for Eurosystem credit operations additional performing credit claims that satisfy specific eligibility criteria. The responsibility entailed in the acceptance of such credit claims will be borne by the NCB authorising their use. Details of the criteria for the use of credit claims will be announced in due course.

[a] ABS = Asset Backed Securities, Derivate auf Immobilien, Staatsanleihen, Edelmetalle ...
[b] NCBs = National currency banks; die nationalen Notenbanken z. B. die Bundesbank

Abbildung 2: *Auszug aus der Presserklärung der EZB*

Auf der Pressekonferenz nach der EZB-Entscheidung am Donnerstag verkündete Herr Draghi, dass er offenbar mißverstanden worden sei. Der Markt hatte antizipiert, dass die EZB mittels Anleihekäufen die Märkte derart stützen wird, dass effektiv eine Renditeobergrenze für die Staatsanleihen der Eurozonenländer entstehen würde. Herr Draghi verneinte dies explizit.

Das war ein Signal für den Markt, dies auszutesten. Am Donnerstag Nachmittag und Freitag Vormittag stiegen die Renditen für italienische und spanische Staatsanleihen kräftig. Am späten Freitag-Vormittag war der Spuk dann zunächst vorüber: In der Praxis intervenierte die EZB doch, als die italienischen Staatsanleihen wieder oberhalb von 6,8 % notierten. Am Freitag Nachmittag normalisierte sich die Lage wieder. Für unsere *BTP*-Position brachten diese Nachrichten eine Berg- und Talfahrt.

