

September 2005

PETR KOCOUREK, 31. AUGUST 2005

Weltwirtschaft

Gerade als die Ölpreise ohnehin wieder zu steigen begannen, wurde die bereits angespannte Versorgungslage durch den Hurrikan Katrina weiter verschärft, der in New Orleans und der umgebenden Region schwere Schäden anrichtete. Abgesehen von den wirtschaftlichen Auswirkungen, die damit verbunden sind, wenn eine Großstadt wie New Orleans überflutet und unbewohnbar ist, bringen die Schäden am Anlagevermögen eine nicht unbedeutende Beeinträchtigung der Produktionskapazität mit sich. Kurzfristig wird dies zu einem schwächeren Wachstum und zu Behinderungen von Schifffahrt und Überlandtransporten führen. Mittelfristig wird das Wachstum wieder anziehen, wenn der Wiederaufbau einsetzt. Dies wird sich zwar in der Gesamtzahl des BIP positiv auswirken, dennoch ist der Verlust von Anlagevermögen und Produktionskapazität ein schwerer Schlag, und der reine Wiederaufbau bedeutet, dass Kapital von Projekten abgezogen wird, wo es unter dem Strich einen größeren Nutzen gebracht hätte.

Obwohl in der letzten Zeit eine Beschleunigung des globalen Wachstums zu beobachten war, gab es unter den jüngsten Daten doch einige, die dieses Bild in Frage stellten und die Gefahr negativer Überraschungen heraufbeschworen. Die Ölpreise steigen mittlerweile seit mehreren Jahren kontinuierlich an und scheinen nur einen recht geringfügigen Einfluss auf das Wachstum zu haben. Ins reale Verhältnis gesetzt und um den US-Verbraucherpreisindex bereinigt, hat der Ölpreis derzeit 60% seines realen Allzeithochs vom Oktober 1979 erreicht. Die einzige gute Nachricht ist, dass der Ölpreis im Vergleich zum verfügbaren Einkommen der US-Haushalte derzeit nur bei 31% seines Allzeithochs steht, das ebenfalls im Oktober 1979 markiert wurde. In Europa ist die Situation nicht so günstig, da das verfügbare Einkommen der Privathaushalte dort nicht so rasch gewachsen ist wie in den Vereinigten Staaten.

Bisher blieb die globale Inflation trotz des enormen Anstiegs der Ölpreise recht niedrig. Wenn die Unternehmen wieder etwas Preisgestaltungskraft zurückgewinnen und die höheren Energiebezugskosten auf die Verbraucher umlegen können, dann wird der lange erwartete Inflationsschub schließlich doch eintreten und die Zentralbanken müssen etwas härter auf die geldpolitischen Bremsen treten. Die kurzfristigen Zinsen müssten stärker anziehen als erwartet und die langfristigen Zinsen müssten sogar noch höher klettern. Wenn es den Unternehmen dagegen nicht gelingt, die Teuerung weiterzugeben, werden ihre Margen zunehmend unter Druck geraten, was für die Aktien schlecht wäre.

Lange Zeit vertraten wir die Meinung, dass die Ölpreise sinken müssten, aber offensichtlich haben sie dies nicht getan. Zusätzlich zu dem von der Nachfrage verursachten Auftrieb bei den Ölpreisen kommen nun auch immer mehr Beeinträchtigungen auf Seiten der Versorgung ins Spiel. Das bedeutet, dass der Ölpreis längere Zeit höher bleiben wird, obwohl es fraglich ist, ob ein Niveau von 70 USD oder mehr je Barrel auf Dauer gehalten werden kann.

Die Aktienmärkte haben erneut begonnen, sich auf den Ölpreis zu konzentrieren, nachdem sie ihn während des Sommers größtenteils ignoriert hatten. Die Richtung der Ölpreise war ein guter konträrer Indikator für die Aktienmärkte, während die Rentenmärkte durch die unerwartet schwachen Wirtschaftsmeldungen aus den USA Rückenwind erhielten. Abgesehen von Japan hatten die Aktienmärkte im August eine schwierige Zeit zu überstehen.

