

Marktausblick

3. Quartal 2006

Tom Elliott

David Shairp

Teil 1

Rückblick auf die Märkte im 2. Quartal 2006

Gesamtrenditen im Quartalsverlauf bis Juni:

MSCI World –6,5% in GBP, –0,3% in USD, –3,4% in JPY und –5,7% in EUR

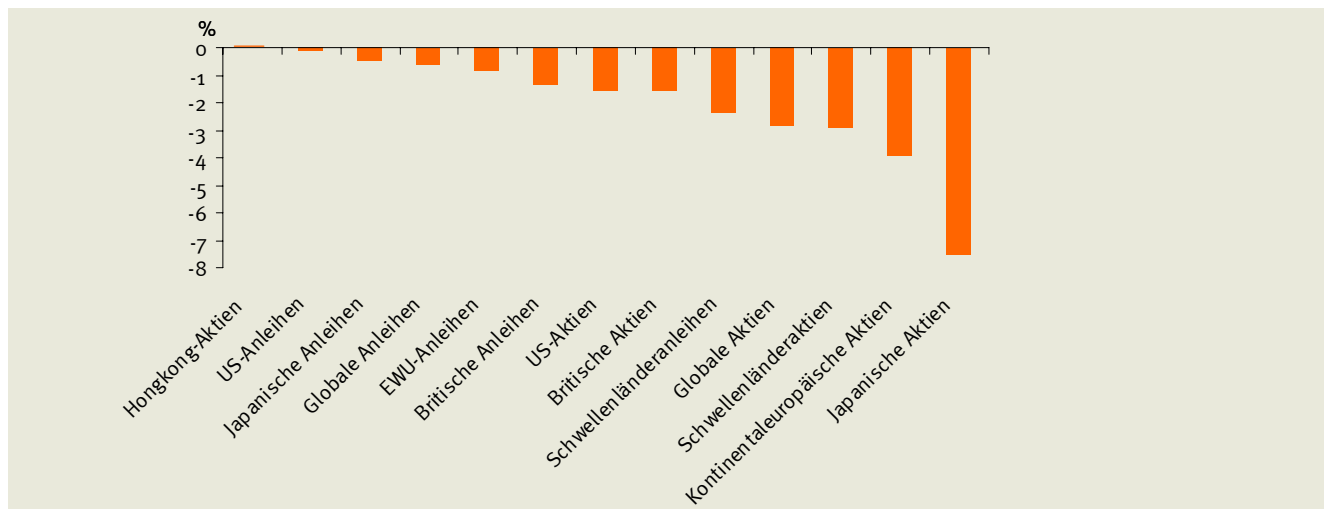
Zinssorgen in den USA lösen Verkaufswelle an den globalen Aktienmärkten aus

Für die globalen Anleger verlief das zweite Quartal wenig erfreulich, da alle wichtigen Aktien- und Rentenmärkte in den letzten drei Monaten nachgaben. Ursache dafür war die Angst vor der Reaktion der US-Notenbank Federal Reserve (Fed) auf die Inflationsentwicklung in den USA. Darüber hinaus deutete sich eine innerzyklische Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in den USA an. Der MSCI World Index gab in lokaler Währung um 3,0 Prozent nach, der JPMorgan Global Bond Index verlor 0,62 Prozent.

Auslöser der Korrektur war die Zinserhöhung der US-Notenbank am 10. Mai. Die Zinsen stiegen um 25 Basispunkte auf 5 Prozent. Von den Märkten war dieser Zinsschritt erwartet worden. Womit hingegen niemand gerechnet hatte, war die aggressive Rhetorik von Fed-Chef Ben Bernanke in Bezug auf die Inflationsrisiken. Dies hatte besonders starke Auswirkungen auf die riskanteren Anlageklassen, wie Schwellenmärkte, Small Caps und Rohstoffe, die in den letzten Jahren mit einer sehr guten Wertentwicklung gegläntzt hatten. Momentum-Anleger machten sich eiligst daran, ihr Engagement in Risikoanlagen zu reduzieren. Die bis dahin kaum merkbare Volatilität nahm entsprechend zu.

In diesem Umfeld überraschte es kaum, dass die defensiven Aktienmärkte und Sektoren eine Outperformance erzielten. So schnitten die US-amerikanischen Standardwerte besser ab als ihre Pendanten in der übrigen Welt, während konjunktursensible Märkte wie Japan und Deutschland eine Underperformance verzeichneten. Nach der ausgedehnten Kursrally seit März 2003 hatten zwar viele Marktteilnehmer mit einer Schwächephase gerechnet. Die Geschwindigkeit, mit der die Verkaufswelle über die Märkte hinwegfegte, kam dann aber doch für alle sehr überraschend. Dies war zum Teil auf den so genannten „Varianz-Swap“ zurückzuführen – eine mit der Volatilität zusammenhängende neue Derivateform, die bei den Eigenhandelsabteilungen der Banken sowie bei Hedgefonds sehr beliebt geworden ist.

Performance im Quartalsverlauf bis Juni 2006 (in lokaler Währung)



Die Märkte tendierten zum Quartalsende freundlicher, nachdem die Fed Ende Juni (als sie die Zinsen um weitere 25 Basispunkte auf 5,25 Prozent erhöhte) angedeutet hatte, dass weitere Leitzinsanhebungen von den Wirtschaftsdaten abhängig gemacht würden. Schließlich gäbe es Beweise dafür, dass frühere Zinserhöhungen eine Abkühlung der Konjunktur bewirkten. Die Schwellenmärkte und Bergbautitel erholten sich wieder, sodass der MSCI Emerging Markets Index zum Quartalsende in lokaler Währung nur mehr mit 3,0 Prozent im Minus lag. Er kam damit zu dem gleichen Ergebnis wie der Index für die Industrienationen, der MSCI World Index.

Die Märkte waren in Bezug auf die Glaubwürdigkeit der Inflationsangst-Story geteilter Meinung, insofern als auf denjenigen Märkten, die auf die Inflationsentwicklungen traditionell am empfindlichsten reagieren, kaum Hinweise auf eine solche Angst auszumachen waren. Gold, mit dem sich die Anleger gerne gegen steigende Preise und/oder einen schwachen Dollar absichern, musste nach dem 10. Mai bis zum Ende des Monats massive Verluste hinnehmen. Die Renditen auf US-Treasuries gaben in den folgenden Wochen nach, kehrten aber Ende Juni auf ihr vorheriges Niveau zurück.