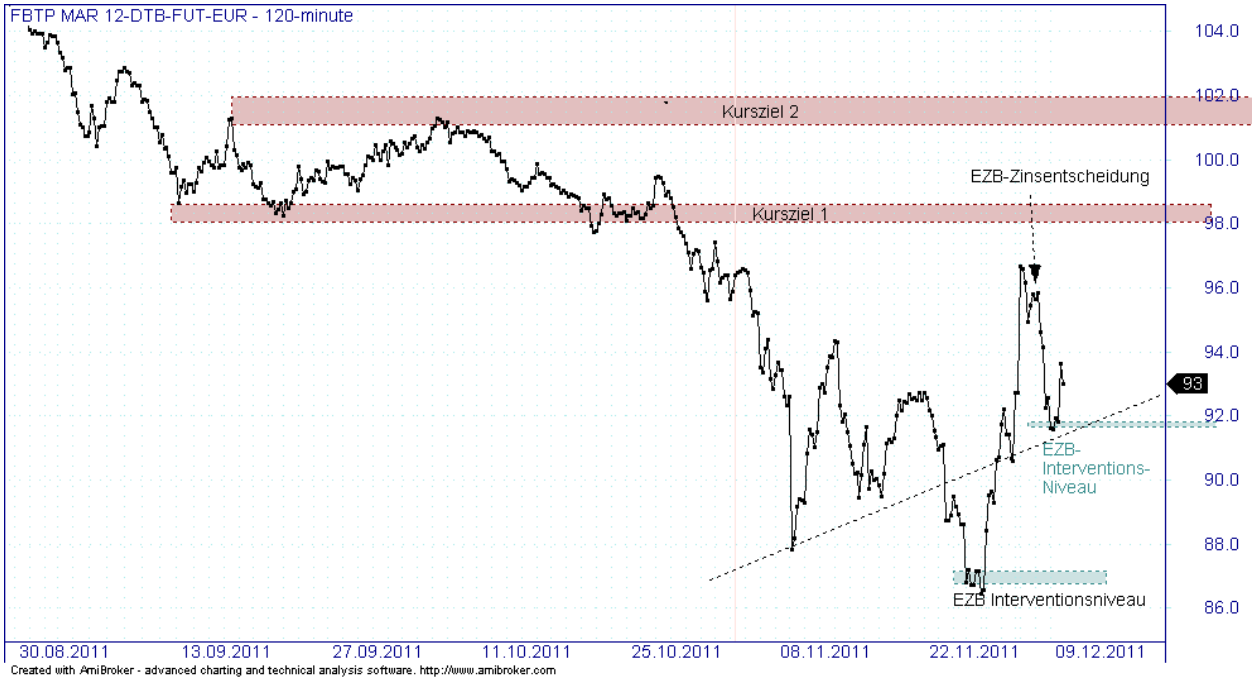


Abbildung 3: *Kursverlauf des Futures der italienischen Staatsanleihe (*BTP*)*

Trotz der Ankündigung lässt die EZB es derzeit nicht mehr zu, dass die Renditen für Italien aus dem Ruder laufen. Im Hintergrund bereitet sie bereits die Moderation der Neuemission der auslaufenden *BTP's* im ersten Quartal vor. Ein akzeptabler Zinssatz ist essenziell für den Erfolg der Maßnahmen der Regierung unter Monti. Höchstwahrscheinlich ist die Weiterexistenz der Eurozone, vielleicht sogar der EU als Ganzes hieran geknüpft.

Schließlich müssen geeignete Rahmenbedingungen geschaffen werden, damit der Kapitalmarkt bereit ist, für 312 Mrd. € italienische Staatsanleihen zu zeichnen, mehr als die Hälfte in den ersten drei Monaten.

Vor dem Hintergrund des Scheiterns selbst einer Auktion für deutsche Staatsanleihen vor drei Wochen dürften in den nächsten Wochen weitere geldpolitische Unterstützungsmaßnahmen folgen. Die eigentliche Bewährungsprobe für den Euro und die EZB steht folglich noch bevor.

Die geldpolitischen Maßnahmen haben Konsequenzen für die Prognose des Euro-Wechselkurses zu

Land	Volumen	Land	Volumen
Austria	18,1	Italy	312,1
Belgium	59,3	Luxembourg	0,3
Cyprus	4,1	Malta	0,8
Finland	14,8	Netherlands	58,8
France	253,9	Portugal	23,4
Germany	273,1	Slovakia	5,0
Greece	44,6	Slovenia	1,2
Ireland	5,6	Spain	138,3
Summe			1.213,1

