

Global Strategy / 2. Quartal 2009

Ausblick Zins-, Währungs- und Aktienmärkte: USA, Europa, Japan

[Zurück](#)

01.04.2009

Aktienpositionen erstmals seit Q4 2007 wieder neutral gewichtet – dennoch Krise nicht restlos ausgestanden



[Download \[jpg; 345.5 KB\]](#)

Die Auswirkungen der globalen Finanz- und Vertrauenskrise haben sich in die reale Wirtschaft geschraubt. Bis dato wurden Wirtschaftssektoren erfasst, die relativ empfindsam im Konjunkturzyklus zuerst an der Oberfläche des wirtschaftlichen Gerüsts stehen (z.B. Automobil- und Flugindustrie, IT-Branche und andere Zulieferindustrien). In der Regel sind es Branchen, die einerseits „psychisch vom Kopf des Menschen“ her von erhöhtem Sparbewusstsein und Konsumverzicht unter die Räder kommen und andererseits von anderen Industrien in Investitionen gemieden werden und Kosteneinsparungen zum Opfer fallen. Die Krise steckt also oberflächlich in der Wirtschaft fest und ist noch nicht ausgestanden. Jetzt gilt es abzuwarten, ob die konzertierten Liquiditäts- und Zinssenkungsmaßnahmen der Notenbanken sowie staatliche Hilfsprogramme greifen. Jedenfalls war der - seit mehr als 1 ½ Jahren andauernde - extreme Rückschlag an den Aktienmärkten überzogen. Ein zuletzt verzeichneter Rebound war mehr als überfällig. Ob das das Ende der Fahnenstange war, wird sich erweisen. „Wir glauben jedenfalls, dass sich an den Aktienmärkten im 2. Quartal zumindest eine Stabilisierung einstellen kann und stufen unsere globale Aktiengewichtung infolge auf Neutral. Tiefstwerte von Anfang März 2009 könnten neuerlich getestet werden. In Summe ist weiterhin Vorsicht geboten, weshalb wir den Cash-Anteil übergewichtet lassen“, sagt Fritz Mostböck, Head of Research der Erste Group.

Die Anlage-Strategie für das 2. Quartal 2009 lautet daher zusammenfassend:

Cash übergewichten, Anleihen untergewichten, Aktien neutral.

Asset Allocation Q2 2009

Neutrales Portfolio

Cash	Übergewichten
Anleihen	Untergewichten
Aktien	Neutral

Internationales Bond-Portfolio

Europa	Übergewichten
USA	Untergewichten
Japan	Neutral
Emerging Markets	Neutral

Internationales Aktien-Portfolio

Europa	Neutral
USA	Untergewichten
Japan	Leicht übergewichten
Emerging Markets	Leicht übergewichten

FX-Allokation

Dollar-Block	Untergewichten
--------------	----------------



[Download \[jpg; 349.5 KB\]](#)

USA: Zinsentwicklung, Rentenmarkt und Währung

Der Abschwung der US-Wirtschaft dürfte sich im 1. Quartal 2009 verlangsamt haben. Für das zweite Quartal sollte die Mischung aus einer Beruhigung des Finanzsektors, anhaltend niedrigen Benzinpreisen sowie dem Stimuluspakets der Regierung zu einer Stabilisierung der Wirtschaft führen, auch wenn die Unsicherheit hoch bleiben wird. Für den Zeitraum darüber hinaus erwarten die Analysten der Erste Group nur schwache Wachstumsraten der US-Wirtschaft, die auch nur auf einer steigenden Verschuldung basieren werden.

Für den Rentenmarkt wird neben dem massiven Anstieg der Staatsverschuldung, die Geldpolitik der US-Notenbank die entscheidende Determinante sein. Die US-Fed hat die Liquiditätsversorgung der Wirtschaft massiv ausgeweitet und seit dem Beginn dieses Jahres begonnen, Wertpapiere anzukaufen. Diese Maßnahmen haben inzwischen eine Größenordnung erreicht, die Sorgen über die Kontrollierbarkeit aufwirft. Wie es gelingen soll, die Mittel im richtigen Ausmaß wieder abziehen, taucht zunehmend als Frage auf. Macht man dies zu spät, würde dies Inflation auslösen; zu früh würde die Konjunktur abgewürgt werden.

