

---

# Kapitalmarktausblick

---

## 1. Quartal 2010

---

- **Sektor-Rotation in defensive Branchen erwartet**
- **Korrektur jederzeit möglich, aber nicht nachhaltig**
- **Die Zeit der Niedrigzinsen ist aus unserer Sicht noch länger nicht vorbei: Tiefe Geldmarktsätze bleiben auch 2010 der stabile Anker für die Zinsmärkte.**
- **Von den niedrigen Geldmarktzinsen profitieren konventionelle Anleihen aller Laufzeiten, die Volatilität wird durch die Attraktivität des Carry-Trades geringer.**
- **Die Steilheit der Zinskurve bleibt auf hohem Niveau: Mögliche Verflachungstendenzen sind eher vom langen als vom kurzen Ende zu erwarten.**
- **Die Inflationsrate in der Eurozone verweilt auf gedämpftem Niveau, Haupttreiber bleibt die Energiekomponente. Die Inflationserwartung ist nach unserer Einschätzung zu hoch, inflationsgeschützte Anleihen sind daher aktuell teuer.**
- **Nachdem die Risikomärkte in eine Seitwärtsbewegung übergegangen sind, könnten Rückschläge in der wirtschaftlichen Entwicklung zu Korrekturen bei Unternehmensanleihen führen.**
- **Das Sentiment zum US-Dollar ist historisch tief: Wir sehen gute Chancen für eine Erholung bei US-Dollar und Japanischer Yen.**

### ■ Aktienmärkte

Trotz eines massiven Anstiegs der Aktienmärkte seit März dieses Jahres blieb eine nachhaltige Korrektur bis jetzt aus. Lediglich Japan musste seit August eine Korrektur von mehr als 10% hinnehmen.

In den letzten Wochen gewinnt man zunehmend den Eindruck, dass der Markt auf weitere Informationen wartet, die eine nachhaltige Bewegung in die eine oder andere Richtung rechtfertigen würden. In den ersten sechs Monaten der Aktienmarkt-Hausse waren Erholungssignale an der Konjunkturfront und zunehmend bessere Unternehmensergebnisse die treibenden Kräfte für die Aufwärtsbewegung. Seit September zeigen aber gerade die Konjunkturindikatoren wieder ein etwas gemischteres Bild. Von Seiten der Unternehmen liegen die Gewinne zwar auch weiterhin deutlich über den Erwartungen, allerdings zeigt sich der Markt nicht selten mit Umsatzentwicklung und Ausblick enttäuscht. Für Anleger erscheint es deshalb zunehmend zweifelhaft, inwieweit die Verfassung der Weltwirtschaft weitere Avancen des Aktienmarktes rechtfertigt.

Solange unter den Marktteilnehmern eine derartige Skepsis zu vernehmen ist, kann durchaus mit volatilen Seitwärtsbewegungen gerechnet werden. Kurzfristig sind neue Höchststände, aber auch eine 10 bis 20%ige Korrektur jederzeit möglich. In diesem Umfeld ist die Titelauswahl besonders wichtig, da sich qualitativ hochwertige Aktien zwar nicht gänzlich dem allgemeinen Markttrend entziehen können, jedoch gerade in stürmischen Zeiten eine deutlich stabilere Entwicklung aufweisen als sogenannte „Modeaktien“, die im Vorfeld einer Konsolidierung eher von einem starken Trend als durch fundamental begründete Investmentargumente

getrieben werden. Deswegen liegt unser Augenmerk nach wie vor auf Aktien, die einen Abschlag zu ihrem „wahren“ Wert und somit eine Sicherheitsmarge aufweisen.

Wie schon in den letzten Quartalen machen wir diese Unternehmen überwiegend im großkapitalisierten Qualitätssegment aus. Es handelt sich also um Firmen mit einer hervorragenden Marktposition, starken Marken, stabiler Gewinnentwicklung, hohen und kontinuierlichen Margen sowie einer soliden Bilanz. Trotz anhaltender Liquiditätsschwemme der Notenbanken mit billigem Geld macht sich in der Realwirtschaft zunehmend Unmut über die restriktive Kreditvergabe der Banken breit. Eine anhaltende Kreditklemme dürfte manch einem Unternehmen zum Verhängnis werden, wovon jedoch solide finanzierte Titel mit hohen Liquiditätsreserven profitieren dürften.

Nachdem in den letzten Wochen einige große Firmenübernahmen wieder Schlagzeilen machten, wurde die Hoffnung auf eine wieder aufflammende Fusionstätigkeit (M&A) geweckt. Allerdings ist das Übernahmenvolumen 2009 bis dato weit hinter den letzten Jahren zurückgeblieben. Es ist wahrscheinlich, dass im heurigen Jahr das M&A-Volumen unter jenem von 2003 liegen wird. Nichtsdestotrotz waren die größten Übernahmen dabei im Informationstechnologie-Sektor bzw. im Gesundheitswesen auszumachen bzw. zwangsweise auch im Bereich Finanzwesen, wobei vor allem in Amerika viele Übernahmen eher auf Druck der amerikanischen Notenbank als aus Eigeninteresse des Akquirierenden erfolgten. Das US-Bankensterben hat bisher 150 Opfer gefordert und scheint noch nicht beendet zu sein. Dieses „Massensterben“ dürfte die Probleme rund um die Kreditklemme vermutlich eher verschärfen als entspannen.

Die von uns bevorzugten Qualitätsaktien handeln mit einer geringeren Bewertung als der Gesamtmarkt und weisen eine höhere Dividendenrendite auf. Gleichzeitig sind sie 2009 hinter der Gesamtmarktentwicklung zurückgeblieben. Daraus lässt sich im Falle einer verstärkten Sektor-Rotation auch bei unveränderten Märkten ein Aufholpotenzial ableiten.

