

MARKET INSIGHT SERIES

Monatlicher Anlageausblick April 2009

Teil 1 – Marktausblick

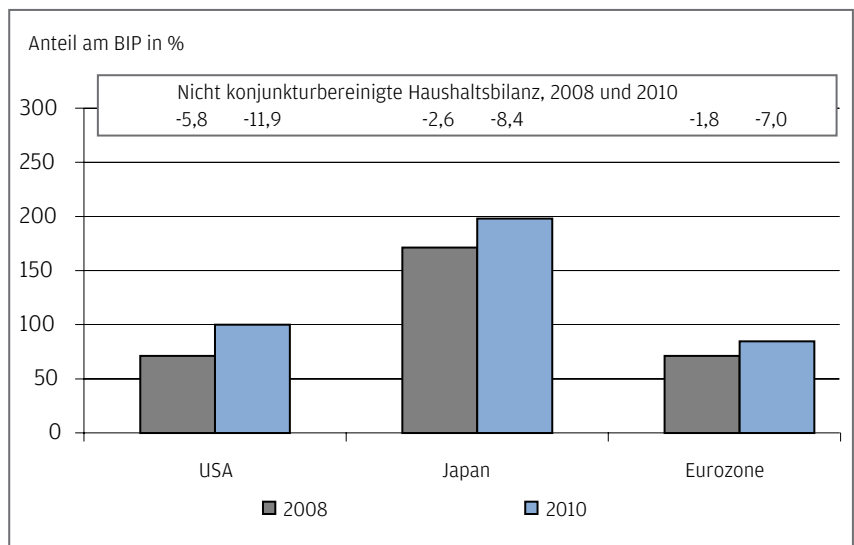
Das Wichtigste im Überblick

- Eine Aufstockung der finanziellen Mittel für den Internationalen Währungsfonds (IWF) war das konkreteste Ergebnis des G20-Gipfels Anfang April. Wir gehen davon aus, dass die Zentralbanken auch künftig zu unkonventionellen Maßnahmen greifen werden.
- Es ist noch zu früh, um zu bestätigen, ob die Weltwirtschaft Anfang 2009 ihre Talsohle erreicht hat. Wir rechnen mit einem weiteren Rückgang der Wirtschaftsaktivität und einer leichten Erholung im Jahr 2009/10.
- Aktien sind in unseren gemischten Portfolios untergewichtet. Lange Durationspositionen bestehen in Japan und dem Vereinigten Königreich.
- Innerhalb des Aktiensegments haben wir Märkte mit proaktiver Politik übergewichtet: US Large Caps, Vereinigtes Königreich und Hongkong. Bei Schwellenmarktaktien und in Kanada ist die Gewichtung nach wie vor neutral, während Europa ohne Vereinigtes Königreich und Japan untergewichtet sind.

Chart des Monats

Unser Chart des Monats zeigt die Staatsverschuldung (brutto) in Prozent des BIP in den USA, Japan und der Eurozone im Jahr 2008 sowie die OECD-Prognosen für 2010. Aufgrund massiver Haushaltsdefizite wird die Schuldenlast voraussichtlich stark ansteigen (siehe graues Feld). Das Problem der Schuldennachhaltigkeit könnte weiteren fiskalpolitischen Anreizen daher im Wege stehen, wenn die Erholung ausbleibt. Die Geschichte legt nahe, dass eine Herabstufung der Bonitätsratings der Preis für die Überwindung einer Bankenkrise sein könnte.

Staatsverschuldung – fiskalische Bewährungsprobe



Quelle: Konjunkturaussichten der OECD

Performance – Veränderungen im
vergangenen Monat in %

	Aktien- markt*	10-jähr. Anleihen*	Wechsel- kurse*
Global	6,4	1,0	k. D.
USA	8,6	2,3	0,9
Eurozone	4,0	1,3	2,5
Verein. Königr.	3,1	2,7	-2,4
Japan	3,1	-0,3	-5,1
Schwellenm.	10,5	3,6	k. D.
Hongkong	4,0	k. D.	0,7

* Gesamttrenditen,
* Veränderung der handelsgewichteten Indize
Quellen: Datastream, J.P. Morgan Asset Management

