

Macro Outlook - 19 Oktober 2009

30-10-2009

Trotz einiger enttäuschender Daten erholt sich die Weltwirtschaft weiter. Bei Aktien ist mit weiteren Kursgewinnen zu rechnen, weil eine enorme Liquidität vorhanden sei, so Léon Cornelissen, Senior Strategist im Team für Analyse der Wirtschafts- und Finanzmärkte (Economic & Financial Markets Analysis) von Robeco. Die bevorzugte Anlageklasse sind Aktien der Schwellenmärkte.

„Die makroökonomischen Bedingungen zeigen weiter nach oben“, so Léon Cornelissen, „aber die Erwartungen werden allgemein nicht übertroffen.“ Als Beleg dafür verweist er auf die langsamer als erwartet eintretenden Erhöhungen des Vertrauens der deutschen Unternehmen, ein nach der Tankan-Umfrage in Japan im Rahmen der Erwartungen liegendes Vertrauen der Unternehmen und etwas enttäuschende Entwicklungen auf dem US-Arbeitsmarkt. „Insgesamt jedoch zeige sich allgemein, dass die globale Erholung an Festigkeit gewinne“, so Léon Cornelissen.

Das heißt aber nicht, dass es nicht weiter zu Problemen kommen kann. Die Arbeitslosigkeit beispielsweise wird weiter steigen und einige Förderprogramme der Regierungen werden auslaufen. Die Zentralbanken jedoch sind sehr vorsichtig und werden weiter viel Liquidität bereitstellen. Die Zentralbanken wollen die wirtschaftliche Erholung nicht gleich wieder durch steigende Zinssätze abwürgen. Infolgedessen erwartet Léon Cornelissen, dass die Zinsen in den wichtigsten Märkten bis zur zweiten Hälfte des Jahres 2010 nicht wesentlich steigen.

Jüngste US-Daten allgemein enttäuschend

Typisch für die USA war, dass die Makroindikatoren allgemein hinter den Erwartungen zurückblieben. Nach acht Monaten der Steigerung fiel der ISM-Einkaufsmanagerindex im September, als der Verkauf von Fahrzeugen im Inland nach Einstellung des Förderprogramms („Abwrackprämie“) im August von 10,2 auf 6,8 Millionen Fahrzeuge zurückging. Auch im US-Immobilienmarkt kam es im August zu einem Rückgang, nachdem er mehrere Monate lang gestiegen war.

Das ist aber noch nicht alles. Die Arbeitslosigkeit stieg auf 9,8 Prozent, den höchsten Wert seit 1983, und die Zahl der Beschäftigten ohne Landwirtschaft fiel auch in diesem Monat zum 21. Mal. Die endgültigen Daten zeigen, dass die US-Wirtschaft im zweiten Quartal um 0,7 Prozent schrumpfte. Trotz der jüngsten Schwächen ist Léon Cornelissen der Ansicht, dass in den USA die Rezession ihrem Ende zugeht. Er rechne damit, dass die US-Wirtschaft im dritten Quartal wieder wachse.

Europäische Wirtschaft gewinnt weiter an Festigkeit.

Die Wirtschaft der Eurozone schrumpfte im zweiten Quartal gegenüber dem vorherigen Quartal ebenfalls um 0,2 Prozent. „Dies ändert jedoch nicht den allgemeinen Eindruck, dass die europäische Wirtschaft an Fahrt gewinnt. Wir rechnen mit positivem Wachstum im dritten Quartal“, so Léon Cornelissen.

Besonders ermutigt ihn der Anstieg des Einkaufsmanagerindex für den Sektors der Eurozone, der im August um die 50 Punkte stieg, die die Grenze zwischen wachsender und schrumpfender Wirtschaft markieren. Auch die ausländischen Fertigungsaufträge stiegen im August stark, obwohl der Euro stark ist. Eine ähnliche Beschleunigung der Erholung ist in Großbritannien zu verzeichnen.

Sorgen im pazifischen Raum werden stärker.

Nicht alle Regionen erholen sich so schnell so gut. Was die Aussichten in der pazifischen Region mit Ländern wie Australien, Hongkong und Japan im vergangenen Monat betrifft, so ist Cornelissen nicht so zuversichtlich. Ein besonderes Problem ist Japan.