„Bei einer Stabilisierung der Konjunktur wird die US-Notenbank die Risiken auf der Inflationsseite bevorzugen und daher eher zu spät als zu früh beginnen Liquidität zu entziehen. Die Rentenmärkte werden auf diese Risiken mit Verkaufsdruck reagieren. Hohe Emissionsvolumina der öffentlichen Hand können zusätzlich höhere US-Renditen bewirken und die Inflationsrisiken lassen eine Abschwächung des Dollar erwarten“, bemerkt Rainer Singer, Co-Head of CEE Macro-/Fixed Income Research.

Aktienmarkt USA

Das wirtschaftliche Umfeld hat sich in den letzten Monaten in den USA nicht verbessert. Die Arbeitslosenrate steigt weiter und wichtige Konjunkturdaten wie die Industrieproduktion zeigen noch keine Anzeichen von Erholung. Die kleinen Verbesserungen bei einigen Stimmungsindikatoren sind nicht ausreichend, um eine nachhaltige Trendwende einzuleiten. Zudem hat sich die Finanzkrise in den letzten Monaten in den USA nicht entschärft. Es wäre illusorisch anzunehmen, dass sich die strukturellen Probleme der amerikanischen Finanzindustrie in nur wenigen Quartalen auflösen würden. Zumal ist die fundamentale Bewertung von US-Aktien aktuell alles andere als günstig.



[Download \[jpg; 6.2 MB\]](#)

Auch wenn die aktuelle Marktphase den Anschein erweckt, der lange Abwärtstrend wäre damit zu Ende, so muss darauf hingewiesen werden, dass es sich hierbei voraussichtlich nur um eine technische Gegenreaktion handelt. Die derzeitige Hausse trägt zahlreiche Merkmale einer typischen Barenmarktrallye. Es muss zudem dringend davon abgeraten werden, in US-Finanzaktien zu investieren, weil viele ehemals namhafte Firmen mittlerweile im Prozess der Aufteilung begriffen sind. Hier bleibt nur die Aussicht auf Zerschlagung mit allen negativen Konsequenzen für Anleger.

Für eine nachhaltige Trendwende ist es bei amerikanischen Aktien definitiv noch zu früh. Andere Aktienmärkte, insbesondere einige asiatische (China, Taiwan, Hong Kong, Japan) und lateinamerikanische Märkte (Brasilien, Chile) sind nicht nur in einer fundamental besseren Verfassung, sondern

auch in technischer Hinsicht wesentlich attraktiver. „Finger weg von amerikanischen Aktien. Wir empfehlen weiterhin amerikanische Aktien zugunsten asiatischer und latienamerikanischer Märkte unterzugewichten“, sagt Ronald Stöferle, Analyst für Internationale Aktienmärkte.

Euroland: Zinsentwicklung und Rentenmarkt

Der Einbruch des Welthandels hat die Euroland-Konjunktur stark in Mitleidenschaft gezogen. Dies hat zu einer rapiden Verringerung der Kapazitätsauslastung geführt und damit sind auf absehbare Zeit keine Konjunkturimpulse von den Investitionen zu erwarten. Die Haushalte werden zwar durch den massiven Rückgang der Energiepreise entlastet, die Sorge um den Arbeitsplatz wird aber gleichzeitig dämpfend auf die Nachfrage wirken. Somit wird wohl nur die öffentliche Hand in diesem Jahr einen Wachstumsbeitrag leisten. Der Umstand, dass der Abschwung in Euroland noch in voller Fahrt ist, erhöht die Abwärtsrisiken für die Prognose.

Die EZB wird auf diese Entwicklungen reagieren und den Leitzinssatz bis auf 1% absenken. Aufgrund der relativ geringen Deflationsgefahren sollte der Leitzinssatz dann auf diesem Niveau verharren, wenn auch für einen langen Zeitraum. So genannte „Non-standard“ Maßnahmen der Notenbank scheinen wahrscheinlich, wobei in einem ersten Schritt die Notenbank die Fristigkeit wertpapierbesicherter Finanzierungen ausweiten würde. „Am Rentenmarkt könnten kurze Laufzeiten von weiteren Zinssenkungen der EZB profitieren. Die längeren Laufzeiten leiden unter steigenden Inflationsrisiken, den Vorgaben aus den USA sowie wachsenden Budgetdefiziten. Die Renditen sollten somit steigen.“, sagt Rainer Singer, Co-Head of CEE Macro-/Fixed Income Research.