Die Anleihenrenditen sind wieder auf ein Niveau von rund 4% für 10-jährige US-Schatzanleihen und etwas über 3% für 10-jährige deutsche Bundesanleihen gestiegen. Die US-Notenbank ist offenbar nach wie vor entschlossen, die Zinsen weiter anzuheben und lässt sich durch einige schwächere Wirtschaftsdaten nicht beirren. Dies ist durchaus gerechtfertigt, da die US-Wirtschaft nach wie vor mit einem ordentlichen Tempo wächst und die vereinzelt schwächeren Daten insgesamt noch kein triftiges Argument für ein Ende des Straffungszyklus liefern. Die flacher werdende Renditekurve beleuchtet die unterschiedlichen Meinungen über den richtigen Preis des Geldes: Nach Ansicht

der Federal Reserve ist er immer noch zu billig, während der Rentenmarkt den Preis am langen Ende gegenüber dem Augusthoch um etwa 40 Basispunkte gesenkt hat.

An unserer untergewichteten Position in Anleihen ist zu erkennen, dass wir uns nach wie vor im Lager derer befinden, die mit einer Normalisierung der Anleihenrenditen rechnen. Diese Ansicht beruht sowohl auf fundamentalen Faktoren als auch auf unseren quantitativen Modellen. Im vergangenen Monat haben wir keine wesentlichen Änderungen an unseren Allokationen vorgenommen. Wir bleiben bei unserer Übergewichtung in Aktien.

USA

WIRTSCHAFT

Die Wirtschaftsnachrichten aus den Vereinigten Staaten enthielten einige herbe Enttäuschungen: Nach einer kürzlichen Abschwächung ging der Auftragseingang in der verarbeitenden Industrie im Juli erneut um 1,9% zurück und die Bestellungen für langlebige Güter waren in diesem Monat ebenfalls um 4,9% niedriger und lieferten den Pessimisten damit wieder einmal genügend Argumente für ihre These. Insgesamt sind die Daten immer noch solide, zeigen mittlerweile aber mehr Risse als in den letzten Monaten.

Einer der Faktoren, die zur Unterstützung der US-Wirtschaft beitragen, war das robuste Verbrauchervertrauen. Dieses solide Bild beruht nicht zuletzt auf einem Arbeitsmarkt, der sich immer stärker der Vollbeschäftigung nähert. Die Arbeitslosigkeit liegt derzeit bei 5,0% und deutet damit darauf hin, dass die Lage am Arbeitsmarkt nun allmählich recht eng wird.

Der steigende Ölpreis schürt die Befürchtung, dass der Verbraucher schließlich doch in die Knie gehen wird, wie so viele vorhersagen. Das real verfügbare Einkommen der Privathaushalte steigt nach wie vor. Dies ist natürlich positiv für die Wirtschaft, geht aber immer noch auf Kosten einer mittlerweile sogar noch schwächeren Sparquote.

Viele Sorgen konzentrieren sich auch auf den Wohnimmobilienmarkt in den USA, da dieser zumindest teilweise eindeutig überhitzt ist. In den letzten drei Monaten war eine Kombination aus kräftig steigenden realen Immobilienpreisen und einem Rückgang der Erschwinglichkeit zu beobachten. Das Preisgefüge von Wohnimmobilien ist in erster Linie ein lokales Phänomen. In den letzten Jahren waren jedoch an vielen der größten Märkte in den Ballungsgebieten Preissteigerungen und spekulative Käufe zu beobachten, die nicht auf Dauer fortgesetzt werden können. Mittlerweile deutet einiges darauf hin, dass sich die Überhitzung am Immobilienmarkt möglicherweise bereits wieder abkühlt. Die Fed hat klargestellt, dass sie die Immobilienpreise nicht ausdrücklich als Maßstab für ihre Geldpolitik heranziehen wird. Dennoch wird sie die Entwicklung aufmerksam beobachten.

Wir rechnen damit, dass die US-Wirtschaft auch während des restlichen Jahres weiter wächst, selbst wenn die Wachstumsprognosen etwas zurückgenommen werden müssen. Die US-Notenbank wird ihren Kurs der Leitzinsanhebungen fortsetzen.

