
Kapitalmarktausblick

4. Quartal 2009

- **Sektorrotation in defensive Branchen erwartet**
- **Korrektur jederzeit möglich, aber nicht nachhaltig**
- **Wir gehen weiterhin von niedrigen Geldmarktzinsen aus. Nicht nur die Politik der Notenbanken ist ein Garant für diese Annahme.**
- **Die langfristigen Kapitalmarktzinsen werden durch die gut verfügbare und auch günstige Liquidität unterstützt. Die Volatilität am langen Ende nimmt ab.**
- **Obwohl sich die disinflationären Tendenzen langsam, aber sicher beruhigen, liegen die Inflationserwartungen nach wie vor weit über den aktuellen Sätzen. Wir halten die Inflationserwartung für zu hoch und inflationsgeschützte Anleihen für relativ teuer.**
- **Die Einengung der Risikoaufschläge bei Nicht-Staatsanleihen ist noch schneller vor sich gegangen als erwartet. Korrekturen werden wahrscheinlicher.**
- **Fremdwährungsengagements können in einem globalen Niedrigzinsumfeld unter Diversifikations- und Renditeoptimierungsgesichtspunkten eine interessante Alternative sein.**

Aktienmärkte

In den letzten sechs Monaten konnten die Aktienmärkte einen fulminanten Kursanstieg verzeichnen. Einige Emerging-Markets-Indizes verdoppelten sich seit den Tiefstständen, aber auch die entwickelten Märkte konnten teilweise um 50% oder mehr zulegen.

Eine derartige Rallye in solch kurzer Zeit ist rekordverdächtig und wirft die Frage auf, ob die wirtschaftliche Entwicklung damit Schritt halten kann bzw. wie viel an positiven Überraschungen durch die Kursgewinne bereits vorweggenommen wurde.

Auch ohne detaillierte Analysen ist nach derartigen Anstiegen eine 10 bis 20%ige Korrektur jederzeit möglich. Die Frage ist lediglich, ob das der Anfang des Endes des jungen Bullenmarktes ist oder es sich dabei um eine durchaus gesunde Bereinigung von überoptimistischen Zukunftsannahmen handelt. Aus antizyklischer Sicht mahnt der steigende Optimismus der Marktteilnehmer zusätzlich zur Vorsicht, aber eine Euphorie, quasi als höchstes Warnsignal, ist noch nicht zu erkennen.

Unterschiedliche Analysen weisen darauf hin, dass immer noch eine große Menge an Liquidität an der Seitenlinie geparkt ist, die auf eine Chance wartet, in verstärktem Maße in den Aktienmarkt zu fließen. Kurzfristige Zinsen, die bereits eine Null vor dem Komma stehen haben, erhöhen zudem den Anreiz, nach ertragsträchtigeren Alternativen zu suchen.

Da es sich aber beim Aktienmarkt in Wirklichkeit um ein geschlossenes System handelt, spricht man besser von einer Veränderung der Aktionärsstruktur als vom Zufließen neuer Gelder. Gerade langsam und langfristig agierende Marktteilnehmer, wie Versicherungen, sind nach den massiven

Verwerfungen der letzten zwei Jahre stark unterinvestiert. Die Geschichte lehrt uns, dass diese Marktakteure erst sehr spät und zu bereits gestiegenen Kursen einsteigen. Aber zwingend davon auszugehen, dass sie erst bei Höchstständen kaufen, ist nicht ratsam.

Wir gehen davon aus, dass ein stärkeres Engagement dieser Anlagetanker noch bevorsteht und dies auch ein Auslöser für eine verstärkte Sektorrotation sein kann. Seit Jahresbeginn sind vor allem die zyklischen Werte kräftig angestiegen. Diese Entwicklung ist durchaus verständlich, da diese Unternehmen am stärksten von einer potenziellen Wirtschaftserholung profitieren. Gewinnerwartungen werden bereits nach oben revidiert, was zusätzlichen Treibstoff gibt. Auf der anderen Seite sind viele Qualitätstitel im defensiven Bereich zurückgeblieben und teilweise seit Jahresbeginn kaum verändert.

Relativ gesehen, bietet sich dadurch eine Chance, dieses Segment stärker zu gewichten bzw. in diese Bereiche zu wechseln. Auch aus Sicht der Bewertung erscheinen dieser Wechsel bzw. Neuinvestitionen in defensive Qualität sinnvoll. Die Gewinnerwartungen für den Gesamtmarkt bewegen sich in einer großen Bandbreite. Dadurch sind von „billig“ bis „teuer“ alle Markteinschätzungen bei den Analysten vertreten. Qualitätsfirmen mit stabiler Umsatz- und Gewinnentwicklung sind aber nach wie vor im günstigen Bereich angesiedelt und ein überraschend hoher Einbruch der Geschäftstätigkeit ist hier am wenigsten wahrscheinlich.

Für ausschüttungsorientierte Anleger besonders interessant, bieten einige dieser Unternehmen eine attraktive Dividendenrendite. Natürlich können Dividenden in der Zukunft auch gekürzt oder gestrichen werden, aber viele der Qualitätsunternehmen produzieren ausreichend Cashflow, welcher die Dividenden gut absichern.