Konsensprognosen für das reale BIP

Änderung in %	2008	2009
USA	1,1	-2,5
Eurozone	0,7	-2,9
Verein. Königr.	0,7	-3,3
Japan	-0,6	-5,8

Quelle: Monatliche J.P. Morgan Asset Management-
Umfrage basierend auf den jüngsten verfügbaren
Daten von insgesamt zehn großen Investmentbanken

Konsensprognosen für die
Verbraucherpreisinflation

Änderung in %	2008	2009
USA	3,9	-0,7
Eurozone	3,3	0,5
Verein. Königr.	3,6	1,0
Japan	1,4	-0,9

Quelle: Monatliche J.P. Morgan Asset Management-
Umfrage basierend auf den jüngsten verfügbaren
Daten von insgesamt zehn großen Investmentbanken

Geldpolitische Aussichten

Unter den politischen Verantwortlichen besteht große Uneinigkeit zwischen den Befürwortern der Reflation und den Anhängern der Regulierung. Dieses Thema dominierte den G20-Gipfel. Schließlich konnte jedoch ein Kompromiss beschlossen werden. Die Kluft ist offenkundig zwischen den Zentralbanken sowie in der Politik, denn während die USA, das Vereinigte Königreich und Japan für eine aggressive Reflationspolitik plädieren, sind die Europäer bislang weitaus konservativer vorgegangen.

Im März wurde eine Reihe wichtiger politischer Maßnahmen angekündigt. Die bedeutsamste war die Entscheidung der US-Notenbank (Fed), Staatsanleihen im Wert von 300 Mrd. USD aufzukaufen. Das war durchaus eine Schlagzeile wert, aber die ansonsten angekündigten Maßnahmen zeigen, dass die Prioritäten der Fed nach wie vor auf dem Hypothekenmarkt und der Kreditlockerung anstatt auf einer quantitativen Lockerung liegen. So erklärte sich die Fed bereit, weitere Agency-Anleihen in Höhe von 100 Mrd. USD zu übernehmen und ganze 750 Mrd. USD zusätzlich für den Kauf von Mortgage-Backed Securities (MBS) bereitzustellen. Damit beliefen sich die MBS-Käufe auf insgesamt 1,25 Bio. USD. Das ist insofern von Bedeutung, als dass der gesamte MBS-Markt auf etwa 4 Bio. USD geschätzt wird. Der Tonfall der jüngsten Stellungnahme des Offenmarktausschusses (FOMC) und die Entscheidung für eine aggressive monetäre Expansion deuten darauf hin, dass die Deflationssorgen der Fed nicht abklingen, weil die Produktionslücken weltweit zunehmen. Sie dürfte demnach noch „längere Zeit“ an dem niedrigen Zinsniveau festhalten. Die Tatsache, dass der Markt für die nächsten zwölf Monate eine Zinssenkung der Fed von 38 Basispunkten antizipiert, scheint daher etwas voreilig, denn die Zinsen auf 30-jährige Festzinshypotheken sind fast genauso hoch wie vor Ankündigung der quantitativen Lockerung. Indes besteht kein Zweifel daran, dass die Fed ernsthaft versucht, die Kreditkosten zu verringern, was vermutlich auch bedeutet, dass sie notfalls sogar noch mehr Schatztitel aufkaufen wird.

Innerhalb der Europäischen Zentralbank (EZB) scheint es derweil noch ein anderes Thema zu geben. Auf ihrer Sitzung Anfang April senkte die Zentralbank den Refinanzierungssatz weniger stark als erwartet auf 1,25 Prozent, und der Begleitkommentar deutete eine gewisse Uneinigkeit zwischen den Mitgliedern an. Eine Stellungnahme über den Einsatz unkonventioneller Maßnahmen wurde auf den nächsten Monat vertagt. Es ist allerdings ungewöhnlich, dass die EZB unkonventionelle geldpolitische Schritte in Betracht zieht, wo doch ihr konventionelles Arsenal noch nicht ausgeschöpft ist, nämlich durch eine Zinssenkung auf nahe null. Eine unkonventionelle Geldpolitik könnte zahlreiche Formen annehmen, aber zunächst würde die EZB wahrscheinlich Unternehmensanleihen aufkaufen. Darauf warten nicht nur wir, sondern auch der breite Markt, aber da sich die EZB mit solchen Ankündigungen noch Zeit lässt, ist zu vermuten, dass man intern keinen Konsens herstellen kann.

