

Märkte bleiben volatil, aber Konjunkturaussichten und Stimmungsindikatoren stützen Aktien

September 2007



Philipp Vorndran
Investment Strategist, Credit Suisse

«Trotz anhaltender Volatilität an den Finanzmärkten bleiben die Aussichten für die Weltwirtschaft günstig. Die jüngsten Wirtschaftszahlen bekräftigen nach wie vor unsere positive Einschätzung. Infolgedessen haben wir in den letzten Wochen für institutionelle Kunden, die auf relative Rendite abzielen, unsere Allokation in Aktien erhöht.»

Die Lage an den globalen Finanzmärkten bleibt turbulent. Welche Konsequenzen hat dies für die Weltwirtschaft?

Die Ereignisse, die diese Turbulenzen ausgelöst haben, scheinen bislang eher mit finanzspezifischen als mit makroökonomischen Faktoren zusammenzuhängen. Zentrale Sorge der Anleger waren die Bedenken im Hinblick auf Subprime-Anlagen und andere Asset Backed Securities (ABS). Das allgemeine konjunkturelle Umfeld bleibt dagegen vergleichsweise stabil. Die meisten Indikatoren signalisieren, dass sich die Weltwirtschaft weiterhin gut entwickelt, und die Marktteilnehmer rechnen mehrheitlich nicht mit einem nennenswerten Abschwung.

Obwohl in den USA bei einigen Indikatoren eine leichte Verschlechterung verzeichnet wird, wirken die Wachstumserwartungen nach wie vor unterstützend. So verlangsamte sich etwa der ISM-Index für das nicht verarbeitende Gewerbe im August auf 55,8 Punkte, während er im Juni mit 60,7 Punkten noch ein 14-Monats-Hoch markiert hatte. Auf den ersten Blick erscheint dies als relativ starker Rückgang, das Ergebnis steht aber dennoch weiterhin im Einklang mit einem realen BIP-Wachstum von etwa 2,5% in der zweiten Jahreshälfte 2007.

Wann immer von der US-Konjunktur die Rede ist, stehen stets die amerikanischen Konsumenten im Mittelpunkt. Dies verwundert auch nicht, haben doch die Konsumenten in den letzten Jahren den höchsten Anteil zum BIP-Wachstum beigesteuert. Auch wenn der Anteil der Konsumausgaben am BIP-Wachstum im letzten Quartal deutlich zurückging, erhält das Wachstum, wie die Abbildung oben zeigt, durch andere Wirtschaftsbereiche wie Außenbeitrag und gewerbliche Bauinvestitionen Unterstützung.

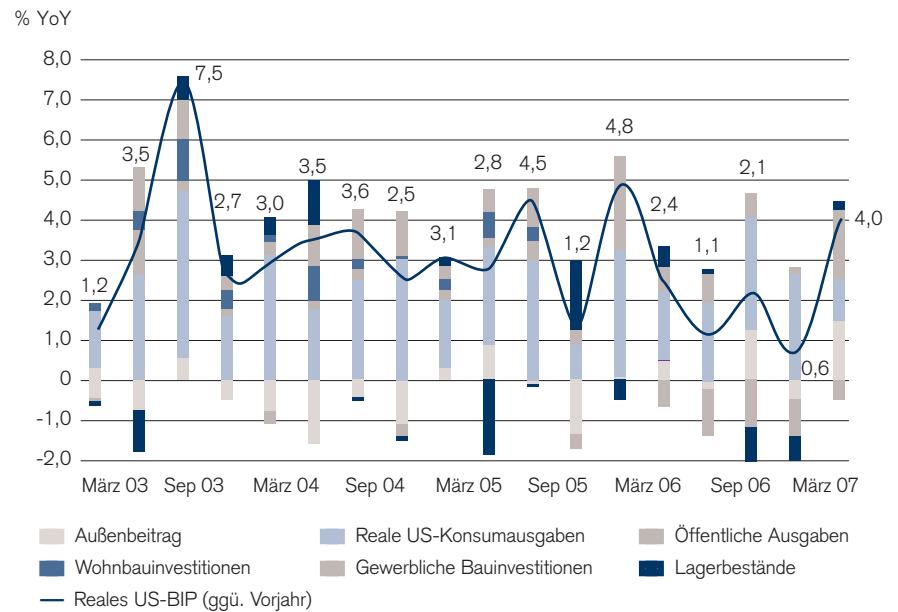
Insgesamt sind wir der Auffassung, dass die Weltwirtschaft solide wächst, ohne sich zu überhitzen. Von Bedeutung dabei ist, dass das globale Wachstum breit abgestützt ist und nicht lediglich von ein oder zwei Volkswirtschaften getragen wird.