AKTIEN

Der US-Aktienmarkt hatte in diesem Monat deutlich unter dem Anstieg der Energiepreise zu leiden. Unsere Prognose für die US-Aktien hat sich nicht fundamental geändert. Die USA sind nach wie vor der am wenigsten attraktive Aktienmarkt in den Industrieländern, die wir beobachten, sowohl nach unseren quantitativen Modellen als auch im Hinblick auf Bewertungen und Dynamik.

Wir bleiben in US-Aktien untergewichtet, obwohl die Aktienpositionen in unseren Portfolios insgesamt übergewichtet sind. Der ausschlaggebende Grund ist nach wie vor, dass wir im Aktienuniversum der Industrieländer anderswo eine bessere Werthaltigkeit und günstigere Gelegenheiten finden.

ANLEIHEN

Nachdem die Renditen knapp über 4,40% einen Höhepunkt erreicht hatten, konnte der Rentenmarkt den Großteil der Verluste, die er in den letzten Monaten erlitten hatte, wieder aufholen. Gegen Ende des Monats lag die Rendite der 10-jährigen US-Schatzanleihen nicht mehr weit über 4%. Die Gesamterträge waren entsprechend positiv.

Der Zwiespalt des Rentenmarktes bleibt weiterhin bestehen. Bei der derzeitigen Höhe des nominalen BIP-Wachstums und der drohenden Gefahr einer Inflation sollten die Renditen höher sein. Entweder hat der Rentenmarkt die künftige Richtung und die Risiken der Wirtschaft besser erkannt als wir, oder die Anleihen sind nach wie vor erheblich übersteuert.

Insgesamt halten wir jedoch an der Ansicht fest, dass die Renditen erneut steigen sollten, und bleiben daher in US-Anleihen untergewichtet.

Bilanz:

US-Aktien: negativ

US-Anleihen: negativ

Europa

WIRTSCHAFT

Das wirtschaftliche Bild für die Eurozone hat sich nicht wesentlich verändert. Die Schwankungen der Wachstumsraten in der Eurozone waren in den letzten Jahren ohnehin recht niedrig, da die Wirtschaft zu kämpfen hatte, um überhaupt nennenswert zu wachsen. Das zyklische Auf und Ab führte zu einem geringfügig schwächeren oder kräftigeren Wachstum, die Wirtschaft hängt jedoch immer noch ganz und gar davon ab, dass der globale Konjunkturzyklus vorankommt. Vor diesem Hintergrund bedeutet die jüngste geringfügige Beschleunigung in den USA und in Japan, dass das Wachstum in der Eurozone etwas höher sein wird als in den letzten zwölf Monaten, aber keineswegs ein Niveau erreicht, das die europäischen Verbraucher zu Begeisterungstürmen hinreißen würde. Dabei sind es gerade die Verbraucher in Europa, die nach wie vor das große Hindernis für eine kräftige selbsterhaltende Erholung sind, da es sowohl am Verbrauchervertrauen als auch an den Arbeitsplätzen fehlt.

Von geldpolitischer Seite ist kaum eine Hilfe zu erwarten, da die Europäische Zentralbank seit einiger Zeit langsam aber stetig auf eine restriktivere Haltung zusteuert. Betrachtet man die Inflationszahlen, scheint es, als gäbe es kaum einen Grund zur Besorgnis, insbesondere im Hinblick auf die niedrigen Wachstumsraten in Europa. Dennoch könnten die hohen Ölpreise und die Abschwächung des Euro gegenüber dem US-Dollar seit Beginn des Jahres auf einen bevorstehenden Anstieg der Inflation hindeuten.