Der Dollar gab trotz der beiden Zinserhöhungen der US-Notenbank gegenüber allen wichtigen Währungen nach. Diese Schwäche spiegelte die anhaltende Nervosität über das Ausmaß des US-amerikanischen Leistungsbilanzdefizits sowie die zunehmend restriktiven Zinsäußerungen der Europäischen Zentralbank (die EZB erhöhte die Leitzinsen im Juni um 25 Basispunkte auf 2,75 Prozent) und der Bank of Japan (die BoJ behielt ihre Nullzinspolitik vorerst bei) wider.

Erträge verschiedener Märkte im zweiten Quartal 2006

Aktien	Pfund Sterling	US-Dollar	Yen	Euro
Welt	-6,5%	-0,3%	-3,4%	-5,7%
USA	-7,7%	-1,6%	-4,6%	-6,8%
Europa ohne Großbritannien	-4,6%	1,8%	-1,4%	-3,7%
Großbritannien	-7,7%	4,9%	1,7%	-0,7%
Japan	-1,3%	-4,6%	-7,5%	-9,7%
Pazifikraum ohne Japan	-3,9%	2,5%	-0,7%	-3,0%
Lateinamerika	-9,1%	-3,1%	-6,1%	-8,3%
Schwellenmärkte	-10,2%	-4,3%	-7,2%	-9,4%
Anleihen				
Welt	-3,4%	-3,0%	-0,2%	-2,5%
USA	-6,3%	-0,1%	-3,2%	-5,5%
Japan	-3,7%	2,7%	-0,5%	-2,8%
Großbritannien	-1,3%	5,2%	2,0%	-0,4%
EWU gesamt	-1,8%	4,8%	1,5%	-0,9%
Währungen				
Yen	0,0%	3,2%	-	-2,3%
Pfund Sterling	-	6,6%	3,3%	0,9%
US-Dollar	-6,2%	-	-3,1%	-5,4%
Euro	-0,9%	5,7%	2,4%	-

Quelle: MSCI und FactSet (Aktien), FactSet (Währungen), JPMorgan Global Bond Index (Anleihen).

Zusammenfassender Ausblick

Spannengebundene Kursentwicklung bis zum Ende des Sommers?

Betrachtet man die Indizes für die Risikobereitschaft, so scheinen die Anleger zu dem Schluss gekommen zu sein, dass die Korrektur – so kurz und heftig sie auch war – zu Ende ist. Obwohl die Möglichkeit einer Fortsetzung des Baissetrends besteht, sind wir der Meinung, dass es keinen besonderen Grund für eine weitere Verkaufswelle gibt, solange die Unternehmensgewinne und das globale Wirtschaftswachstum robust bleiben. Die meisten Märkte scheinen sich zwischenzeitlich wieder stabilisiert zu haben und die Bewertungen erscheinen attraktiv. Dies hat uns dazu veranlasst, in unseren globalen, mehrere Anlageklassen umfassenden Portfolios die Gewichtung von Aktien auf neutral zu erhöhen. Die Wahrscheinlichkeit, dass die USA im weiteren Verlauf des Jahres eine innerzyklische Verschnaufpause einlegen werden, macht uns jedoch den riskanteren Anlageklassen gegenüber vorsichtig.

Wir rechnen mit einem Sommer, in dem die meisten Märkte in einer festen Spanne tendieren, da sie wie wir auf ein Zeichen der Fed warten, das in Anbetracht relativ günstiger Inflationsdaten ein nahes Ende ihres Zinserhöhungskurses signalisiert. Unsere Einschätzung der Inflation deutet außerdem darauf hin, dass die Rentenmärkte attraktiv sein könnten. Wir rechnen mit einer weiteren Anhebung der US-Zinsen im August, doch dieser Zinsschritt ist am Markt bereits weitgehend eingepreist. Was die Renditen anbelangt, so glauben wir, dass sie sich in den USA in der Nähe ihrer zyklischen Höchststände befinden könnten. Ungleich weniger sind wir davon in Bezug auf die Eurozone und Japan überzeugt, da dort die Zinsen das Ende der Fahnenstange noch nicht erreicht haben.

Teil 2

Globaler Ausblick

Konjunkturaussichten

Politik höherer US-Zinsen: Schießt die Fed mit Kanonen auf Spatzen?

An den Märkten ist die Inflation im vergangenen Monat regelrecht zur fixen Idee geworden. Noch stärker wurde dieses Thema lediglich in den Kommentaren der Zentralbankvertreter behandelt. Unmengen von Kerninflationsexperten tauchten plötzlich auf, um sich bereitwillig (wenn auch nicht immer kompetent) zu Themen wie ‚Owners’ Equivalent Rent‘ (Preiskomponente, die sich auf die kalkulatorischen Eigenmieten bezieht) und den Einfluss ungünstiger Basiseffekte auf die US-Kernrate der Verbraucherpreise zu äußern. Der Treasury-Markt gibt sich derweil gelassen. Die 10-jährige Break-Even-Inflationsrate tendierte hier den ganzen Juni über stabil bei 2,6 Prozent.

Aus zyklischer Sicht ist die Inflation nach wie vor ein etwas heikles Thema. So hat die Jahresrate in den USA ihren Aufwärtstrend fortgesetzt: Im Mai erhöhte sich die Kernrate der Verbraucherpreise im Vergleich zum Vorjahr auf 2,4 Prozent, und sie wird im Zuge der Bekanntgabe der Juni-Daten am 19. Juli vermutlich die Marke von 2,5 Prozent übersteigen. Dieses Zinsniveau ist unannehmbar, wie einige Fed-Vertreter eiligst erklärten, und wird wahrscheinlich auf der Sitzung des Fed-Offenmarktausschusses am 8. August eine letzte Zinserhöhung nach sich ziehen.

Die Frage nach der richtigen Politik ist sogar noch schwieriger zu beantworten. Zugegeben, die Inflation ist ein Sorgenkind, doch erscheint uns die Geldpolitik zunehmend als sprichwörtliches Schießen mit Kanonen auf Spatzen. Sell-Side-Analysen haben ergeben, dass die so genannte ‚Sacrifice Ratio‘ (Betrag, um den die Arbeitslosenquote steigen muss, damit die Inflation um einen bestimmten Betrag zurückgeht) im Laufe der Zeit gestiegen ist, womit sie früheren Anstrengungen der Fed in dieser Hinsicht entsprechend Ausdruck verleiht. Mit anderen Worten: Die Arbeitslosigkeit muss zur Reduzierung der Inflation um einen bestimmten Prozentsatz stärker ansteigen als früher. Da die Inflation letztlich in zunehmendem Maße eher von globalen als von lokalen Faktoren angetrieben wird, wird über kurz oder lang die Frage aufkommen, ob man angesichts eines Produktions- und Beschäftigungsrückgangs keinen zu hohen Preis für die Drosselung der Inflation bezahlt. Davon, dass diese Sorge an Ernsthaftigkeit gewinnt, sind wir aber immer noch weit entfernt.