Die japanische Wirtschaft hat sich zwar im zweiten Quartal von der Rezession erholt und wuchs im Vergleich zum vorherigen Quartal um 0,6 Prozent. Die japanische Wirtschaft leidet jedoch unter dem starken Yen, der gegenüber dem US-Dollar im dritten Quartal um 6,9 Prozent stieg. Japan profitiert von der Nachfrage aus China und anderen Schwellenländern, allerdings sanken die Exporte im August im Vergleich zum Vormonat um 7,0 Prozent.

Außerdem ist die Arbeitslosigkeit hoch, die erhebliche Deflation (2,2 Prozent) ist eine echte Bedrohung der Wirtschaft, und das Vertrauen der Unternehmen ist weiter niedrig. Léon Cornelissen ist besonders besorgt wegen der Ergebnisse der Tankan-Umfrage, denn danach wollen die Unternehmen ihre Ausgaben stärker kürzen als noch vor drei Monaten erwartet.

Günstiger sind die Aussichten in China, das in diesem Jahr wieder mit einem Wachstum von etwa acht Prozent rechnet. Im September kam es zur stärksten Steigerung der Fertigung seit 17 Monaten, vor allem durch Förderprogramme und ein Darlehen-Rekordvolumen. Auch andere Volkswirtschaften in Asien zeigen Anzeichen zunehmender Stärke.

Aktien jetzt gefragt

Angesichts dieser Makrodaten hat Léon Cornelissen erhebliche Umschichtungen der Wertpapiere vorgenommen. Vor allem ist er jetzt für Aktien zuversichtlicher. Zuvor wurde diese Anlageklasse von

dem Team Economics & Financial Markets Analysis von Robeco neutral bewertet, weil mit einer Verschlechterung der Makrodaten gerechnet wurde.

Wie wir gesehen haben, lag die Verschlechterung im Rahmen der Erwartungen. Unerwartet war, wie wenig die Wirtschaftslage die Aktienkurse beeinflusste. „Wir haben unterschätzt, welchen Einfluss die hohe Liquidität im Markt hat“, so Léon Cornelissen.

In der Tat zeigen die stetigen Kursgewinne in den letzten Wochen – nicht nur für Aktien, sondern auch für Regierungsanleihen und riskante Anlageprodukte – welche enormen Geldmengen im Markt existieren. Dazu kommen noch die enormen Geldmengen, die die Zentralbanken in das internationale Finanzsystem gepumpt haben. Diese Gelder suchen nach Anlagemöglichkeiten, die höhere Erträge versprechen, als Bargeld zurzeit bietet.

Léon Cornelissen rechnet nicht damit, dass dieser Prozess nachlässt. Im letzten Quartal des Jahres war er der Ansicht, dass weitere Anleger vom Markt angelockt werden, zum Teil auch, weil sie gezwungen sind, vor Jahresende noch Performance zu erzielen. „Infolgedessen rechnen wir in den kommenden Monaten mit leichten Kursgewinnen bei Aktien, trotz der enormen Erholung, die schon seit März eingetreten ist“, so Léon Cornelissen.

Zwei weitere Argumente für Aktien sind die Gewinne, die deutlich besser sind als erwartet, und ein mögliches Wiederaufleben von Fusionen und Übernahmen. Die im vergangenen September angekündigte Fusion von Abbott und Xerox mit einem Volumen von mehreren Milliarden Dollar lässt den Schluss zu, dass solche Fusionen auch in Zukunft eintreten könnten.

Die Aktien von Schwellenmärkten sind wieder beliebt.

Bei den Umschichtungen der Anlageprodukte spielt für Léon Cornelissen auch die positivere Bewertung der Aktien in Schwellenmärkten eine Rolle. Seiner Meinung nach haben diese, wie die europäischen Aktien, die besten Anlageaussichten. Seine früheren kurzfristigen Zweifel zu den Schwellenmärkten haben sich als unbegründet erwiesen, die damalige lokale Schwäche der Börsen in China wirkte sich nicht auf die Anlageklasse allgemein aus.

„Da unsere Bedenken sich verflüchtigten, dass die staatlichen Förderungen in China deutlich reduziert werden, und da das Wachstum weiter beeindruckend ist, ließen wir unsere kurzfristigen Zweifel fallen und sehen wieder die langfristige attraktiven Chancen der Schwellenmärkte“, so Léon Cornelissen.

