

Anlage aktuell

EINE INFORMATION DES PORTFOLIO MANagements PRIVATE BANKING

 Geschäftsideen Hintergrundinformation Markteinschätzung Portfoliostrategie

26. Februar 2009

Sorgen um Banken führen zu neuen Tiefstständen an den Aktienmärkten. Droht eine neue Eskalationsstufe der Krise?

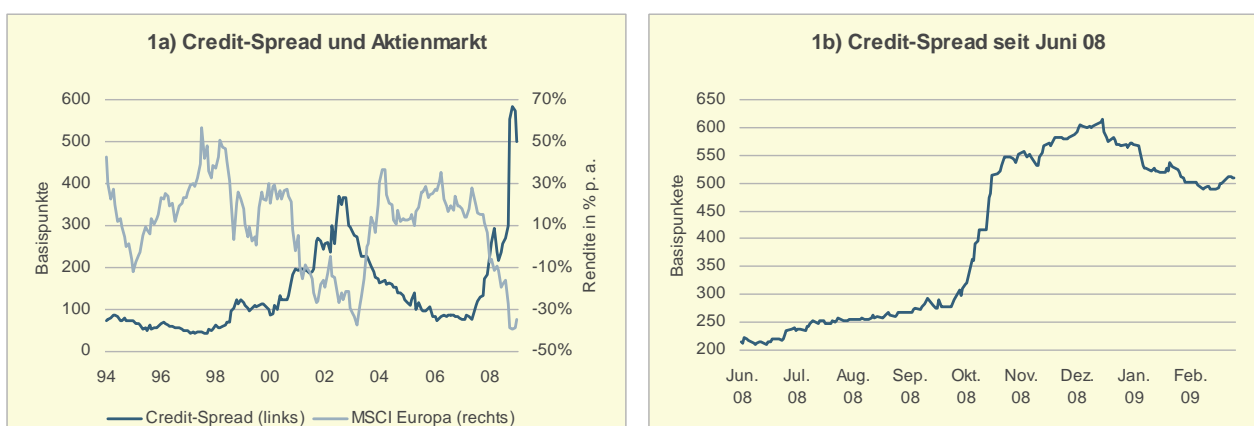
Nach einer leichten Kurserholung zu Beginn des Monats Februar verloren die Aktienmärkte in den letzten beiden Wochen sehr deutlich an Boden. Mit Ausnahme des japanischen Nikkei erreichten die Haupt-Indizes wie S&P 500 oder Euro Stoxx 50 in den westlichen Industrieländern neue Tiefststände im bisherigen Krisenverlauf. Auslöser für die jüngsten Kursverluste waren Sorgen um neue massive Verluste bei Großbanken (Citigroup, Bank of America, Royal Bank of Scotland, Hypo Real Estate), welche Diskussionen über die Verstaatlichungen der betroffenen Institute auslösten. Hinzu kamen weltweit schlechte Konjunkturdaten. In diesem Umfeld konnte auch die Ankündigung des großen Konjunkturpaketes der US-Regierung die Märkte nicht nachhaltig beruhigen. Wirkung und Effektivität der Maßnahmen, insbesondere der für die Sicherung des Banken-Sektors, erschienen den Marktteilnehmern zu ungewiss und zu wenig konkret.

Diese Ereignisse lassen die Befürchtung einer neuen Eskalationsstufe der Krise aufkommen. Zur Beurteilung dieser Fragestellung betrachten wir die Reaktion des Kreditmarkts und der Börsen in den Emerging Markets. Zweitens analysieren wir den aktuellen Aktienmarkt aus dem Blickwinkel der langfristigen Bewertung. Schließlich untersuchen wir mit Hilfe einer Szenario-Analyse auf Basis unseres quantitativen Verfahrens das Aktienmarktumfeld 2009 und 2010.