Eine globale Wachstumsflaute?

Dem Optimismus in Japan und Europa steht eine mögliche Wachstumsverlangsamung der US-Wirtschaft in der zweiten Jahreshälfte 2006 gegenüber

Weitere Anzeichen deuten darauf hin, dass der globale Wirtschaftsaufschwung eine Pause einlegt. So hat sich der Wohnimmobilienmarkt in den USA weiter abgekühlt, urteilt man nach dem stetig steigenden Bestand an neuen Eigenheimangeboten, die mehr als sechs Monate am Markt bleiben. Dies ist der höchste Bestand seit 1996; bedenklicherweise fällt er mit einem Erschwinglichkeitsniveau zusammen, das so niedrig ist wie seit 17 Jahren nicht mehr. Trotz dieser beunruhigenden Hinweise bleibt die Wirtschaftsaktivität in den USA robust: Die Einzelhandelsumsätze liegen gegenüber dem Vorjahreszeitraum noch immer mit 7 Prozent im Plus (dem steht eine Spitzenwachstumsrate von 9 Prozent gegenüber), und die Auftragseingänge bei Investitionsgütern ohne Verteidigung und zivile Luftfahrt wachsen nach wie vor mit einer Jahresrate von 10 Prozent.

Die Wirtschaftsindikatoren deuten unterdessen darauf hin, dass die Konjunktur in den nächsten Quartalen abflauen wird. So präsentierten sich die Frühindikatoren in den USA und Japan zuletzt schwächer. In Europa hingegen wurden neue Höchststände markiert, ohne dass sich Konjunkturzenit abzeichnet. Wir glauben jedoch, dass es in Kürze dazu kommen könnte. Der Rückgang der globalen Liquidität, den die Zentralbanken mit ihren bisherigen Zinserhöhungen herbeigeführt haben, ist ein Hinweis darauf, dass die Wirtschaftstätigkeit schon bald ihren Wendepunkt erreichen könnte. Die Verlangsamung des Gewinnwachstums deutet darauf hin, dass die Investitionswachstumsraten bereits die Spitze erreicht haben. Berücksichtigt man zusätzlich die Belege für eine Kapazitätsauslastung, die ebenfalls schon fast an ihre Grenzen stößt, gewinnt man sehr rasch den Eindruck, dass sich die Weltwirtschaft einem Wendepunkt nähert.

In Europa ist der Boom ungebrochen, und dies scheint nicht nur der Fußball-WM zu verdanken zu sein. Nahezu alle Frühindikatoren haben Mehrjahreshöchststände durchbrochen, während die Unternehmen – zumindest die börsennotierten unter ihnen – auch im ersten Quartal ein kräftiges Gewinnwachstum verzeichnet haben.

Der Konjunkturoptimismus in Japan ist nach dem erfreulichen Tankan-Bericht gestiegen. Dem Bericht zufolge wollen die Unternehmen in den kommenden Monaten tatsächlich ihre Investitionsausgaben erhöhen. Einziger Wermutstropfen ist, dass sich das Gewinnwachstum im ersten Quartal insgesamt kräftig verlangsamt hat. Analog zum kurzfristigen Einbruch der europäischen Unternehmensgewinne im vierten Quartal 2005 könnte dies ebenfalls nur eine vorübergehende Anomalie sein; wenn nicht, so würde dies den Enthusiasmus für ein investitionsgestütztes Wachstum auf absehbare Zeit aber sicherlich dämpfen. Die Konjunkturpessimisten in Japan werden die wirtschaftliche Entwicklung sorgsam im Auge behalten. Zum jetzigen Zeitpunkt vertreten wir jedoch die Auffassung, dass die japanische Wirtschaft kurz vor der Beendigung einer innerzyklischen Expansionspause steht.

Geldpolitische Aussichten

Wir gehen nach wie vor davon aus, dass die führenden Zentralbanken in den nächsten sechs bis zwölf Monaten weiter Liquidität abziehen werden, was an den Finanzmärkten einen Anstieg der Volatilität auslösen könnte. Gegenüber früher ist die Geldpolitik jedoch im Allgemeinen als entgegenkommend zu bezeichnen.

Die US-Notenbank dürfte eine Pause in ihrem Zinserhöhungszyklus einlegen, höchstwahrscheinlich nachdem sie die Zinsen um weitere 25 Basispunkte auf 5,5 Prozent angehoben hat. Wir hatten ursprünglich damit gerechnet, dass der Strafzungskurs nach der Sitzung des Offenmarktausschusses am 29. Juni zu Ende gehen würde. Doch jetzt glauben wir, dass sich die Fed aufgrund des zu erwartenden Anstiegs der Kerninflation auf über 2,5 Prozent zu einem weiteren Zinsschritt nach oben veranlasst sehen könnte. Unser Indikator für die geldpolitischen Bedingungen in den USA tendiert nach einem sehr restriktiven Signal mittlerweile wieder in Richtung neutral. Darin spiegelt sich der Anstieg der gemessenen Inflation wider, der den Anstieg bei den nominalen Zinsen neutralisiert hat. Mit einem Wort: Die Fed muss die Zinszügel gegebenenfalls noch weiter anziehen, sollte eine allgemeine Verlangsamung der US-Wirtschaft ausbleiben.

Die EZB wird voraussichtlich drei weitere Zinsschritte unternehmen, sodass der Refinanzierungssatz zum Jahresende die Marke von 3,5 Prozent erreichen sollte. Unterdessen sieht es in Japan ganz danach aus, dass sich die Bank of Japan im

dritten Quartal endgültig von ihrer Nullzinspolitik verabschieden wird. Durch die jüngsten Liquiditätsspritzen der BoJ für den Geldmarkt wurde die Abschöpfung des Leistungsbilanzüberschusses, der in nur zwei Monaten auf 4 Prozent des BIP zurückgegangen ist, teilweise revidiert. Nach unserer Einschätzung dienen diese Maßnahmen zur Aufrechterhaltung geordneter Marktverhältnisse. Wir glauben, dass sich die japanische Notenbank ab dem dritten Quartal nicht davon abhalten lassen wird, die Zinsen zu erhöhen. Ebenso wird sie aber auch keine Eile haben, das Zinsniveau zu normalisieren.