Es scheint kaum Hoffnung auf ein Eingreifen der Zentralbank zu geben, aber wie schon seit langer Zeit liegt die eigentliche Verantwortung bei den Politikern, die für die nötigen Strukturreformen sorgen müssten. Die deutschen Parlamentswahlen am 18. September werden einen interessanten Test für den Wunsch nach Reformen bringen. Das entscheidende Thema des Wahlkampfes ist die Wiederbelebung der deutschen Wirtschaft. Die Oppositionsparteien treten für entschlosseneren Reformen ein, um den Funken wieder zu entfachen, der in Deutschland erloschen ist. Zum Zeitpunkt der Niederschrift dieses Berichts deuten die Meinungsumfragen relativ beständig auf einen knappen Sieg der Opposition hin. Es bleibt jedoch abzuwarten, wie viel von ihren Reformprogrammen die neue Regierung tatsächlich verwirklichen kann, bevor sie durch die kurzfristigen Schmerzen dieser Maßnahmen dazu gezwungen wird, auf die Bremse zu treten. Große Reformversprechungen in anderen europäischen Ländern, insbesondere in Italien und Frankreich, sind in den letzten Jahren zumeist im Sande verlaufen.

AKTIEN

Die europäischen Aktien konnten sich dem Abwärtstrend, der die USA erfasst hatte, nicht entziehen. Die meisten Indizes beendeten den Monat daher im Minus. Die Ausnahme bildete der FTSE, der einen leichten Anstieg halten konnte. Wie zu erwarten war, ragt der Energiesektor erneut mit einer hervorragenden Performance heraus, während der Versorgungssektor einen guten zweiten Platz erreichte. Der britische Markt zeigte insgesamt ein besseres Bild. Hier schnitten nicht nur Energieunternehmen und Versorger gut ab, sondern auch Telekommunikations- und Rohstoffunternehmen.

Unsere Einschätzung für die europäischen Aktien bleibt positiv. In unseren quantitativen Modellen erreichen sie nach wie vor gute Punktzahlen. Großbritannien und Italien schneiden dabei besonders gut ab. Erneut sorgen sowohl die Bewertungen als auch die Dynamik für Unterstützung. Die Aussichten für die Gewinne sind immer noch positiv, obwohl die Wachstumsrate im Jahr 2006 gegenüber 2005 weiter nachlassen wird. Derzeit lauten die mittelfristigen Prognosen der Bottom-up-Analysten für das europäische Gewinnwachstum im Jahr 2006 auf 8,2% und sinken für 2007 auf 6,4% ab. Dabei besteht die Gefahr, dass die Zahlen schwächer ausfallen, wenn sich die Weltwirtschaft stärker abkühlt, als wir erwarten. Aufgrund der aktuellen Bewertungen und Dynamik halten wir jedoch an unserer übergewichteten Position in europäischen Aktien fest.

ANLEIHEN

Die europäischen Anleihenmärkte hatten einen guten Monat, ebenso wie ihre US-Pendants. Tatsächlich sanken die Renditen für deutsche Bundesanleihen auf neue Tiefstände, so dass die Rendite der maßgeblichen 10-jährigen Anleihe gegen Ende des Monats unter 3% zu fallen drohte. Für die Kreditmärkte verlief der Monat recht ereignislos. In unseren Modellen erscheinen britische Anleihen immer noch attraktiv, während Titel aus dem übrigen Europa schlechter dastehen. Deutsche Bundesanleihen sind aufgrund des starken Absinkens der Renditen in unseren Modellen am wenigsten attraktiv. Wir bleiben in europäischen Anleihen untergewichtet.

Bilanz:

Europäische Aktien: positiv

Europäische Anleihen: negativ

Japan**WIRTSCHAFT**

Die gescheiterte Abstimmung über die Privatisierung des Postsystems veranlasste Premierminister Koizumi, für den 11. September vorzeitige Neuwahlen anzusetzen. Der offensichtlich gewagte Schachzug scheint sich auszuzahlen. Die Meinungsumfragen deuten offenbar darauf hin, dass Koizumi die Wahl mit einem Mandat für Reformen gewinnt und die Kräfte der alten Garde besiegt. Damit haben die beiden wirtschaftlichen Schlusslichter des letzten Jahrzehnts, Japan und Deutschland, nun im Abstand von einer Woche die Chance, eine neue Regierung zu wählen, die endlich in der Lage sein könnte, zu tun, was nötig ist. Dennoch sollte der institutionelle Widerstand der althergebrachten Ansprüche an den Status quo nicht unterschätzt werden, vor allem nicht in Japan, wo sich die Dinge häufig bestenfalls im Schnecken-tempo bewegen.