Kreditmärkte und Börsen in den Schwellenländern deuten nicht auf weitere Eskalation hin

Die verlässlichsten Eskalationsindikatoren im Verlaufe der aktuellen Finanzmarktkrise stellten bisher die Credit-Spreads dar. Sie repräsentieren den Unterschied in der Verzinsung zwischen Unternehmensanleihen mit gutem und schlechten Rating und stellen somit ein Maß für eine Risikoprämie dar. Die Abbildung 1a zeigt, dass zwischen dem Credit-Spread und dem Aktienmarkt langfristig ein inverser Zusammenhang besteht. Die maximale Ausweitung ging sowohl 2003 als auch in der aktuellen Krise einher mit den größten Kursverlusten. Die Abbildung 1b stellt den jüngsten Verlauf des Credit-Spreads dar. Demnach ist dieser in den letzten zwei Wochen zwar wieder leicht angestiegen, liegt aber immer noch relativ deutlich unter dem Niveau des bisherigen Höhepunkts der Krise im September/Oktober 2008. Von daher deutet dieser Indikator nicht auf eine weitere Eskalation der Finanzmarktkrise hin.

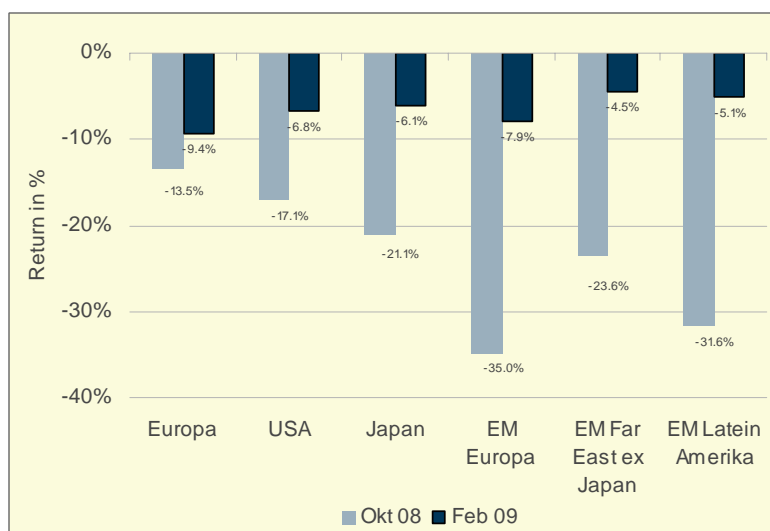
Abbildung 1: Credit-Spread und Aktienmarkt



Quelle: Thomson Datastream und eigene Berechnungen, Credit-Spread = BAA-AAA, Barclays Credit Rendite-Index USA

Auch die Reaktion der Aktienmärkte in den Schwellenländern deutet nicht auf eine signifikante Verschärfung der Krise hin. Im Crash-Monat Oktober 2008 litten diese Märkte besonders stark unter der gestiegenen Risikoaversion. Die Börsen in den Schwellenländern verzeichneten noch dramatischere Verluste als die in den Industrieregionen. Im Februar 2009 ist dieses Muster genau umgekehrt; die Aktienmärkte in den Schwellenländern zeigten bisher bis auf die Region EM Europa eine relative Stärke. Dies spricht gegen die These einer weltweiten Erhöhung der Risikoaversion in der aktuellen Situation.

Abbildung 2: Internationale Aktienmärkte - Vergleich Oktober 2008 und Februar 2009



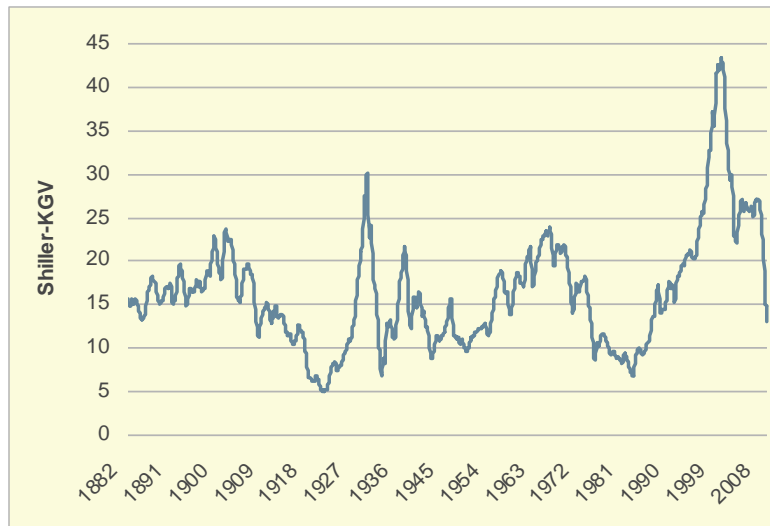
Quelle: Thomson Datastream und eigene Berechnungen, MSCI Total Return Indizes