Bewertungen

Nach dem jüngsten Ausverkauf erscheinen die Aktienmärkte überwiegend attraktiv

Trotz des leichten Renditeanstiegs sind Anleihen auf dem gegenwärtigen Niveau angemessen, aber nicht attraktiv bewertet. Die realen Kapitalmarktzinsen belaufen sich in den großen Wirtschaftsböcken auf durchschnittlich etwas mehr als 2 Prozent. Im Falle der USA und Großbritanniens verharren die Renditen deutlich unter ihrem langfristigen Durchschnitt sowie dem Trendniveau des Wirtschaftswachstums, was auf ein eher geringes Wertpotenzial schließen lässt. In Europa und Japan liegen die realen Renditen dichter an den langfristigen Trendwachstumsraten, doch dürfte in diesen beiden Regionen die Inflation in der zweiten Jahreshälfte einen Aufwärtstrend verzeichnen.

Die Konsensschätzungen für die Unternehmensgewinne wurden für das laufende Jahr noch einmal nach oben korrigiert, während sie für 2007 gesenkt wurden. Unser Konsens von neun führenden Sell-Side-Analysten hat die Gewinnprognosen für die Eurozone, Großbritannien und Japan für 2006 um 0,5 bis 0,7 Prozentpunkte angehoben, die 2007er Prognosen dagegen um 0,7 bis 0,8 Prozentpunkte zurückgenommen. Die Schätzungen für die USA sind praktisch unverändert. In Anbetracht positiver Vorankündigungen scheint sich die Berichtssaison für das zweite Quartal günstig zu entwickeln. Unser Maßstab für das breitere Gewinnmomentum hat sich jedoch abgeschwächt. Hiervon sind alle Hauptregionen außer Europa betroffen, wo das Verhältnis von Aufwärts- zu Abwärtskorrekturen gerade erst nach unten zu tendieren beginnt.

Nach dem Ausverkauf im Mai sehen die Aktien-Bewertungen attraktiv aus. Die meisten Märkte machen dabei auf historischer Basis einen günstigen Eindruck. Die gewinnbasierten Bewertungen sind nicht anspruchsvoll: So werden US-Aktien derzeit mit dem 14,3fachen der geschätzten Gewinne gehandelt, europäische und japanische Titel mit dem 12,0fachen bzw. 16,7fachen (Quelle: IBES, zum 30. Juni). Damit notieren sie jeweils am unteren Ende ihrer langfristigen Handelsspannen. Gegenüber Anleihen sind Aktien aus historischer Sicht attraktiv. Unsere Dividendendiskontierungsmodelle (auf der Basis realer Dividenden) ziehen Europa (Eurozone und Großbritannien) weiterhin den USA und Japan vor. Europa bietet derzeit eine reale interne Rendite von 6,75 Prozent, verglichen mit 6,25 Prozent in den USA und Japan.

Teil 3

Unsere Strategie

	Untergewichten	Neutral	Übergewichten
Aktien <i>Neutrale Gewichtung in unseren Mischportfolios</i>	USA Großbritannien Globale Schwellenmärkte	Pazifikraum ohne Japan	Europa ohne Großbritannien Japan
Anleihen <i>Insgesamt kurze Duration</i>	Schwellenmärkte Hochzinsanleihen Japan	Eurozone Großbritannien und indexgebundene Anleihen Großbritannien	USA

Die Tabelle spiegelt die Ausrichtung des Strategieteam der Global Multi Asset Group wider. Die globalen, regionalen und länderspezifischen Spezialteams für Aktien und Anleihen können unter Umständen, je nach Anlagestil und -universum des Fonds, andere Schwerpunkte legen.

Die technischen Indikatoren deuten an, dass die Korrektur an den Aktienmärkten weitgehend abgeschlossen ist. Die globalen Aktienmärkte wirken auf historischer Basis und gegenüber Anleihen überverkauft. Auch weisen die verschiedenen Sektoren an den großen Märkten nicht mehr so große Performanceunterschiede auf wie zuletzt (diese Unterschiede sind ein nützlicher Indikator für die Schwäche eines Marktes), was darauf schließen lässt, dass das Schlimmste wohl vorüber sein dürfte.

Die Stärke und Breite der Korrektur hat uns dazu veranlasst, den Aktienanteil in unseren globalen, mehrere Anlageklassen umfassenden Portfolios Anfang Juni zu erhöhen. Wir fahren damit derzeit eine neutrale Positionierung von Aktien gegenüber Anleihen. Uns widerstrebt jedoch zum jetzigen Zeitpunkt eine aggressive Aufstockung bei den riskanteren Anlagen, auch wenn die Korrektur an den Aktienmärkten vorüber sein mag. Dafür gibt es zwei Gründe: Zum einen ist der weitere Kurs der Geldpolitik in den USA nach wie vor ungewiss, genauso wie die Auswirkungen der von uns erwarteten innerzyklischen Wachstumsflaute auf die Unternehmensgewinne. Diese Unsicherheiten wiegen schwerer als die Tatsache, dass Aktien- und Rentenmärkte vor der letzten Zinserhöhung – oder vielmehr vor dem Höhepunkt des Inflationszyklus – in der Regel eine gute Performance zeigen. Zum anderen ist es wichtig und gut, dass die Volatilität in Richtung der Tiefstände tendiert, die sie vor dem Ausverkauf im Mai markierte. Ein erneuter kräftiger Anstieg der Volatilität könnte wieder für Verunsicherung unter den Anlegern sorgen.

Unsere bevorzugten Aktienmärkte heißen nach wie vor Japan und Kontinentaleuropa. Wir haben die Allokation in US-Large Caps auf neutral erhöht, gewichten kleinkapitalisierte amerikanische Werte jedoch weiterhin leicht unter, sodass wir insgesamt in den USA untergewichtet sind. Es scheint so, als ob sich die lange Phase der Underperformance der USA nun ihrem Ende nähert. Wir könnten daher unsere Positionen in US-Large Caps in den kommenden Monaten durchaus weiter aufstocken. Wir stehen Randanlagen, dabei unter anderem Schwellenmärkten und Small Caps, weiterhin vorsichtig gegenüber, doch lässt unser Pessimismus diesen Anlageklassen gegenüber allmählich nach. Dies hängt mit den nach dem Ausverkauf wieder besseren Bewertungen zusammen.