In Kürze

- Die Finanzmärkte bleiben volatil. Die Aussichten für die Weltwirtschaft bleiben jedoch günstig.
- Obwohl die US-Notenbank ihre Bereitschaft zur Stützung der Wirtschaft erklärt hat, könnten sich die aktuellen Zinssenkungserwartungen des Marktes als allzu optimistisch erweisen.
- Da wir die Wachstumsaussichten der Weltwirtschaft positiv bewerten, favorisieren wir weiterhin Aktien gegenüber Anleihen. Für unsere institutionellen Kunden haben wir jüngst die Allokation in Aktien erhöht.
- An den Anleihen-Märkten sind insbesondere inflationsgeschützte Anleihen attraktiv. Diese Anleihen könnten im Zuge eines stärker inflationären Umfelds überdurchschnittlich abschneiden.



Abbildung 1: USA: BIP-Komponenten



Quelle: Bloomberg, Credit Suisse/IDC

Historische Performancedaten sind keine Garantie für die zukünftige Entwicklung.

Die Zentralbanken, insbesondere die US-Notenbank, haben bereits signalisiert, im Bedarfsfall zu handeln. Wie schätzen Sie diesen Sachverhalt ein?

Ben Bernanke hat jüngst erklärt, die Fed werde die Entwicklungen an den Finanzmärkten sehr genau beobachten und alle notwendigen Maßnahmen ergreifen, um negative Auswirkungen auf die Konjunktur zu beschränken. Ohne Frage haben derartige Äußerungen den Investoren Mut gemacht. Die Märkte gehen nunmehr davon aus, dass eine Senkung des Diskontsatzes und der Fed Funds Rate sehr wahrscheinlich ist: Derzeit wird mit einer Herabsetzung der Zinsen um insgesamt 100 Basispunkte (Bp) in den nächsten zwölf Monaten gerechnet.

In Europa erwarten die Märkte derweil keine wesentliche Änderung seitens der Europäischen Zentralbank (EZB). Dagegen dürfte die Bank of Japan ihre Zinsen um etwa 25 Bp erhöhen.

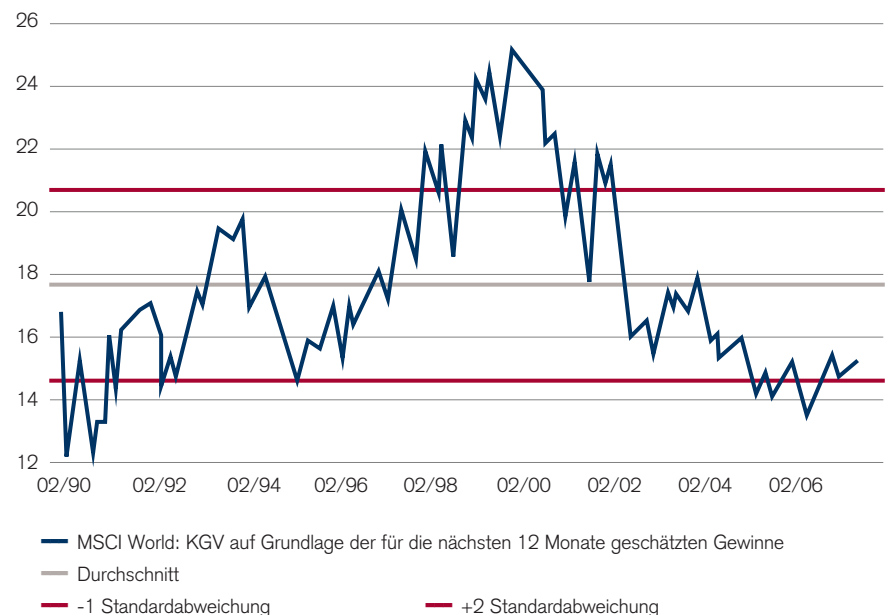
Sollten die Turbulenzen an den Finanzmärkten anhalten, könnten sich die Erwartungen im Hinblick auf die US-Zinsen bestätigen. Kommt es dagegen in den nächsten drei Monaten zu einer Entspannung der Lage, wovon wir ausgehen, dann könnten die Anleger vom Ausmaß der Senkungen enttäuscht sein. Auch wenn die Fed offenbar bereit ist, der Konjunktur unter die Arme zu greifen, ist es doch relativ unwahrscheinlich, dass sie unvernünftigen Kreditvergabepraktiken Vorschub leisten wird.

Auf der nächsten Sitzung der Fed wird eine Zinssenkung erwartet. Entsprechend darf man gespannt sein, wie die Märkte reagieren werden, falls diese Senkung ausbleibt. Wird sich Enttäuschung breit machen oder wird sich aufgrund der Erleichterung eine Rallye einstellen, weil das Schlimmste überstanden scheint? Eine Prognose ist hier schwierig.

Wie haben sich die jüngsten Ereignisse auf Ihre Asset-Allokation ausgewirkt?

Vor einigen Monaten reduzierten wir unsere Aktienallokation. Diese Maßnahme war jedoch nicht auf unsere mittel- bis längerfristigen Aktienprognosen, die sehr gut waren, zurückzuführen. Grund waren vielmehr die kurzfristigen Stimmungsindikatoren, die richtigerweise die Gefahr eines Einbruchs signalisierten. Wenn man aber davon überzeugt ist, dass Aktien mittelfristig attraktiv sind, dann muss man den «sicheren Hafen» einer neutralen Aktienposition irgendwann wieder verlassen. Deshalb haben wir beschlossen, für unsere institutionellen Kunden, die auf relative Rendite abzielen, die Allokation in Aktien wieder zu erhöhen.