Historische Bewertung von Aktien: Neutral

Abbildung 3 zeigt ein langfristiges Kursgewinnverhältnis, das so genannte Shiller-KGV, welches sich aus dem aktuellen Kurs und einem mehrjährigen Durchschnitt der Unternehmensgewinne errechnet. Das Shiller-KGV zeichnet sich durch seine guten Prognoseeigenschaften über längere Investitionshorizonte von 10 bis 15 Jahren aus. In Zeiten mit niedrigem KGV ist die reale Aktienrendite im folgenden Zeitraum überdurchschnittlich hoch. Aktuell bewegt sich das

Shiller-KGV mit einem Wert von etwa 13 unter dem Wert des historischen Durchschnitts von 16,3 seit 1882. Aktien sind somit aus diesem historischen Blickwinkel in etwa neutral bewertet. Es besteht somit aus Bewertungssicht kein weiterer Korrekturbedarf der Aktienkurse nach unten.

Abbildung 3: Shiller-KGV



Quelle: Homepage von Robert Shiller (<http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>) und eigene Berechnungen

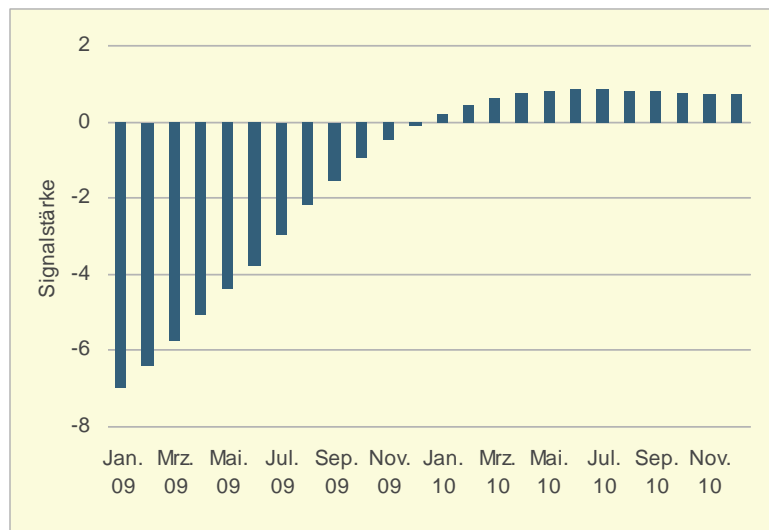
Szenario-Analyse: 2009 bleibt schwierig, vorsichtiger Optimismus für 2010

Abschließend versuchen wir mit Hilfe einer Szenario-Analyse das Aktienmarkt-Umfeld 2009 und 2010 zu analysieren. Dazu erstellen wir Szenarios für die wichtigsten Input-Faktoren unserer quantitativ gestützten Aktienmarktprognosemodelle. Wir gehen in unserem Konjunktur-Szenario davon aus, dass der momentan zu beobachtende freie Fall der Frühindikatoren im ersten Halbjahr 2009 gestoppt wird. Ab Beginn des zweiten Halbjahres unterstellen wir dann eine leichte Besserung der Indikatoren. Bei den Credit-Spreads erwarten wir, dass diese im Jahr 2009 zwar tendenziell sinken; eine Erholung auf normale Niveaus wird jedoch auch im Jahresverlauf 2010 noch nicht zu verzeichnen sein. Bei den für den Aktienmarkt relevanten Liquiditätsfaktoren nehmen wir an, dass das Wachstum der Geldmenge M1 sich von dem momentan niedrigen Stand etwas zunehmen wird. Zudem werden die Portfolio-Umschichtungen von Aktien in Renten schwächer. Auf der Seite der Gewinnentwicklung erwarten wir eine lange Gewinnrezession bis in das Jahr 2010 hinein. Nachhaltig stabilisieren werden sich die Gewinne erst wieder ab 2011.

Auf Basis dieses Szenarios kann das Aktienprognosesignal unseres quantitativen Modells simuliert werden. Diese Simulation liefert einen Eindruck über die Entwicklung des Aktienmarktumfelds für 2009 und 2010. Abbildung 4 zeigt, dass das Aktienmarktumfeld zunächst sehr ungünstig bleiben wird. Erst Ende 2009 dreht das Signal in den neutralen Bereich. Ein nachhaltig günstiges Aktienmarktumfeld erwarten wir erst ab 2010. Positive Impulse gehen dabei vor allem von der Stabilisierung der Frühindikatoren und den tendenziell rückläufigen Credit-Spreads aus. Belastende Einflüsse erwarten wir über den gesamten Zeitverlauf aufgrund der negativen Gewinnentwicklung.