Teil 4

Anleihen und Währungen

Währungen nach ihrer relativen Stärke im Quartalsverlauf bis Juni: Pfund Sterling, Euro, Yen, US-Dollar

Zinsen am 30. Juni 2006

		Leitzins %	10-jähr. Renditen %	30-jähr. Renditen %
USA	Fed Funds Rate	5,25	5,14	5,19
Großbritannien	Base Rate	4,50	4,71	4,35
Eurozone	EZB-Reposatz	2,75	4,07	4,31
Japan	ODR	0,0	1,93	2,53

Quelle: Bloomberg

Anmerkungen

- Eurozone: Die Anleihenrenditen beziehen sich auf europäische generische Renditen.

- Die Fed hob den Tagesgeldsatz im zweiten Quartal zweimal um jeweils 25 Basispunkte an (Mai und Juni). In Europa erhöhte die EZB die Zinsen einmal im Juni, ebenfalls um 25 Basispunkte.

Anleihen

Starkes weltweites Wirtschaftswachstum und Zinssorgen sorgen an den Rentenmärkten für Kursverluste

Die Anleihenmärkte reagierten negativ auf die weltweit robusten Konjunkturdaten im April: Chinas BIP beispielsweise wuchs im ersten Quartal um 10,2 Prozent gegenüber dem Vorjahr, das Kreditwachstum in der Eurozone erhöhte sich im Vorjahresvergleich um 11 Prozent, und in den USA markierte das Verbrauchervertrauen ein Vierjahreshoch. Die Warnung vor einem Inflationsdruck, die US-Notenbankchef Bernanke am 10. Mai aussprach, sorgte indes nicht für weitere Verluste. Dies legt nahe, dass man am Markt das Risiko bereits eingepreist hatte. Die EZB und die Bank of Japan warnten ebenfalls vor der Inflationsgefahr. Die US-Notenbank erhöhte die Zinsen zweimal um jeweils 25 Basispunkte (Bp.) auf 5,5 Prozent, während die EZB den Leitzins einmal um 25 Bp. auf 2,75 Prozent anhob.

Der JPMorgan Global Bond Index gab in lokaler Währung um 0,6 Prozent nach (+3,0 Prozent in US-Dollar); die US-Komponente verlor 0,1 Prozent, da die Rendite der 10-jährigen Treasuries um 29 Bp. auf 5,14 Prozent anzog. Höhere Renditen sorgten auch andernorts für Verluste: Die Indexkomponente Großbritannien gab um 1,3 Prozent nach, die Eurozone um 0,9 Prozent und Japan um 0,5 Prozent.

Die Anleihen aus den Schwellenmärkten schnitten schlechter ab als ihre Pendants in den Industrieländern. Der JPMorgan EMBI Global Index büßte im Quartalsverlauf 2,1 Prozent ein. Der Renditeabstand zu den Treasuries weitete sich geringfügig aus, blieb aber dennoch eng (bei 218 Bp. zum 30. Juni). Unter den großen Märkten gab Russland um 1,5 Prozent nach, Argentinien und die Türkei brachen um 6,0 Prozent bzw. 7,4 Prozent ein.

Ausblick

Alles wartet auf die Fed

Wir rechnen im August mit einer weiteren Zinserhöhung der Fed und der EZB um 25 Bp., glauben aber nicht, dass die Inflation in den Industrienationen außer Kontrolle geraten wird. Angesichts der Anzeichen für ein langsames Wirtschaftswachstum in den USA dürfte die US-Notenbank daher kurz vor dem Ende ihres Zinserhöhungszyklus stehen. Sobald die Anleger davon überzeugt sind, dass der Zinshöhepunkt erreicht ist, dürften US-Renten eine Erholungsrally starten.

Oft hört man, dass sich Schwellenländer- und Hochzinsbonds zuweilen mehr wie Aktien als wie Anleihen verhalten – und tatsächlich dürften sie auf eine Verlangsamung der US-Wirtschaft völlig anders reagieren als der US-Treasury-Markt.

Währungen

Der Greenback gibt nach, wobei das zunehmende Zinsgefälle (noch) kaum Auswirkungen hat

Der US-Dollar gab trotz seines Rufs als „sicherer Hafen“ gegenüber allen wichtigen Währungen nach. Diese Schwäche spiegelte die anhaltende Nervosität über das Ausmaß des US-amerikanischen Leistungsbilanzdefizits sowie die zunehmend restriktiven Zinsäußerungen der Zentralbanken in Japan und Kontinentaleuropa wider. Die beiden Leitzinsanhebungen der Fed um jeweils 25 Bp. waren seit langem erwartet worden und somit am Markt schon eingepreist. Zum Dollar gewannen der Euro 5,7 Prozent, das Pfund Sterling 6,6 Prozent und der Yen 3,2 Prozent hinzu.

Ausblick

Die beiden Defizite in den USA liefern gleich zwei gute Gründe, warum man dem US-Dollar langfristig pessimistisch gegenüberstehen sollte. Dies umso mehr, als die Zinsen in Europa und Japan voraussichtlich (weiter) ansteigen werden, während die Fed ihren Zinserhöhungskurs beendet.

Teil 5

Regionale Aktienmärkte

USA

Gesamtrenditen im Quartalsverlauf bis Juni:

MSCI US $-7,7\%$ in GBP, $-1,6\%$ in USD, $-4,6\%$ in JPY und $-6,8\%$ in EUR

Rückblick

Small Caps und Technologiewerte geben am stärksten nach

Im Verlauf eines volatilen Quartals fielen Small Cap- und Technologiewerte der Vorsicht der Anleger bei riskanten Anlagen zum Opfer: Der Russell 2000 gab im Berichtsquartal um 5,3 Prozent nach, der Nasdaq um 7,5 Prozent. Der S&P 500 legte dagegen um 0,4 Prozent zu; in lokaler Währung gemessen zeigte er damit von allen maßgeblichen Marktindizes die beste Entwicklung (auf Dollar-Basis erzielte Europa eine Outperformance).