Anleihenrenditen per Monatsende

Monatsende	2 J. %	10 J. %	10-2 J. Bp.
USA	0,80	2,66	186
Europa	1,24	2,99	175
Verein. Königr.	1,19	3,17	198
Japan	0,42	1,35	93
China	1,35	3,16	181

Quellen: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management

Devisenmärkte per Monatsende

	USD-Kurs	REER*	5-j. Ø
USA	-	92,89	86,1
Eurozone	1,33	129,8	124,3
Verein. Königr.	1,43	74,3	94,8
Japan	99,0	82,3	75,3
China	6,83	120,9	103,3

Quelle: Monatliche J.P. Morgan Asset Management-Umfrage basierend auf den jüngsten verfügbaren Daten von insgesamt zehn großen Investmentbanken

Forward-KGV

	Aktuell	5-j. Ø	Diff. %
Welt	12,3	14,0	-12,2
USA	12,8	14,7	-13,0
Eurozone	9,5	12,3	-23,2
Verein. Königr.	9,7	12,6	-23,2
Japan	27,5	16,6	65,7
Hongkong	14,2	15,7	-9,6
Brasilien	6,9	8,1	-10,3
China	11,3	12,9	-12,2
Indien	11,4	15,2	-24,7
Russland	5,3	9,0	-41,0

Quelle: Datastream, MSCI, J.P. Morgan Asset Management

Vom G20-Gipfel in London hatte man nur wenig erwartet, weil das Vereinigte Königreich und die USA für höhere Staatsausgaben warben, während die europäischen Staatschefs auf mehr Regulierung setzten. China verwies unterdessen auf die relativen Vorteile einer neuen internationalen Reservewährung. Das waren nur einige der Themen, die im Vorfeld des Gipfels diskutiert wurden. Am Ende hat man wohl einen Kompromiss gefunden, aber es ist bemerkenswert, dass auf dem Gipfel keine neuen Konjunkturpakete angekündigt wurden. Das ist ein Indiz dafür, dass sich die Gegner der Reflationspolitik durchgesetzt haben, wenn auch vielleicht mit Abstrichen. Das erfreulichste Ergebnis des Gipfels ist die Zusage weiterer Gelder für den IWF, die zum großen Teil die Eurozone aufbringen will. Es liegt nahe, dass die reicheren Länder der Eurozone ihren schwächeren Nachbarn auf diese Weise Transferleistungen zukommen lassen werden, anstatt durch direkte Zahlungen oder einen europäischen Reservefonds, die bei den Politikern möglicherweise auf weniger Gegenliebe gestoßen sind. Der Teufel liegt wie immer im Detail. Wir warten ab, ob der G20-Gipfel wirklich eine „neue Weltordnung“ hervorgebracht hat.

Konjunkturaussichten

Die Wirtschaftsdaten haben erneut enttäuscht, vor allem auf der Angebotsseite. So fiel die japanische Industrieproduktion im März 9,4 Prozent geringer aus als im Vormonat, gab ganze 38 Prozent gegenüber dem Vorjahr nach und ist seit November jeden Monat um mehr als 8 Prozent geschrumpft. Beunruhigend ist aber vor allem, dass das Verhältnis von Lagerbeständen zu Umsätzen in Japan weiterhin hoch ist und im Vorjahresvergleich um 72 Prozent zugenommen hat. Das deutet darauf hin, dass die Sanierung noch lange nicht abgeschlossen ist. Leider hat der hohe Yen-Kurs den Exporten geschadet, sodass eine weitere Abwertung durchaus willkommen wäre. Dies steht im Kontrast zu Korea, wo das Verhältnis von Lagerbeständen zu Umsätzen ebenfalls hoch war und inzwischen wieder unter seinen Höchststand gefallen ist. Dazu hat wahrscheinlich der sehr günstige Wechselkurs beigetragen, der nach unseren Messungen 2,7 Standardabweichungen unter dem fünfjährigen Durchschnitt liegt.