Insgesamt sehen wir somit zwar weiterhin ein negatives Aktienmarktumfeld, gehen jedoch im Laufe des Jahres 2009 tendenziell von einer Entspannung aus. Für das Jahr 2010 sind wir vorsichtig optimistisch.

Abbildung 4: Simulation Quantitatives Prognosemodell Aktien 2009/10



Quelle: Thomson Financial Datastream und eigene Berechnungen

Zusammenfassung

- Der bis dato wichtigste Krisenindikator der Kreditmarkt für Unternehmensanleihen deutet in der aktuellen Situation nicht auf eine weitere Eskalation der Finanzmarktkrise hin. Die relative Stärke der Börsen in den Schwellenländern spricht zudem gegen einen weiteren Anstieg der Risikoaversion.
- Aus absoluter Bewertungssicht sehen wir Aktien momentan neutral. Viele negative Entwicklungen sind somit aus unserer Sicht bereits eingepreist.
- Unsere Szenarioanalyse in Verbindung mit dem quantitativen Verfahren lässt auf eine Wende hin zu einem positiven Aktienmarktumfeld erst ab 2010 schließen. Wir erwarten für den Verlauf des Jahres 2009 eine lediglich eine Entspannung am Aktienmarkt. Somit sind Enttäuschungen an den Börsen mit schwachen Monaten insbesondere in der ersten Jahreshälfte 2009 möglich.
- Insgesamt sehen wir somit zwar weiterhin die Gefahr von Kursverlusten, erdrutschartige Einbrüche wie im Herbst 2008 erwarten wir in der momentanen Situation jedoch nicht. Wir behalten die aktuell bestehende deutliche Untergewichtung der Aktienquote von rund -15 % bei.

Mit freundlichen Grüßen,

Ihre
Vermögensverwaltung
Portfoliomanagement Private Banking

Wichtiger Hinweis

Bei dieser Publikation handelt es sich um eine Werbemitteilung der Sal. Oppenheim jr. & Cie. Kommanditgesellschaft auf Aktien („Sal. Oppenheim“). Diese Publikation erfüllt deshalb insbesondere nicht die gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen, so dass auch das diesbezügliche Verbot des Handelns vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen nicht gilt.

Diese Publikation ist nicht als Anlageberatung oder -empfehlung zu verstehen und ersetzt in keinem Fall die vor jeder Wertpapierkaufentscheidung notwendige Beratung durch Ihre Hausbank. Die Publikation beinhaltet auch kein Angebot zum Kauf von Wertpapieren, sondern dient allein Ihrer Information.

Trotz sorgfältiger Auswahl der Quellen und Prüfung der Inhalte übernimmt Sal. Oppenheim keine Gewähr für die Richtigkeit der in dieser Publikation gemachten Angaben, ebenso wenig wie eine Haftung für den Eintritt von (Kapital-) Marktprognosen, Kursentwicklungen und anderen Annahmen oder Vermutungen – einschließlich der Eignung der beschriebenen Produkte für eine bestimmte Anlagestrategie. Der Kauf der genannten Wertpapiere ist mit finanziellen Risiken verbunden; bei einer ungünstigen Entwicklung kann ein Totalverlust des eingesetzten Kapitals eintreten.

Sofern Wertpapiere von Sal. Oppenheim genannt oder beschrieben werden, sind allein maßgeblich die jeweiligen Verkaufsprospekte (Wertpapierprospekte), die bei Sal. Oppenheim kostenlos erhältlich oder im Internet zum Download verfügbar sind.

Die Verteilung dieser Publikation und das Anbieten oder der Verkauf von Wertpapieren von Sal. Oppenheim dürfen außerhalb Deutschlands und an nicht deutsche Staatsangehörige nur unter Beachtung aller anwendbaren Gesetze, Verordnungen und Bestimmungen der jeweils geltenden Rechtsordnung erfolgen. Verkaufsbeschränkungen bestehen insbesondere im Vereinigten Königreich, in den USA sowie für US-Bürger.