Aktienmarkt Europa

Auf dem europäischen Aktienmarkt sind derzeit schon vereinzelt positive Zeichen einer Bodenbildung zu erkennen. Zum Beispiel kam es im ersten Quartal nicht mehr zu einem breiten, undifferenzierten Verkauf von Aktien. Eine genauere Selektion der Unternehmen hat stattgefunden und so rutschte nur knapp die Hälfte aller Aktien seit Anfang 2009 unter ihre Tiefs aus dem letzten Quartal. Zum Vergleich: im vierten Quartal waren es noch 97% aller Aktien. Weiters kam es in den letzten Monaten zu einer Sektorrotation an den Börsen. Klassisch defensive Titel (z.B. Pharmaunternehmen, Versorger) underperfornten den Markt, während zyklische Sektoren (z.B. Rohstoffe, Chemie) sich besser entwickelten und teilweise auch absolute Zugewinne verbuchten. Dies kann im historischen Vergleich als erstes Zeichen einer Bodenbildung interpretiert werden.

Auf Basis von Preis/ Buchwert und KGV sind europäische Aktien derzeit günstig bewertet und im Vergleich zu Bonds bieten sie höhere Renditechancen. Wir erwarten, dass sich die Entwicklung dieser frühzyklischen Sektoren in diesem Quartal fortsetzen wird. „Wir stufen europäische Aktien zu neutraler Gewichtung auf, wobei wir aber zur Vorsicht raten, da die Bodenbildung an den Märkten mit anhaltend hoher Volatilität noch sehr fragil ist. Lokal erwarten wir im kommenden Quartal keine überdurchschnittlichen Profite in Europa“, stellt Ronald Stöferle, Analyst für Internationale Aktien fest.

Japan: Konjunktur, Zinsen und Währung

Durch den rasanten Einbruch des Welthandels sind Länder mit Außenhandelsüberschuss, für welche die Exporte meist der wichtigste Wachstumstreiber sind, stärker von der Krise betroffen als solche mit Defizit. Besonders deutlich ist dies in Japan sichtbar, wo ein Rückgang der Exporte im Jänner und Februar um über 45% gegenüber dem Vorjahr zu einem massiven Rückgang der Produktion geführt hat. Es hat also seit Q4 2009 eine weitere Beschleunigung der Dynamik stattgefunden und dadurch, dass es seit den Fünfziger Jahren keine historisch vergleichbaren Episoden gegeben hat, ist es noch schwieriger geworden, die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung in Zahlen zu fassen.

Ähnlich wie viele Zentralbanken weltweit hat auch die BoJ eine deutliche Ausweitung ihrer alternativen Maßnahmen bei Nullzins vorgenommen. Der Yen hat mittlerweile auf den düsteren Konjunkturausblick reagiert und sich von seinen Höchstständen abgeschwächt. Dennoch sollten neuerliche Befestigungen vor Beendigung der Krise nicht auszuschließen sein.

Aktienmarkt Japan

Zwar ist bei weitem nicht alles rosig im Land der aufgehenden Sonne, wir glauben jedoch dass Japan aufgrund des stabilen Finanzsystems sowie des zunehmenden Selbstvertrauens überwiegend positiv überraschen wird. Auch die weiterhin rege Übernahmetätigkeit spricht wohl dafür. Während der internationale M&A-Markt 2008 dramatisch einbrach, stiegen die Akquisitionen japanischer Unternehmen im Ausland um fast 300%. Die japanischen Konzernlenker versuchen so die Yen-Stärke, sowie die niedrigen Bewertungen zu nutzen und agieren damit antizyklisch. Ein baldiger Test der 9.000 sowie anschließend der 9.500er Marke im Nikkei225 erscheint somit wahrscheinlich. In der internationalen Länderallokation empfehlen die Analysten weiterhin ein leichtes Übergewichten des japanischen Aktienmarktes. Auf Branchenbasis sehen wir schönes Potenzial und günstige Chance/Risikoprofile im Finanzsektor, dem Healthcare-Bereich sowie zunehmend wieder im zyklischen

Zurück

© 2012 Erste Group Bank AG