Die Daten sind jedoch nicht durchweg schlecht. Es gibt Anzeichen dafür, dass die Transaktionsdaten eine Stabilisierung des US-amerikanischen Häusermarktes signalisieren. Die noch nicht abgeschlossenen Eigenheimverkäufe und die Eigenheimverkäufe aus dem Bestand fielen im Februar besser aus als erwartet, mit einem Plus von 2,1 bzw. 5,1 Prozent gegenüber dem Vormonat. Die US-Häuserpreise sind jedoch weiter gefallen. So gab der Case-Shiller Index im Vorjahresvergleich um 19 Prozent nach, obwohl diese Serie mit zweimonatiger Verspätung veröffentlicht wird. Die Anträge auf Hypothekenrefinanzierungen haben im März ebenfalls zugenommen und waren in der Woche der FOMC-Sitzung besonders zahlreich. Eine weitere oft genannte Quelle der Zuversicht waren in letzter Zeit die zukunftsbezogenen Umfragen. Nicht nur die Einkaufsmanagerindizes im Vereinigten Königreich und Europa haben sich im März verbessert, auch der offizielle chinesische Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende

Dividendenrendite zum Monatsende

	Aktuell	5-j. Geldm.- Ø zins	
USA	3,0	2,0	1,19
Eurozone	5,3	3,1	1,51
Verein. Königr.	5,7	3,6	1,65
Japan	3,0	1,4	0,65
Hongkong	4,6	3,0	0,90
Brasilien	4,4	3,4	11,16
China	3,2	2,2	1,22
Indien	1,7	1,3	7,64
Russland	3,2	1,8	16,50

* Real Effective Exchange Rate Index
Quellen: Bloomberg, Datastream, J.P. Morgan, J.P. Morgan Asset Management

Gewerbe ist auf 52,4 Zähler gestiegen und liegt damit über der 50-Punkte-Marke, die als Schwelle zwischen Expansion und Kontraktion gilt (es ist jedoch zu beachten, dass dieser Aufwärtstrend zum Teil womöglich auf eine zweifelhafte Saisonbereinigung zurückzuführen ist).

Diese Daten sind ein Hoffnungsschimmer. Wir sind jedoch noch nicht davon überzeugt, dass die Weltkonjunktur im vierten Quartal 2008 bzw. im ersten Quartal 2009 ihren Tiefpunkt erreicht hat. Die internen Indikatoren unseres Global Currency Team haben ihre Tiefstände im Vereinigten Königreich und den USA hinter sich gelassen, sind in der Eurozone und Japan aber nach wie vor schwach. Daraus ließe sich ableiten, dass die wirtschaftliche Aktivität in Regionen mit aggressiver Lockerungspolitik Wirkung zeigt, aber insgesamt sind die möglichen Schlussfolgerungen aus dem Datenfluss bestenfalls durchwachsen. So erwartet die OECD in den Industrieländern 2009 einen Produktionsrückgang um 4,3 Prozent und prognostiziert überdies, dass das gesamte globale Produktionswachstum negativ ausfallen wird – zum ersten Mal seit 62 Jahren.

Wir sagen den großen Volkswirtschaften daher weiterhin einen deutlichen Wirtschaftseinbruch voraus, gefolgt von einer leichten Erholung im zweiten Halbjahr 2009 und 2010 dank der fiskalpolitischen Anreize. Die Angst vor einer globalen Depression haben die aggressiven Konjunkturpakete aber wahrscheinlich beseitigt. Das schließt auch die zusätzlichen Gelder für den IWF ein, die dazu beitragen dürften, den größten Teil der Abwärtsbewegung aufzuhalten, die in einigen besonders anfälligen Schwellenländern erwartet wird. Diese Anreize werden zumindest die wirtschaftliche Aktivität in Gang halten, sind aber kein Garant für einen robusten Aufschwung. Wir bleiben vorsichtig, weil das US-Bankensystem nach wie vor gestört ist, auch wenn die rückläufigen Hypothekenzinsen in den USA hoffentlich ein gutes Zeichen dafür sind, dass der geldpolitische Lockerungskurs dort endlich greift. Was bleibt, ist die Befürchtung, dass die angelsächsischen Länder zwar von den politischen Maßnahmen profitieren mögen, der Mangel an Zuwächsen im Finanzdienstleistungssektor und neuen Krediten aber zu einem sinkenden Wachstumspotenzial führen wird. Auch wenn das Untergangsszenario also abgewendet wurde, wird das Trendwachstum wahrscheinlich nach unten korrigiert werden müssen.