Kürzerfristig sind die Aussichten für Japan besser als für Deutschland, obwohl auch dort Anzeichen einer Verbesserung zu erkennen sind. Der zyklische Aufschwung in Japan ist immer noch in Gang, da die Exporte steigen und die Lage am Arbeitsmarkt besser wird. Am Horizont ist nach wie vor der verlockende Hoffnungsschimmer des Endes der Deflation zu erkennen, und wenn keine schwerwiegenden politischen Fehler gemacht werden, ist dies auch erreichbar. Steuererhöhungen oder ein vorzeitiges Ende der quantitativen Lockerung könnten solche Fehler sein, derzeit erscheint jedoch keines von beiden sehr wahrscheinlich. Die Konsolidierung des Staatshaushaltes sollte warten, bis die Wirtschaft wieder kräftig wächst, die Deflation gebannt ist und somit ein gutes nominales BIP-Wachstum vorhanden ist.

Einige strukturelle Probleme werden jedoch fortbestehen. Der monetäre Übertragungsmechanismus ist nach wie vor gestört. Hier ist eine deutliche Abkehr von der deflationären Geisteshaltung nötig. Die Banken sind nun besser in Form und zeigen, dass sie wieder in der Lage sind, Darlehen zu vergeben. Die risikoscheue Bevölkerung ist jedoch nicht erpicht darauf, Kredite aufzunehmen. Dennoch bleiben die Aussichten freundlich.

AKTIEN

Japanische Aktien erzielten die beste Performance unter den Märkten der Industrieländer, da sie vom Optimismus im Hinblick auf die Wahlen und weitere Reformen bei einem Sieg von Koizumi profitierten. Die Erträge waren auf der

ganzen Linie positiv, wobei der Energiesektor auch hier vom Ölpreis profitierte. Der Optimismus im Hinblick auf den Ausgang der Parlamentswahlen scheint jedoch in erster Linie von den ausländischen Anlegern zu kommen, die im letzten Monat mehr japanische Aktien kauften als seit langer Zeit. Die japanischen Anleger selbst hielten sich zurück und zeigten damit eine skeptischere Einschätzung der Wahlen. Nun besteht die Gefahr, dass die Wahlen nicht mit einem Sieg von Koizumi (oder einem anderen Mandat für Reformen) enden. In diesem Fall könnte eine Massenflucht der ausländischen Anleger folgen und der japanische Aktienmarkt unter Druck geraten.

Abgesehen von unserer positiven Einschätzung der strukturellen Entwicklung schneiden japanische Aktien auch in unseren quantitativen Modellen gut ab, obwohl sie in letzter Zeit etwas an Boden verloren. Im Augenblick profitieren die japanischen Aktien vor allem von der Dynamik. Weitere Pluspunkte sind der handelsgewichtete Wechselkurs und die OECD-Frühindikatoren für die Wirtschaft.

Wir bleiben bei unserer übergewichteten Position in japanischen Aktien.

ANLEIHEN

Japanische Anleihen sind nach wie vor unattraktiv, und wir halten an unserer untergewichteten Position fest.

Bilanz:

Japanische Aktien: positiv

Japanische Anleihen: negativ

Asien ohne Japan

WIRTSCHAFT

Die hohen Ölpreise machen sich auch in Asien bemerkbar. Als Beispiel sei nur auf Indonesien verwiesen, wo Währung und Aktienmarkt dramatisch gefallen sind, da sich die Anleger Sorgen wegen des Wachstums und der Finanzierung des Ölverbrauchs machen. Auf den Philippinen schwelen nach wie vor politische Unruhen, und auch die thailändische Wirtschaft leidet unter den hohen Ölpreisen. Dies sind allererste Signale dafür, dass in Asien erneut eine weniger stabile Phase bevorstehen könnte. Es besteht jedoch keine große Gefahr einer weiteren Asienkrise im Stil von 1997, da die meisten Volkswirtschaften in der Region mittlerweile besser in Form sind und in den letzten Jahren ausländische Devisenreserven angesammelt wurden. Wenn sich das positivere Szenario für die US-Wirtschaft jedoch als zu optimistisch erweisen sollte, würde die Volatilität an den lokalen Aktienmärkten und in der Politik wieder zunehmen. Bisher sind die Probleme lokal und nicht allzu beunruhigend. Aufgrund der relativ schlechten wirtschaftlichen Fundamentaldaten dürfte das Risiko in den Philippinen wohl am größten sein.