Zu der Volatilität kam es aufgrund veränderter Zinserwartungen. Der Fed-Vorsitzende Bernanke warnte im Mai vor einem Inflationsdruck, als er die Zinsen um 25 Basispunkte auf 5,0 Prozent erhöhte. Die Anleger interpretierten dies so, dass die Zinsen über die ursprünglich am Markt eingepreisten 5,25 Prozent hinaus weiter ansteigen könnten. An den Aktienmärkten sorgte dies für einen massiven Ausverkauf, vor allem von risikoreicheren Anlageklassen. Ende Juni, als dann die Zinszügel auf 5,25 Prozent angezogen wurden, schien Bernanke anzudeuten, dass die Wirtschaftsaktivität in den USA und folglich der Inflationsdruck nachlassen. Vor diesem Hintergrund legten die US-Aktien in der letzten Quartalswoche noch einmal kräftig zu. Allein der Russell 2000 schaffte ein Plus von 5,0 Prozent.

Die Konjunkturdaten waren allgemein erfreulich: Das BIP-Wachstum im ersten Quartal wurde auf beeindruckende 5,3 Prozent (annualisiert) nach oben korrigiert, während der Index zum Verbrauchervertrauen des Wirtschaftsforschungsinstituts Conference Board im April auf seinen höchsten Stand seit vier Jahren kletterte (und sich auch im Mai und Juni relativ stark präsentierte). Weniger erfreulich waren indes der Anstieg der Inflation (die Kernverbraucherpreise stiegen im Jahresverlauf bis Mai auf 2,4 Prozent), die Verlangsamung des Beschäftigungswachstums und die allgemein schwachen Daten aus dem Wohnimmobiliensektor.

Ausblick

Sind US-Aktien wieder einen Blick wert?

Nach mehreren Jahren enttäuschender Performance im Vergleich zu anderen großen Märkten findet nunmehr ein Gezeitenwechsel zugunsten der amerikanischen Aktien statt. Mit einem durchschnittlichen IBES-KGV von aktuell 14,3 (auf Basis der geschätzten Gewinne), nach 16,5 vor einem Jahr, sind die Bewertungen in den USA nun vernünftiger. Die Unternehmensgewinne werden durch das Wirtschaftswachstum gestützt, das sich in der ersten Jahreshälfte unerwartet kräftig präsentierte. Sobald von Seiten der Fed das Signal kommt, dass der Zinszyklus seinen Höhepunkt erreicht hat, dürften die Aktien daher eine kräftige Rally verzeichnen. Noch ist dies jedoch nicht eingetreten. Die Frühindikatoren signalisieren, dass eine innerzyklische Verschnaufpause in der zweiten Jahreshälfte wahrscheinlich ist – und mit ihr eine entsprechende Negativkorrektur der Gewinnprognosen. Der Aktienmarkt dürfte in den kommenden Monaten weiterhin sehr empfindlich auf die Inflationsdaten reagieren, da die Anleger herauszufinden versuchen, wie hoch die Zinsen noch steigen müssen, damit die Inflationsorgen endlich nachlassen. Damit verbunden ist die Sorge, dass die US-Notenbank in ihrer Be-

mühung um eine Dämpfung der Inflation geldpolitisch über die Stränge schlägt, und es in diesem Fall nicht bei einer innerzyklischen Verschnaufpause bleiben wird.

Im internationalen Vergleich schließlich sind die Bewertungen in den USA nicht ganz so attraktiv: So wird dem Institutional Brokers Estimate System (IBES) zufolge der europäische Markt derzeit mit dem 12,0fachen der erwarteten Gewinne bewertet, während in Japan (dieser Markt war schon immer bedeutend teurer) das durchschnittliche KGV auf ein relativ wettbewerbsfähiges Niveau von 16,7 gesunken ist.

Europa

Gesamtrenditen im Quartalsverlauf bis Juni:

MSCI UK -1,6% in GBP, 4,9% in USD, 1,7% in JPY und -0,7% in EUR

MSCI Europe ex UK -4,6% in GBP, 1,8% in USD, -1,4% in JPY und 3,7% in EUR

Rückblick

Die Aktienmärkte in der Eurozone verzeichnen trotz guter Konjunkturdaten eine Underperformance

Trotz seines hohen Anteils an Bergbautiteln, die sich besonders schlecht entwickelten, schnitt Großbritannien von allen europäischen Aktienmärkten am besten ab. Der britische Markt profitierte von seiner defensiven Ausrichtung sowie einer regen Fusions- und Übernahmetätigkeit, die BAA, die London Stock Exchange und Associated British Ports als Übernahmeziele umfasste. Die Konjunkturdaten deuteten unterdessen auf eine allgemein gute Verfassung der britischen Wirtschaft hin, wenngleich die Inflation vor dem Hintergrund unerwartet hoher Hauspreise und Einzelhandelsumsätze leicht anstieg. Die Bank of England warnte daher vor einem Anstieg der Leitzinsen. Die zyklische Ausrichtung in vielen kontinentaleuropäischen Aktienmärkten wirkte sich derweil negativ auf die Performance aus, zeigten sich die Anleger doch besorgt darüber, dass die Zentralbanken durch eine übermäßige geldpolitische Straffung eine weltweite Wachstumsabkühlung bewirken könnten. Deutschland gab um 5,2 Prozent nach, Frankreich verlor 2,4 Prozent (MSCI World Index, Gesamtrendite, in lokaler Währung). Rückläufige Arbeitslosenzahlen und starke Frühindikatoren – so zum Beispiel der deutsche Ifo-Geschäftsklimaindex, der ein 15-Jahreshoch erreichte – sorgten indes weiterhin für eine gewisse Unterstützung. Im Juni erhöhte die EZB die Zinsen um 25 Basispunkte auf 2,75 Prozent. Kleinkapitalisierte Werte verzeichneten europaweit eine Underperformance gegenüber Large Caps – ein Trend, der im Zuge der Marktkorrektur in Richtung defensivere Anlageklassen weltweit zu beobachten war.

Ausblick

Die Aktienmärkte profitieren von attraktiven Bewertungen und starkem Gewinnwachstum

Nach der starken Outperformance im zweiten Quartal muss sich der britische Aktienmarkt unter Umständen schon bald auf eine Seitwärtstendenz einstellen, da sich die Anleger im Falle eines hinreichend kräftigen Weltwirtschaftswachstums sowie einer relativ niedrigen Inflation (unsere zentrale Erwartung) wieder auf die zyklischeren Märkte konzentrieren werden. Die langfristigen Bewertungen sind jedoch attraktiv (sowohl auf KGV-Basis als auch im Vergleich zu den Gilts), und sobald sich die Märkte beruhigt haben, dürfte auch wieder mit einer regen Fusions- und Übernahmeaktivität zu rechnen sein.