Gewinne und Bewertungen

Die Ertragsdynamik hat an den meisten großen Märkten wohl ihren Tiefpunkt erreicht. Bei drei Vierteln der von uns beobachteten Märkte (insgesamt 21) hat sich die Ertragsdynamik im Monats- bzw. Quartalsvergleich verbessert. Das lässt darauf schließen, dass es in der Berichtssaison zum ersten Quartal weniger Abwärtskorrekturen geben könnte. In den USA kommen auf jede Aufwärtskorrektur fünf Abwärtskorrekturen; im Vereinigten Königreich liegt die Quote bei 1:2,5. Auch wenn diese Werte deutlich unter pari (gleiche Anzahl von Aufwärts- und Abwärtskorrekturen) liegen, haben beide Zeitreihen offenbar zyklische Tiefstände hinter sich. In der Berichtssaison zum ersten Quartal wird der Schwerpunkt wahrscheinlich auf dem Zustand des Banken- und Finanzsektors liegen. Interessant ist aber auch die Ertragsentwicklung außerhalb des Bankensektors, um zu beurteilen, ob in der breiteren Wirtschaft tatsächlich die ersten Fortschritte gemacht werden.

Unsere zusammengesetzten Bewertungsindikatoren verzeichnen nach -2,3 jetzt nur noch -1,9 Standardabweichungen von ihrem dreijährigen Durchschnitt bei globalen Aktien. Auf längere Sicht ergibt sich ein ähnliches Bild. Der S&P 500 notiert derzeit mit einem Shiller-KGV von 14,6, das im Verhältnis zum Zehnjahresdurchschnitt der Gewinne errechnet wird. Dem stehen der Durchschnittswert von 16,3 seit 1881 und das März-Tief von 11,9 gegenüber. Diese Kennzahlen deuten darauf hin, dass die sehr stark überverkauften Aktien im historischen Vergleich noch immer attraktiv sind. In hohem Maße überzeugend sind sie allerdings nicht.

Märkte

Wir halten an unserer vorsichtigen Einschätzung der Weltwirtschaft fest und erwarten im zweiten Halbjahr 2009 nur eine schwache Erholung. Die Konjunkturpakete werden bis dahin Wirkung gezeigt haben. Wir beobachten derweil, ob die geldpolitische Lockerung greift und sich in niedrigeren Hypothekenzinsen in den USA niederschlägt. Um die Talsohle des US-Häusermarktes zu bestätigen, ist es allerdings noch zu früh. Unklar ist bislang auch, was mit den toxischen Wertpapieren der Banken geschehen soll. Unserer Meinung nach wird sich ein deutlicher und dauerhafter Wirtschaftsaufschwung schwerlich einstellen, solange das Bankensystem weiterhin mit solchen Problemen zu kämpfen hat. Deshalb betrachten wir Risikoanlagen mit einiger Vorsicht und haben Aktien in unseren Mischportfolios untergewichtet.

Eine bemerkenswerte Tatsache ist die massive Outperformance der Schwellenmarktaktien. Nach einer deutlichen Underperformance ab Mai 2008 haben die Schwellenländer seit Ende Oktober 2008 schließlich besser abgeschnitten als Aktien aus den Industrieländern. Absolut hat sich die Gesamtrendite des MSCI EM Index seit Beginn dieses Jahres sogar um 10,3 Prozent in Lokalwährung und 9,2 Prozent in US-Dollar verbessert. In den Industrieländern haben die Aktienmärkte dagegen 6,9 Prozent an Wert eingebüßt. Die Schwellenmarktaktien könnten also die Wende im globalen Geschäftszyklus markieren. Viele Investoren folgen bei der Anlage in Schwellenmarktaktien traditionell zwei Faustregeln. Erstens: Schwellenmärkte erzielen in der Regel eine Outperformance, wenn die Frühindikatoren der OECD ansteigen. Zweitens: Die Bewertungen müssen überzeugend sein (normalerweise bei einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von etwa 1,3). Die erste Regel dürfte in nächster Zeit kaum zutreffen, aber die Bewertungen sind im historischen Vergleich tatsächlich attraktiv. Das KBV beträgt derzeit 1,4, während unser zusammengesetzter Indikator zeigt, dass die Aktienbewertungen der Schwellenmärkte etwa 28 Prozent unter ihrem Durchschnitt von 1996 bzw. 2008 liegen. Die Finanzkrise in den Industrieländern hat in den Schwellenländern einen massiven zyklischen Schwächetrend ausgelöst – daher auch der Einbruch asiatischer Exporte. Trotz allem haben sich die Schwellenmarktaktien insgesamt aber überraschend gut entwickelt. Auf regionaler Ebene kann man sagen, dass Überschuss- und Erzeugerländer – im weitesten Sinne Asien und Lateinamerika – in der Regel besser abgeschnitten haben als Regionen mit angeschlagenen Finanzsystemen wie z. B. Mittel- und Osteuropa. Die Probleme in Mittel- und Osteuropa bleiben bestehen, aber mit ca. 8 Prozent ist die Gewichtung der Region im breiteren Index für Schwellenmarktaktien im Vergleich zu den asiatischen (55 Prozent) und lateinamerikanischen (23 Prozent) Schwellenmärkten relativ gering. Zudem sind die zusätzlichen Finanzierungsgelder des IWF eine große Hilfe.

