

19.9.2007

Ausblick auf die Zins-, Währungs- und Aktienmärkte USA, Europa und Japan

US-Immobilienkrise und Ausweitung der Bonitätsaufschläge verunsichert Banken

Der mögliche Schaden aus der US-Immobilienkrise wird von der US-Notenbank auf etwa 100 Mrd. USD eingeschätzt. Pessimistischere Schätzungen von europäischen Banken beziffern den möglichen Ausfall auf 200 Mrd. USD. Dies entspricht zwischen 0,7% und 1,4% des US-BIP, also keinem dramatisch hohen Volumen, vor allem wenn man bedenkt, dass nicht nur US-Finanzinstitute betroffen sind, sondern das Risiko über verschiedene Vehikel auch auf europäische, australische und asiatische Banken gestreut wurde. Diese Verteilung der Risiken über viele Regionen und Banken und ein gleichzeitiger massiver Anstieg der Risikoaversion im Credit Bereich führte zu großer Verunsicherung hinsichtlich der Frage, welche Bank nun wie stark betroffen wäre und in weiterer Folge zu einer Liquiditätskrise.

Wie könnte der Liquiditätsfluss wieder in Gang kommen?

Da der auslösende Faktor für die Lähmung des Geldmarktes ein genereller Vertrauensverlust ist, wäre erhöhte Transparenz das beste Heilmittel. Das Herannahen der Bilanzierung für das dritte Quartal bietet eine gute Gelegenheit, die Unsicherheiten bezüglich der Positionen in den Bankbilanzen zu vermindern. Es sind zwar sicherlich nicht alle Risiken unmittelbar aus den Bilanzen ersichtlich, die Kursänderungen an den Derivatmärkten und Corporate Bond Märkten sollten sich aber ebenso abzeichnen wie der erlittene Geschäftsausfall und die Notwendigkeit, Zwischenfinanzierungen zu gewährleisten.

Für ein langsames in Gang kommen der Handels- und Kreditfähigkeit spricht außerdem, dass die Liquidität ja unvermindert vorhanden ist, wenn nicht sogar durch die großzügige Bereitstellung durch die Notenbanken und die Hortung erhöht wurde und in den meisten Finanzinstitutionen in zu hohem Ausmaß vorhanden ist. Diese liquiden Bestände am Tag- oder im Wochengeld vor sich herzuschieben bringt wenig Ertrag, wohingegen riskantere Investments mit steigenden Risikoprämien locken. Schlussendlich wird es einfach eine Frage des Preises sein, hier wieder einzusteigen.

Aktienmarkt USA

Die immer noch positiven Gewinnaussichten der Unternehmen und die wieder etwas attraktivere Bewertung der Aktien lässt den Schluss zu, dass der Aktienmarkt nach unten hin abgesichert erscheint. Allerdings scheint das Potenzial für einen Anstieg nicht allzu groß, zumal die Wirtschaftsdynamik einen abgeschwächten Eindruck vermittelt. In einem solchen Umfeld empfehlen wir bei Investments in US-Aktien besonders auf die Qualität der Bilanzen zu achten.

Wachstumsaktien sind im aktuellen Marktumfeld klar zu favorisieren, denn diese Unternehmen generieren üblicherweise die zu Ihrer Expansion erforderlichen Mittel durch die Einbehaltung erzielter Gewinne, während Value-Aktien oftmals auf externe Finanzierungsmittel angewiesen sind. In Zeiten angespannter Kreditmärkte ist ein Bedarf an Fremdfinanzierungen sicher ein Nachteil. Neben der tendenziell eher günstigen Bewertung ist dieser Sachverhalt ein wichtiger Grund für unsere Erwartung, dass Wachstumsaktien in den kommenden Quartalen eine bessere Entwicklung zeigen werden als Value-Aktien. Diese sollten in der aktuellen Phase des Konjunkturzyklus auf jeden Fall untergewichtet werden.

Auch aus technischer Sicht schätzen wir die Entwicklung des US-Aktienmarkts in den kommenden Monaten als stabil ein. Der langjährige Aufwärtstrend ist weiter intakt.

USA: Zinsentwicklung, Rentenmarkt und Währung

Die Situation am US-Immobilienmarkt ist durch hohe Lagerbestände und ein Ende der extrem lockeren Vergabe von Hypothekendarlehen geprägt. Beides weist auf eine anhaltende Schwäche des Sektors hin und wir erwarten, dass die Preise deutlich stärker unter Druck geraten werden als bisher. Dieser „negative Vermögenseffekt“ wird sich auf die

Konsumbereitschaft auswirken, dies umso mehr als zuletzt auch keine neuen Stellen am Arbeitsmarkt mehr geschaffen wurden. Die Drucklegung dieser Ausgabe der Global Strategy erfolgt unmittelbar vor der FOMC-Sitzung am 18. September. Wir erwarten eine Zinssenkung um 25bp. 50bp scheinen zwar möglich, wir glauben aber, dass damit Nervosität signalisiert würde, was die US-Notenbank vermeiden will. In jedem Fall gehen wir aber von einer weiteren Zinssenkung um 25bp noch vor dem Jahresende aus. Am Rentenmarkt und im EUR/USD Wechselkurs sehen wir bereits den schwachen Konjunkturverlauf eingepreist. Die unsichere weitere Entwicklung in den USA stellt aber natürlich Risiken nach unten dar.