## ■ Zinsmärkte

Wenn an den Märkten über mögliche Zinsanhebungen diskutiert wird, sollte man zweimal hinhören: Zwar herrscht unter den Marktteilnehmern Einigkeit darüber, dass eine Zinsanhebung nicht unmittelbar auf der Tagesordnung steht, für die zweite Jahreshälfte 2010 – ausgehend von den USA – aber doch im Bereich des Möglichen liegt. Die Fakten sprechen freilich eine andere Sprache: Auf die offiziellen Äußerungen der Notenbanken ist üblicherweise Verlass. Und diese lassen an Deutlichkeit nichts vermissen. Zudem ist die EZB mit einem Refinanzierungssatz von 1% bei Weitem nicht mehr die billigste Geldquelle für die Geschäftsbanken. Selbst der unbesicherte Geldmarkt liegt deutlich unter diesem Wert, vom besicherten Repomarkt ganz zu schweigen. Bleibt immer noch die Tatsache, dass die EZB weiterhin die verlässlichste Refinanzierungsquelle ist – speziell in Zeiten der Krise.

Damit bleibt die Einladung für Geschäftsbanken, Fristentransformation zu betreiben, weiterhin aufrecht. Denn in einem Umfeld, in dem der Geldmarkt einen stabilen Anker bildet, ergibt sich die Nachfrage nach mittel- bis langfristigen Staatsanleihen praktisch von ganz allein. Wir gehen davon aus, dass sich die nachlassende Volatilität bei den konventionellen Papieren fortsetzen und auch auf das langfristige Segment ausdehnen wird. Aus diesem Grund erwarten wir vergleichsweise stabile Erträge aus konventionellen Anleihen. Der sogenannte Abrolleffekt, der aus der steilen Zinskurve resultiert, verstärkt diese positive Tendenz.

An der Steilheit der Zinskurve ändert sich in einem derartigen Umfeld üblicherweise wenig: Da vom kurzen Ende wenig bis keine Bewegung zu erwarten ist, könnte eine mögliche Verflachung tendenziell vom langen Ende der Zinskurve ausgehen. Der Abwärtsdruck auf mittel- bis langfristige Renditen steigt, sobald sich die Zeichen für eine zweite Krisenwelle an den Finanzmärkten mehren: Und dass bei allem Optimismus noch nicht alle Untiefen überwunden sind, beweisen die Äußerungen der Notenbanken ebenso wie die „nachlaufenden“

Indikatoren wie z. B. die Arbeitsmarktdaten, die schnell das so wichtige Verbrauchervertrauen kippen lassen.

Trotz des nach wie vor unsicheren Umfeldes haben sich die Inflationserwartungen auf relativ hohem Niveau eingependelt und liegen sogar leicht über dem historischen Schnitt. Wir gehen davon aus, dass diese Erwartungshaltung zu hoch gegriffen ist: Getrieben wird diese Einschätzung in erster Linie von Marktteilnehmern, die ein hyperinflationäres Szenario vor Augen haben. Eine nicht unwesentliche Gruppe geht wiederum von einem deflationären Szenario nach japanischem Vorbild aus. Somit driften die Meinungen so stark auseinander wie kaum jemals zuvor in der Geschichte. In diesem Zusammenhang ist zu berücksichtigen, dass die Preisentwicklung maßgeblich von den Energiekomponenten getrieben wird, die für erhebliche Volatilität sorgen. Aus unserer Sicht ist dabei ein deflationäres Szenario das näherliegende (und letztlich auch größere) Problem. Unter diesem Aspekt halten wir die aktuellen Inflationserwartungen für zu hoch – und in logischer Konsequenz inflationsgeschützte Anleihen für vergleichsweise teuer. Dennoch sollten inflationsgeschützte Anleihen aus Absicherungs- und Diversifikationsgründen in keinem Anleihenportfolio fehlen.

Eine entscheidende Rolle in der weiteren Entwicklung werden die Risikomärkte spielen. Speziell an den Kreditmärkten hat sich die Einengung der Risikoaufschläge deutlich verlangsamt, die maßgeblichen Indizes sind zuletzt sogar in eine Seitwärtsbewegung übergegangen. Im historischen Vergleich sind die Risikoaufschläge zwar nach wie vor hoch (sie liegen in etwa auf jener Höhe, die vor dem Ausbruch der Lehman-Krise erreicht wurde), dennoch besteht die Gefahr eines neuerlichen Rückschlages, der die Risikoaufschläge nochmals in die Höhe treiben könnte. Dabei sehen wir in den Finanzwerten nach den breit angelegten Rettungsaktionen mehr Stabilität, während wir bei Unternehmensanleihen eine noch stärkere Differenzierung zwischen guten und schwachen Credits erwarten. Manche Risikoaufschläge sind so weit zusammengeschrumpft, dass ein Investment nicht mehr attraktiv erscheint.

Das Niedrigzinsumfeld hat sowohl für steigende Kurse an den Risikomärkten (Aktien, Rohstoffe) als auch an den risikoaversen Staatsanleihenmärkten gesorgt – in beiden Segmenten ist zudem das Sentiment der Marktteilnehmer positiv. Deutlich negativ ist das Sentiment nur in Richtung Fremdwährungen, im Speziellen zum US-Dollar. Eine derartige Lagerbildung bietet aus antizyklischer Sicht nicht unerhebliche Chancen. Eine Beimischung von Fremdwährungskomponenten ist im aktuellen Niedrigzinsumfeld nicht nur aus Diversifikations-, sondern auch aus Ertragsüberlegungen sinnvoll. Dies gilt neben der Weltleitwährung US-Dollar auch für den Japanischen Yen.

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.