Obwohl die Bewertung nicht länger ein Argument für die Börsen der Schwellenmärkte ist – die Kurse entsprechen bei diversen Kennziffern im Wesentlichen denen der entwickelten Länder – verweist er darauf, dass die wirtschaftlichen Bedingungen allgemein besser sind als in den Industriestaaten und dass die Wirtschaft wieder an Schwung gewonnen hat.

Aussichten für Aktien im pazifischen Raum schlecht

Wenn als Anlageziele die Schwellenmärkte und Europa bevorzugt werden, bedeutet dies, dass Aktien aus Nordamerika und dem pazifischen Raum weniger attraktiv sind. Negativ für die US-Wirtschaft sind die enorme Förderung, die für eine Erholung erforderlich war, das unsichere Kurs-Gewinn-Verhältnis für 2010, die weitere Schwäche des Dollars, die Budgetdefizite 2009 und 2010 und die hohe Verschuldung im Vergleich zum Bruttoinlandsprodukt.

Im pazifischen Raum befürchtet Léon Cornelissen, dass die Deflation in Japan weiter anhält, die relative Performance aber zurückbleibt. Von Aktien dieser Region erwartet er nicht viel.

Anleihen: Investment Grade-Unternehmensanleihen weiter bevorzugt

Regierungsanleihen stuft Cornelissen als „neutral“ ein. Allgemein gilt als unwahrscheinlich, dass die Zentralbanken die kurzfristigen Zinsen zulasten der Anleihen vor der zweiten Hälfte des kommenden Jahres erhöhen. Insgesamt dürfte die Inflation aufgrund der zögerlichen wirtschaftlichen Erholung weiter niedrig bleiben.

Dagegen stehen Bedenken über den Inflationsdruck nach dem Jahr 2010, bedingt durch den wachsenden Wohlstand in den Schwellenmärkten. „Vor allem rechnen wir damit, dass Anleger immer mehr Bedenken wegen der aggressive Geldpolitik haben, die zurzeit verfolgt wird, sowie wegen der Budgetdefizite der Regierungen und der steigenden Verschuldungsquote. Angesichts der Verschuldungsquote wird Inflation zu einem verführerischen Mittel, um die Belastung der Weltwirtschaft zu reduzieren“, so Léon Cornelissen. Aus diesem Grund erwartet er bei den langfristigen Zinssätzen keine wesentlichen Veränderungen.

Unternehmensanleihen haben weiter bessere Aussichten. In dieser Kategorie bevorzugt Cornelissen Anleihen mit der Bewertung „Investment Grade“ gegenüber Hochzinsanleihen. Der Grund dafür liegt darin, dass die gute Performance der Hochzinsanleihen die Zusatzrendite reduzierte, die Anleger für diese Anleihen erhielten. Nach Ansicht von Léon Cornelissen liegen die Erträge jetzt auf einem Niveau, das angesichts der aktuellen makroökonomischen Bedingungen normal ist. Angesichts der Fragen zur Nachhaltigkeit der Erholung sind Anleihen solider Unternehmen jetzt attraktiver.

Immobilien mit schlechterer Performance als Aktien

Abschließend ist Léon Cornelissen der Ansicht, dass Immobilien etwas weniger attraktiv sind als Aktien. „Immobilien sind eine Anlageklasse, die am Ende eines Anlagezyklus attraktiv wird, und die Anleger rechnen jetzt wieder mit einer Erholung. Wir fragen uns jedoch, ob diese Erholung schon weit genug gekommen ist“, so Léon Cornelissen. In diesem Zusammenhang verweist er auf die schlechten Ertragsaussichten und die hohen Bewertungen.

Tatsächlich wurden die Erwartungen des MSCI World REITs vor allem nach unten korrigiert und Analysten prognostizieren kein Ertragswachstum im Jahr 2010. Anleger zahlen jedoch für REITs etwa das

22-fache der in den kommenden zwölf Monaten erwarteten Erträge. Bei Aktien zahlen sie nur das 15-fache.

- [Klicken Sie hier, um die vollständige Analyse des Teams Economics & Strategy zu lesen](#)

©2009 Robeco