Abbildung 4: *Refinanzierungsvolumen 2012 (in Mrd. €)*

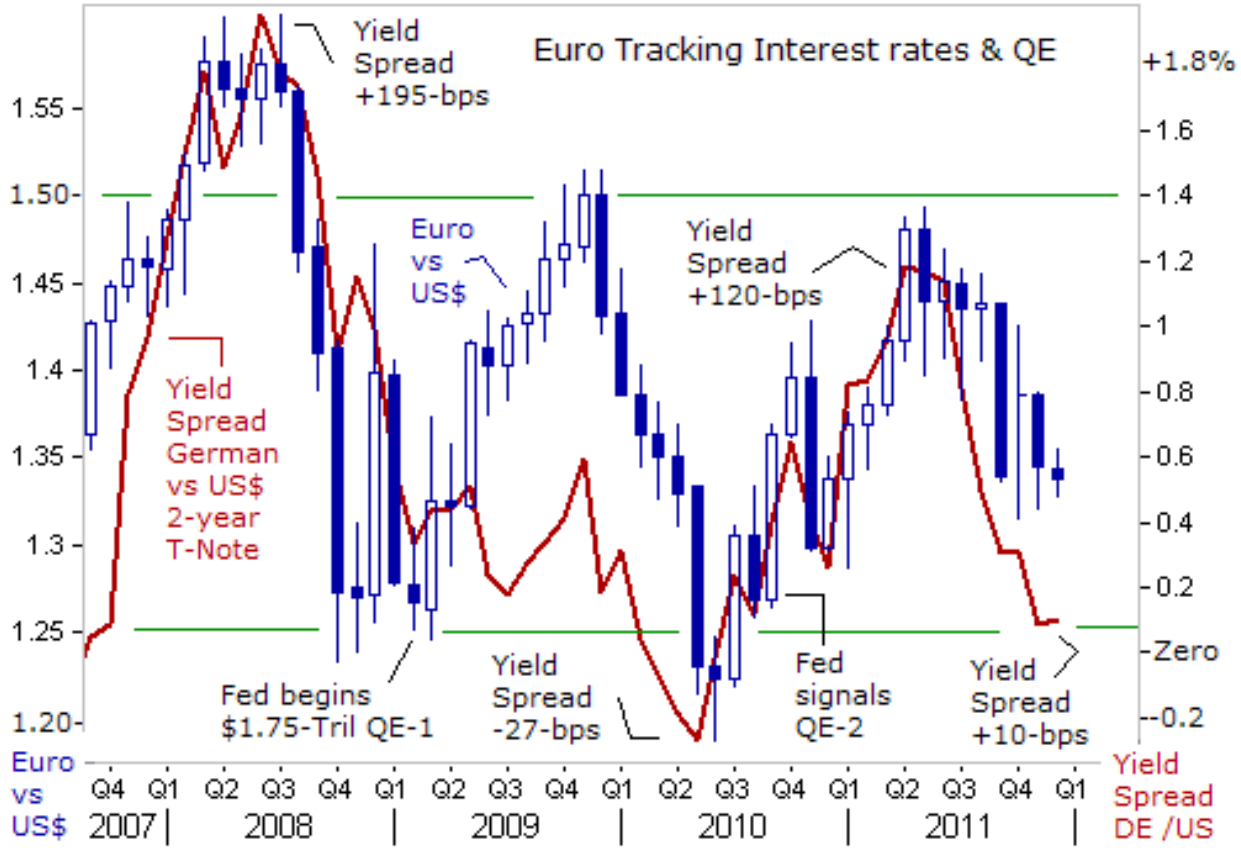


Abbildung 5: *EUR/USD-Wechselkurs und Spread der Renditen zweijähriger dt. und us-Staatsanleihen (Schätze — T-Note)*

anderen Währungen, insbesondere zum USD. Das Währungspaar pendelt seit 2008 im Band $1,25 - 1,40$. Vergleicht man den Wechselkursverlauf mit den effektiven Zinsdifferenzen zwischen der Eurozone und des USD-Raums[1] auf dann ergibt sich eine erstaunliche Korrelation:

- Der Wechselkurs folgt den Zinsdifferenzen
- Die Zinsdifferenzen laufen unter normalen Bedingungen Trendwechseln der Währungskursentwicklung voraus.
- Geldpolitische Maßnahmen (QE der FED im Jahre 2009) wirken in diesem Bild als Störung, die früher oder später wieder ausgeglichen wird.

Folglich ist in den nächsten Monaten allein aus der Betrachtung der Zinsdifferenzen von einer USD-Stärke auszugehen. Die EZB hat weitere Zinsschritte im Jahre 2012 nicht ausgeschlossen. Deshalb dürfte sich das Zinsdifferenzial noch ausweiten.

Derzeit sind wir zum Euro neutral positioniert. Dies ist nicht mehr zielführend. In den ersten Monaten des Jahres 2012 werden wir im EUR Short gehen und dem USD huldigen. Dies gilt solange die FED kein neues QE-Programm auflegt. Dies ist vor dem Hintergrund der jüngsten positiven ökonomischen Indikationen wenig wahrscheinlich.

[1] Die Verzinsung der kurzlaufenden Staatsanleihen der beiden Währungsräume bieten einen Zugang zu den Realzinsen. Für die Eurozone bilden vorerst noch die deutschen Staatsanleihen die Referenz.

Disclaimer. Der Autor übernimmt keinerlei Gewähr für die Aktualität, Korrektheit, Vollständigkeit oder Qualität der bereitgestellten Informationen. Haftungsansprüche gegen den Autor, welche sich auf Schäden materieller oder ideeller Art beziehen, die durch die Nutzung oder Nichtnutzung der dargebotenen Informationen bzw. durch die Nutzung fehlerhafter und unvollständiger Informationen verursacht wurden, sind ausgeschlossen. Der Nachdruck, die Verwendung der Texte, die Veröffentlichung Vervielfältigung ist nur mit ausdrücklicher Genehmigung des Autors gestattet.