Die Aussichten für die Aktien der Eurozone sind ebenfalls günstig – nicht zuletzt aufgrund der attraktiven Bewertungen und des kräftigen Gewinnwachstums, das durch die Umstrukturierungsmaßnahmen der Unternehmen angekurbelt wurde. Die Wirtschaft wächst zurzeit zwar verhältnismäßig langsam (+2,4 Prozent auf annualisierter Basis im ersten Quartal, ver-

glichen mit +2,6 Prozent für Großbritannien, +3,1 Prozent für Japan und +5,3 Prozent für die USA), doch hat sie das Zeug für ein deutlich kräftigeres Wachstum. Auch bei den Unternehmensgewinnen besteht noch Spielraum nach oben. Dies steht in diametralem Gegensatz zu den USA, wo sich den allgemeinen Erwartungen zufolge eine innerzyklische Wachstumspause einstellen dürfte. Eine Erholung der Binnennachfrage würde derweil für Beruhigung sorgen (das Wachstum in der Eurozone ist momentan nämlich noch sehr stark exportabhängig). Eine rückläufige Arbeitslosigkeit dürfte hierzu entsprechend beitragen. Ein starkes Geldmengenwachstum, steigende Preise und die Warnungen der EZB zu diesem Thema haben unterdessen eine weitere Leitzinsanhebung im August sehr wahrscheinlich gemacht. An den Märkten scheint dies jedoch eingepreist zu sein.

Asien

Gesamtrenditen im Quartalsverlauf bis Juni:

MSCI Japan –10,5% in GBP, –4,6% in USD, –7,5% in JPY und –9,7% in EUR

MSCI Pacific ex Japan –3,9% in GBP, 2,5% in USD, –0,7% in JPY und –3,0% in EUR

Rückblick

Jasdaq bricht um 19 Prozent ein

Japanische Aktien mussten im zweiten Quartal kräftige Verluste hinnehmen, da das Risiko künftiger Zinserhöhungen durch die Bank of Japan, verschiedene Skandale an den Finanzmärkten sowie regulatorische Probleme im Finanzdienstleistungs- und Immobiliensektor auf die Stimmung der Anleger drückten. Dies ereignete sich vor dem Hintergrund eines sehr schwachen Umfelds für die Aktienmärkte weltweit. Der Topix 500 verlor 7,7 Prozent, während der technologie-lastige Jasdaq um 19,0 Prozent abstürzte. Die Konjunkturdaten waren generell erfreulich. Das BIP-Wachstum im ersten Quartal fiel mit annualisierten 3,1 Prozent (3,8 Prozent gegenüber dem Vorjahr) zwar etwas enttäuschend aus; positiv zu Buche schlug jedoch, dass die Binnennachfrage die einzige Quelle dieses Wachstums war. Dies deutet darauf hin, dass der Aufschwung in Japan entgegen den Erholungsphasen in den vergangenen zehn Jahren dieses Mal nicht auf dem Exportsektor beruht.

Hongkong schnitt im zweiten Quartal von allen im MSCI World Index vertretenen Märkten am besten ab. Der Markt blieb im Quartalsverlauf unverändert, da er Sorgen über höhere US-Zinsen abschüttelte. Der Volatilität, die diesen Zeitraum markierte, konnte er sich allerdings nicht entziehen. Im April verzeichnete der Markt unter Anleitung der Rohstoff- und Technologiewerte ein Plus von 5,5 Prozent. Im Mai gab er um 5,6 Prozent nach, wobei Telekommunikations-, Immobilien- und Konsummittel eine besonders schlechte Entwicklung verzeichneten. Im Juni schließlich stieg der Hongkonger Markt um 0,4 Prozent und verdankte dies den Kursgewinnen im Telekommunikationssektor, die die Verluste bei den Technologieaktien kompensierten. Das BIP-Wachstum im ersten Quartal fiel mit 8,2 Prozent im Vergleich zum Vorjahr höher aus als erwartet. Australien verlor 0,5 Prozent (sämtliche Performancedaten MSCI, in lokaler Währung); der Kurseinbruch bei den Rohstoffwerten Mitte Mai wurde dabei von der starken Performance dieser Titel in den Wochen davor verdeckt, die dem Markt ein Rekordhoch beschert hatte. Die australische Wirtschaft profitierte weiterhin von den positiven Auswirkungen der hohen Rohstoffpreise auf die Verbraucher- und Investitionsausgaben. Das BIP-Wachstum im ersten Quartal betrug im Vergleich zum Vorjahr 3,1 Prozent. Die Arbeitslosenquote im Mai ging auf ein 30-Monatstief von 4,9 Prozent zurück. Die Zentralbank schließlich erhöhte die Zinsen im Mai zum ersten Mal seit 14 Monaten, auf 5,75 Prozent. Singapur gab unterdessen um 2,0 Prozent nach. Innerhalb der Anlageklasse der asiatischen Schwellenmärkte legte Taiwan um 0,5 Prozent zu, Korea und Indien büßten dagegen 5,3 bzw. 6,3 Prozent ein. China gewann 2,0 Prozent hinzu und konnte damit seit Jahresbeginn ein Plus von 24 Prozent verzeichnen. Der Handelsüberschuss des Landes stieg im Mai auf das Rekordniveau von 13 Mrd. USD; gleichzeitig fiel das BIP-Wachstum im ersten Quartal mit 10,2 Prozent gegenüber dem Vorjahr beeindruckend aus.

Ausblick

Attraktive Bewertungen soweit das Auge reicht

Der konjunkturelle Aufschwung in Japan wird angetrieben vom kräftigen inländischen Nachfragewachstum, den Restrukturierungsmaßnahmen der Unternehmen (die Unternehmen erzielen dadurch ein starkes Gewinnwachstum) sowie dem Ende von Deflation und lockerer Geldpolitik. Trotz des Geredes über eine Beendigung der Nullzinspolitik durch die Bank of Japan sind die realen Zinsen zurzeit sogar negativ. Der Exportsektor verfügt derweil über ein enormes Wachstumspotenzial, was er der momentanen Yen-Schwäche zu verdanken hat. Bei IBES notiert der Markt derzeit mit einem durchschnittlichen KGV von 16,7 (auf Basis der geschätzten Gewinne), nach 19,4 Anfang Mai, was ihn im historischen Vergleich günstig macht.