Aktienmarkt Europa

Indikatoren wie fallende ZEW-Erwartungsindizes reflektieren das deutlich verschlechterte Sentiment auf den europäischen Aktienbörsen. Die Krise auf den Kreditmärkten trägt wesentlich zur Beunruhigung der Anleger bei. Im schlimmsten Fall erwarten wir eine Verringerung der Investitionstätigkeit, was wiederum eine Abschwächung der Gewinnerwartung und eine negative Revisionstätigkeit zur Folge hat. Andererseits sollte sich im 4. Quartal zumindest der derzeit hohe Ölpreis nach Auffüllen der Lagerbestände abschwächen und die gute Konjunkturlage im Euroraum die Schätzungen für das BIP-Wachstum von 2,3% stützen. Auch wenn der bisher glänzende Wert der positiven Gewinnerwartungen der Unternehmen in den kommenden Quartalen kaum mehr erreicht werden dürfte, erwarten wir für das nächste Quartal solide Unternehmensdaten. Insofern gehen wir zu Beginn des 4. Quartals von nervösen Börsen aus, die eine Tendenz zu fallenden Kursen aufweisen sollten. Wir rechnen jedoch in weiterer Folge mit einer Rückbesinnung der Anleger auf Fundamentaldaten. Diese sehen für Europa nach wie vor gut aus. Kurssteigerungen gegen Ende des Jahres halten wir deshalb für wahrscheinlich.

Euroland: Zinsentwicklung und Rentenmarkt

Aus heutiger Sicht gehen wir davon aus, dass es zu keinem „Credit Crunch“ für die Realwirtschaft kommt, die Risikoaufschläge dürften sich aber nur langsam zurückbilden. Die Abschwächung der US-Konjunktur könnte zusätzlich einen leicht negativen Einfluss haben. Wir haben daher unsere Erwartungen für die Investitionen und die Exporte für 2008 leicht nach unten korrigiert. Basis für unser positives Wachstumsszenario ist weiterhin die außergewöhnlich gute Entwicklung des Arbeitsmarktes und der damit zusammenhängende Anstieg der verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte. In Summe rechnen wir daher damit, dass sich der Aufschwung in Euroland fortsetzen kann, haben aber die BIP-Wachstumsprognose von +2,7% j/j auf +2,3% j/j nach unten revidiert. Die erwartete Beruhigung der Finanzmarkturbulenzen wird dem EZB-Rat die Möglichkeit bieten, die Leitzinsen im vierten Quartal nochmals anzuheben. Die zuletzt stark rückläufigen Renditen von Staatsanleihen sollten in diesem Umfeld wieder ansteigen.

Aktienmarkt Japan

Fundamental ist der Markt äußerst attraktiv bewertet. Die Kursverluste der vergangenen Wochen haben - gepaart mit weiter steigenden Unternehmensgewinnen - zu historisch tiefen Bewertungsniveaus geführt, so dass von dieser Seite der Druck auf den Aktienmarkt nachlassen sollte. Da die Auslandsnachfrage weiterhin einen bedeutenden Einfluss auf die konjunkturelle Entwicklung in Japan darstellt, ist auch in den nächsten Monaten nicht zu erwarten, dass sich der japanische Aktienmarkt in einem bedeutenden Ausmaß von der Entwicklung anderer wichtiger Börseplätze abkoppelt. Das Hauptaugenmerk der Investoren dürfte somit einerseits auf der politischen Zukunft des Landes, andererseits auf der weiteren Entwicklung des Yen sowie der amerikanischen Konjunktur liegen. Die Prognose dieser Faktoren ist aus jetziger Sicht nur schwer möglich, somit empfehlen wir eine Untergewichtung des japanischen Aktienmarkts. Unsere Branchenallokation konzentriert sich auf klassisch defensive Sektoren wie Pharma sowie Versorger, die aufgrund günstiger KGV's und attraktiver Dividendenrenditen einen sicheren Hafen bieten sollten.

Japan: Zinsentwicklung und Währung

Das japanische BIP schrumpfte im zweiten Quartal 2007 um 0,3% q/q. Dabei sorgte das überdurchschnittlich starke erste Quartal für einen Basiseffekt. Wir gehen davon aus, dass die japanische Wirtschaft im dritten Quartal wieder ein positives q/q Wachstum ausweisen wird. Signale in diese Richtung kommen von den Auftragseingängen und von der steigenden Beschäftigung. Nachdem die EZB die Zinsen in der vergangenen Sitzung unverändert beließ, und erwartet wird, dass die Fed die Zinsen senken wird, dürfte sich eine mögliche Zinserhöhung in Japan zumindest in das nächste Quartal verschieben. Da wir von einer rückläufigen Bedeutung der Carry Trades ausgehen, sollte sich der Yen gegenüber USD und Euro befestigen können.