Im Großen und Ganzen sollte die Wirtschaft in Asien jedoch von einem anhaltenden Wirtschaftswachstum während des restlichen Jahres profitieren. In vielen Ländern sind weitere Reformen nötig, um den institutionellen Rahmen der Marktwirtschaft zu stärken und zuletzt auch die Binnennachfrage anzukurbeln. Letztere hat mittlerweile zugenommen, dennoch sind diese Länder nach wie vor darauf angewiesen, dass der Export die Grundlage für ihr Wirtschaftswachstum liefert.

AKTIEN

Für die asiatischen Aktien war der August ein schlechter Monat, da einige Märkte einen Teil der Gewinne der letzten Monate wieder abgeben mussten. Vor allem die Börse in Jakarta musste aufgrund der Sorge wegen des Ölpreises große Verluste hinnehmen. Insgesamt bleiben wir jedoch zuversichtlich im Hinblick auf die asiatischen Aktien, da sich das Wirtschaftswachstum fortsetzen und die Gewinne sich verbessern sollten.

BILANZ:

Asiatische Aktien: positiv

Lateinamerika

WIRTSCHAFT

Die politischen Probleme des brasilianischen Präsidenten Lula sind ernster geworden, da sich der Korruptionsskandal immer stärker auf ihn persönlich zuspitzen droht. Die Märkte berührte dies jedoch bisher nicht, da die Aktien kräftig stiegen, während sich die Renditeabstände der Anleihen überhaupt nicht bewegten. Die wirtschaftlichen Fundamentaldaten Brasiliens sind nach wie vor solide, so dass nach einer Zeit der geldpolitischen Straffung in nicht allzu ferner Zukunft wieder mit einer Leitzinssenkung zu rechnen sein könnte.

Die Inflation verhielt sich in letzter Zeit friedlicher, die lebhaftere Aktivität der Binnenwirtschaft dürfte jedoch dafür sorgen, dass sich die COPOM noch etwas länger zurückhält.

In Mexiko sorgte eine Verlangsamung im Landwirtschafts- und im Dienstleistungssektor für eine unangenehme Überraschung. Das Land scheint vor einer Abschwächung der Binnennachfrage zu stehen. Im Verarbeitungssektor wurde das Wachstum von der Automobilproduktion gedämpft. Diese Abkühlung sollte es der Banxico ermöglichen, den Tasa de Fondo um weitere 25 Basispunkte auf 9,0% zu senken.

AKTIEN

Wir bleiben bei unserer positiven Einschätzung lateinamerikanischer Aktien.

BILANZ:

Lateinamerikanische Aktien: positiv

Dieses Dokument gibt die Ansichten von Petr Kocourek, einem Portfoliomanager in der Global Asset Allocation Group von Morgan Stanley Investment Management (MSIM), wieder. Diese entsprechen nicht unbedingt der Meinung aller Portfoliomanager bei MSIM und schlagen sich möglicherweise nicht in den Portfoliostrategien und den vom Unternehmen angebotenen Produkten nieder. Dieses Dokument wurde lediglich zur Information der Anleger erstellt und sollte nicht als Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von bestimmten Wertpapieren oder zur Annahme einer Anlagestrategie verstanden werden. Für Ratschläge, ob eine bestimmte Richtung oder Maßnahme in ihrem Fall geeignet ist, sollten sich Anleger an ihren Investmentberater wenden. Die Ansichten des Autors können sich jederzeit ändern, ohne dass die Empfänger dieses Dokuments hiervon unterrichtet werden.

Das Dokument wurde ausschließlich für institutionelle Anleger und professionelle Investoren erstellt.

Herausgegeben in Großbritannien durch Morgan Stanley Investment Management Limited (einem Unternehmen, das von der britischen Finanzaufsicht Financial Services Authority zugelassen wurde und deren Aufsicht unterliegt).