Der Pazifikraum ohne Japan ist im Vergleich zu anderen Schwellenländern attraktiv bewertet. Hinzu kommen eine Binnennachfrage, die rapide zunimmt, solide Unternehmensbilanzen sowie generell stabile politische Aussichten. Trotz der zuletzt wieder zunehmenden Risikobereitschaft der Anleger würden wir zurzeit jedoch nur ungern unser Engagement in der Region erhöhen. Dies hängt mit dem Konjunkturzyklus in den USA zusammen, der sich abzuschwächen scheint.

Globale Schwellenmärkte

Gesamtrenditen im Quartalsverlauf bis Juni:

MSCI South Africa 3,4% in USD, 1,6% in ZAR

MSCI Latin America (free) 9,1% in GBP, -3,1% in USD, -6,1% in JPY und -8,3% in EUR

MSCI EM Europe 9,7% in GBP, -3,8% in USD, -6,8% in JPY und -8,9% in EUR

Rückblick

Nach einer Achterbahnfahrt lagen die Aktienmärkte der Schwellenländer zum Ende des Quartals gleichauf mit den entwickelten Märkten

Die Aktienmärkte der Schwellenländer verzeichneten im zweiten Quartal einige Turbulenzen. Während die Anlageklasse bis Mitte Mai dank der anhaltend hohen Risikobereitschaft der Investoren eine Outperformance erzielte, schnitt sie in der Phase der globalen Korrektur vergleichsweise schlecht ab, da die Anleger ihre Risikoengagements zurückfuhren. Der Ausverkauf wurde durch die Angst vor höheren US-Zinsen ausgelöst und zog eine Welle von Gewinnmitnahmen nach sich. Ende Juni profitierten die Schwellenmärkte jedoch am stärksten von den weniger restriktiven Zinsäußerungen des Fed-Chefs Bernanke, sodass der MSCI Emerging Markets Index am letzten Tag des Quartals ein Plus von 3,3 Prozent verzeichnete. Dadurch musste der Index für das gesamte Quartal in lokaler Währung nur mehr einen Verlust von 3,0 Prozent hinnehmen und lag damit gleichauf mit dem MSCI World Index. Lateinamerika erzielte die beste Performance. Brasilien notierte um 2,8 Prozent schwächer, wobei jedoch die Konjunkturdaten im Allgemeinen positiv ausfielen. So ließ die rückläufige Inflation eine Senkung der Zinsen durch die Zentralbank zu, und das BIP erhöhte sich – nach einem Wachstum von 1,4 Prozent im vierten Quartal 2005 – im ersten Quartal um 3,4 Prozent gegenüber dem Vorjahr. Mexiko verzeichnete trotz der Angst, ein Linksradikaler würde aus den Präsidentschaftswahlen am ersten Juli-Wochenende als Nachfolger von Vincente Fox hervorgehen, nur ein kleines Minus von 0,3 Prozent. Das BIP-Wachstum im ersten Quartal betrug 5,5 Prozent gegenüber dem Vorjahr. Auf den Schwellenmärkten Europas brach die Türkei wegen ihres Leistungsbilanzdefizits um 16,9 Prozent ein. Ungarn verlor 6,7 Prozent, da die Anleger eine Währungsabwertung befürchteten. Die Tschechische Republik verfügt mittlerweile über solidere Finanzen, büßte aber dennoch 7,5 Prozent ein, während Polen um 0,1 Prozent stieg. Russland schließlich gewann 2,5 Prozent hinzu, womit sich seine Gewinne seit Jahresbeginn auf 31,0 Prozent summieren.

Ausblick

Für ein stärkeres Engagement in Schwellenländeraktien ist es noch zu früh

Die Aussichten für diese Anlageklasse sind uneinheitlich. Das starke globale Wachstum liefert reichlich Nachfrage nach Exporten aus diesen Ländern, von denen sich die meisten außerdem einer stetig steigenden Binnennachfrage erfreuen. Hinzu kommen Bewertungen, die keineswegs ausgereizt sind, und Unternehmensbilanzen, die sich allgemein in einem soliden Zustand befinden. Für ein stärkeres Engagement in dieser Anlageklasse ist momentan jedoch nicht der richtige Zeitpunkt, da die USA im weiteren Jahresverlauf vermutlich ein langsames Wachstum verzeichnen werden und zudem Ungewissheit über den künftigen geldpolitischen Kurs der US-Notenbank herrscht. Im Falle eines Rückgangs der Bewertungen auf ein sehr günstiges Niveau könnten wir versucht sein, unsere Allokationen in diesem Bereich aufzustocken. Mit 10,3 liegt das aktuelle KGV auf Basis der Gewinnschätzungen von IBES für diese Anlageklasse jedoch höher als vor einem Jahr, als es 9,7 betrug.

Die Anleger in Lateinamerika scheinen unterdessen den Aufstieg linksgerichteter bzw. populistischer Politiker gut weggesteckt zu haben. Viele von ihnen werden jedoch den Ausgang der jüngsten Wahlen in Mexiko begrüßt haben, die schließlich Felipe Calderon als neuen Präsidenten des Landes hervorbrachten. Der überzeugte Freihandelsanhänger wird nun mit einem scharf gespaltenen Kongress zusammenarbeiten müssen, der bereits die Reformversuche auf justizieller sowie energie-, fiskal- und arbeitsmarktpolitischer Ebene des Vorgängers Vincente Fox blockiert hatte.

Bitte beachten Sie, dass der Wert u. die Rendite einer Investmentanlage sowohl steigen als auch fallen können. Eine positive Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für eine zukünftige positive Performance, und Anleger erhalten u.U. nicht den investierten Betrag zurück. Anlagen in Fremdwährung können Wertschwankungen unterliegen. Wechselkurse könnten den Wert entsprechender Auslandsinvestitionen positiv wie negativ beeinflussen. JPMorgan Asset Management veröffentlicht ausschließlich produktbezogene Informationen und erteilt keinerlei Anlageempfehlungen. Diese Information ist nur eine Kurzdarstellung. Interessierte Anleger sollten sich bitte stets vollständig im aktuellen Verkaufsprospekt informieren. Alle Angaben beziehen sich auf den Stichtag 30.06.2006 u. die Anteilsklasse A unserer Luxemburger Umbrellafonds. Aktuelle Verkaufsprospekte sind kostenlos erhältlich beim Herausgeber, JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l., Frankfurt Branch, sowie bei der deutschen Zahl- u. Informationsstelle J.P. Morgan AG, Junghofstraße 14, D-60311 Frankfurt.