Zinsmärkte

Vieles spricht dafür, dass die Notenbanken die Zinsen niedrig halten werden – und auf durchaus längere Sicht bei dieser Politik bleiben. Das lässt sich nicht nur aus den Äußerungen der Notenbank-Offiziellen, sondern auch aus der Tatsache ableiten, dass die Märkte weiterhin mit nahezu unbegrenzter Liquidität geflutet werden. Zu diesem Zweck wird die EZB im 4. Quartal neuerlich einen 12-Monats-Tender zuteilen, bei dem sich die Geschäftsbanken Liquidität zu einem Zinssatz von 1% beschaffen können. Doch nicht nur der „regulierte“ EZB-Markt, sondern auch der freie Repo-Markt zeigt, wohin die Reise geht: Der 3-Monats-Repo steht unter 0,40% (fristenkonformer Euribor-Satz: 0,75%), der Jahres-Repo bei 0,65% (12-Monats-Euribor: 1,25%).

Die niedrigen Refinanzierungssätze am kurzen Ende und insbesondere die langfristigen Tender der EZB sind gleichzeitig eine Einladung zum Kauf von Staatsanleihen. Denn unter den genannten Bedingungen bleibt Fristentransformation Trumpf und die Geschäftsbanken können praktisch ohne Kreditrisiken Zusatzerträge erwirtschaften. Was bleibt, ist ein gewisses Zinsänderungsrisiko, das im Zeitablauf aber abnimmt. Diese Konstellation unterstützt mittel- bis langfristige Anleihen: Die Steilheit der Zinskurve lädt dazu ein, diese Assetklasse zu bevorzugen. Insofern ist es nicht verwunderlich, dass die Volatilität bei konventionellen Anleihen im mittleren bis längeren Laufzeitenbereich zuletzt deutlich nachgelassen hat. Wir gehen davon aus, dass mittel- bis langfristige Papiere auch weiterhin gut unterstützt bleiben.

Konventionelle Anleihen sind unserer Ansicht nach nicht nur im Vergleich zu Geldmarktveranlagungen, sondern auch zu inflationsgeschützten Anleihen im Vorteil, da die Inflationserwartung nach wie vor vergleichsweise hoch ausfällt. Sie liegt nicht nur deutlich über den aktuell zu beobachtenden Inflationsraten, sondern sogar über dem historischen Schnitt. Sollten die Inflationserwartungen wie von uns erwartet zurückgehen, bleibt die Wertentwicklung inflationsgeschützter Anleihen hinter jener von konventionellen Papieren zurück.

Wir gehen zwar davon aus, dass sich die disinflationären Tendenzen auflösen werden, zumal die Basiseffekte von den Rohstoffpreisen im 4. Quartal 2009 (und noch stärker im 1. Quartal 2010) wegfallen. Wir glauben aber, dass vor allem moderate Lohnabschlüsse den Preisauftrieb in Summe bremsen werden.

Zudem ist die weitere Konjunktorentwicklung noch längst nicht in trockenen Tüchern: Zwar deutet die Einengung der Risikoaufschläge an den Kreditmärkten darauf hin, dass zumindest eine Beruhigung eingetreten ist. Es ist jedoch wahrscheinlich zu früh, um schon von einer Talsohle zu sprechen. Insbesondere die Kreditvergabe an die sogenannte Realwirtschaft kommt nur schleppend in Gang. Dies könnte für viele Unternehmen zu einer veritablen Liquiditätsklemme führen und die Risikoaufschläge wieder in die Höhe treiben. Das oben beschriebene niedrige Zinsniveau hilft andererseits, Investitionen voranzutreiben und so die Konjunktur anzukurbeln. In Summe sind wir somit für die Favoriten der vergangenen Monate vorsichtiger geworden und halten Korrekturen bei Unternehmensanleihen für wahrscheinlich.

An den Devisenmärkten herrscht Dollar-Pessimismus wie kaum jemals zuvor: Dies sollte speziell dem antizyklischen Investor zu denken geben. Denn schließlich finden angekündigte Katastrophen praktisch nie statt – zur Überraschung vieler tritt oft sogar das Gegenteil ein. Insbesondere in Zeiten, in denen sichere Häfen wieder stärker gesucht sind, wird der Euro nicht unbedingt erste Wahl sein. Zudem bieten sich Fremdwährungsengagements in einem globalen Niedrigzinsumfeld als Diversifikationsinstrument an, bei dem die Chancen auf höhere Renditen aus unserer Sicht vor allem bei jenen Währungen gegeben sind, die im Zuge der Entspannung an den Finanzmärkten Federn lassen mussten (Japanischer Yen, US-Dollar). Spekulative Hochzinswährungen werden das Schicksal der übrigen Risikomärkte (Aktien, Rohstoffe, Kreditmärkte) teilen und stehen vor dem Hintergrund einer möglichen Korrektur, die vor allem die Kreditmärkte betreffen sollte, nicht auf unserer Favoritenliste.

In Summe sind die meisten Komponenten an den Zinsmärkten vom Risikoverhalten der Marktteilnehmer abhängig. Die stabile Niedrigzinspolitik der wesentlichen Notenbanken lässt die Aussichten für konventionelle Anleihen mittlerer bis längerer Laufzeit am günstigsten erscheinen. Abseits aller „Europhorie“ sollten Investoren aber auch die anderen Währungen im Blick behalten.

Die vorliegenden Informationen stellen keine Anlageberatung oder Anlageempfehlung dar. Es handelt sich bei diesen Informationen um keinen Prospekt im Sinne des Kapitalmarktgesetzes. Klargestellt wird, dass es sich hier um kein Angebot zum Abschluss eines Vertrages über eine Wertpapierdienstleistung oder eine Nebendienstleistung handelt und dass der Kunde mit diesen Informationen auch nicht dazu aufgefordert wird, ein Angebot zum Abschluss eines Vertrages über eine Wertpapierdienstleistung oder eine Nebendienstleistung abzugeben. Jedem Angebot zum Abschluss eines Vertrages geht eine auf die individuellen Verhältnisse und Kenntnisse des Anlegers bezogene Beratung voraus.