Abbildung 2: MSCI World: KGV auf Grundlage der für die nächsten 12 Monate geschätzten Gewinne



Quelle: Bloomberg, Credit Suisse

Historische Performancedaten sind keine Garantie für die zukünftige Entwicklung.

Machen Sie sich im Hinblick auf die Schwellenmärkte keine Sorgen über einen weiteren Rückgang der Risikobereitschaft?

Eine sehr interessante Frage. Bei Betrachtung früherer Finanzkrisen zeigt sich, dass die Schwellenmärkte stets einer stärkeren Verkaufswelle unterlagen als die Industrieländer. Dieses Mal war das aber nicht der Fall. Die Anleihen, Währungen, Aktien und Immobilien an den Schwellenmärkten entwickelten sich gleichauf mit ihren

Pendants in den Industrieländern. Die Anleger erkennen also zunehmend, dass die Schwellenmarktkomponente ihrer Portfolios nicht mehr als spekulative, sondern als strategische Anlage zu betrachten ist. Tatsächlich legen unsere quantitativen Modelle den Schluss nahe, dass diese Märkte, so wie bislang üblich, nicht länger als zyklisch zu betrachten sind.

Wie schätzen Sie die Aussichten der festverzinslichen Anlagen ein?

Unsere Prognosen bleiben in diesem Bereich unverändert. Die Fixed-Income-Märkte sind nach wie vor vergleichsweise unattraktiv. Die Ausfallraten im Subprime-Segment werden voraussichtlich weiter steigen, und Volatilität und Illiquidität am ABS-Markt dürften zunehmen. In den USA sind Staatsanleihen relativ teuer, selbst wenn die US-Notenbank die Zinsen in dem von den Märkten erwarteten Ausmaß senken sollte. Auch wenn festverzinsliche Anlagen in den nächsten Monaten wieder attraktiv werden könnten, ist es unseres Erachtens für einen Einstieg noch zu früh.

Dennoch gibt es an den Anleihemärkten derzeit ein attraktives Segment: inflationsgeschützte Anleihen. In den USA sind die Inflationserwartungen deutlich gesunken, in Europa dagegen weniger. Der Markt geht hier offenbar lediglich von zwei möglichen Szenarien aus: 1) Wenn die Volkswirtschaften nicht unter Druck geraten, werden sich die Zentralbanken weiterhin auf die Inflation konzentrieren und die Zinsen erhöhen; d.h. die Märkte rechnen mit einer gemäßigten Inflation. 2) In einem Umfeld, in dem die Zentralbanken die Zinsen senken und dem Wachstum mehr Bedeutung beimessen als der Inflation, erwarten die Märkte, dass die Inflation angesichts der steigenden Rezessionsgefahr niedrig bleibt. In beiden Fällen wäre die Inflation kein Problem. Bleibt die Frage, wie es mit Stagflation oder anhaltendem Wachstum und steigenden Rohstoffpreisen aussieht. Nach unserer Einschätzung sind auch diese Szenarios nicht ganz auszuschließen. Da die Märkte jedoch allzu sehr von einem inflationsfreien Umfeld ausgehen, weisen inflationsgeschützte Anleihen ein äußerst attraktives Risiko-Ertrags-Profil auf.

Kontakt

CREDIT SUISSE (DEUTSCHLAND) AKTIENGESELLSCHAFT

Junghofstraße 16, D-60311 Frankfurt am Main

Serviceline:

Telefon: +49 (0) 69 7538 1111

Telefax: +49 (0) 69 7538 1796

E-Mail: investment.fonds@credit-suisse.com

Die vorliegenden Unterlagen wurden vom Asset Management Bereich der Credit Suisse auf der Grundlage öffentlich zugänglicher Informationen, intern entwickelter Daten und Daten aus weiteren Quellen, die von uns als zuverlässig eingestuft wurden, erstellt. Credit Suisse hat keine Garantie für die Richtigkeit von Daten erhalten. Alle Aussagen und Meinungen stellen eine Einschätzung zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dar und können sich jederzeit unangekündigt ändern. Die Credit Suisse übernimmt keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der in dieser Unterlage enthaltenen Daten und Informationen. Die in dieser Unterlage enthaltenen Daten und Informationen dienen ausschließlich dazu, zu informieren und zu illustrieren und stellen die gegenwärtige Einschätzung des Asset Management Bereichs der Credit Suisse zum Zeitpunkt der erstmaligen Veröffentlichung dieser Unterlage dar. Wenn nicht ausdrücklich anders ausgewiesen sind alle Daten ungeprüft. Bei diesem Dokument handelt es sich um Marketingmaterial, das ausschließlich zu Werbezwecken verbreitet wird. Es darf nicht als unabhängige Wertpapieranalyse gelesen werden.

www.credit-suisse.com