Wir bevorzugen weiterhin die Regionen mit der aggressivsten Politik wie die USA und das Vereinigte Königreich, aber auch Hongkong, das von der Lockerung in China profitieren dürfte. Bei Schwellenmarktaktien und in Kanada ist die Gewichtung nach wie vor neutral, während Europa ohne Vereinigtes Königreich und Japan untergewichtet sind. Bei den Anleihen halten wir lange Durationspositionen im Vereinigten Königreich und Japan.

Übersicht Vermögensallokation

Aktien (Untergewichtung)	Untergewichten Europa ohne Großbritannien Japan Small Caps USA	Neutral Kanada Schwellenmärkte	Übergewichten Large Caps USA Großbritannien Pazifikraum ohne Japan
Anleihen (Lange Duration)	Untergewichten	Neutral USA Europa ohne Großbritannien Hochzinsanleihen Schwellenmärkte	Übergewichten Japan Großbritannien

Die Tabelle zur Vermögensallokationsübersicht spiegelt die Ausrichtung des Strategieteams der Global Multi-Asset Group zum 7. April 2009 wider, jeweils in Lokalwährung und bezogen auf die nächsten sechs Monate. Die globalen, regionalen und länderspezifischen Spezialteams für Aktien und Anleihen können unter Umständen, je nach Anlagestil und -universum des Fonds, andere Schwerpunkte legen.

Quelle: J.P. Morgan Asset Management Global Multi-Asset Group, Stand 7. April 2009.

Teil 2 – Marktrückblick

Rückblick auf die Märkte im ersten Quartal 2009

- *Aktien verzeichneten im Quartalsverlauf eine deutliche Underperformance gegenüber Staatsanleihen, die in absoluten Zahlen jedoch ebenfalls Verluste erlitten.*
- *Gesamtrenditen des MSCI World Index im ersten Quartal 2009: -10,0 Prozent in Lokalwährung, -7,6 Prozent in EUR, -11,5 Prozent in GBP, -11,8 Prozent in USD und -3,9 Prozent in JPY*

Die globalen Aktienmärkte hatten ein volatiles erstes Quartal. Die Rally, die im Dezember begonnen hatte, hielt bis Anfang Januar an, bevor die negativen Unternehmens- und Konjunkturdaten zu einem kräftigen Ausverkauf führten. Die anhaltende Schwäche der konjunkturellen Frühindikatoren, das sehr schwache BIP-Wachstum im vierten Quartal in Asien und den Industrienationen und die erneute Liquiditätskrise im Bankensektor stellten frühere Hoffnungen infrage, dass sich die Weltwirtschaft ab Mitte 2009 erholen könnte. Die Industrieproduktion ging aufgrund des Lagerabbaus der Unternehmen massiv zurück und trug damit zu anhaltenden Negativkorrekturen der Gewinnprognosen bei. Während der anschließenden Verkaufswelle durchbrachen zahlreiche Aktienmarktindizes ihre technischen Unterstützungslinien. Ende Februar/Anfang März erreichte die Stimmung ihren Tiefpunkt.

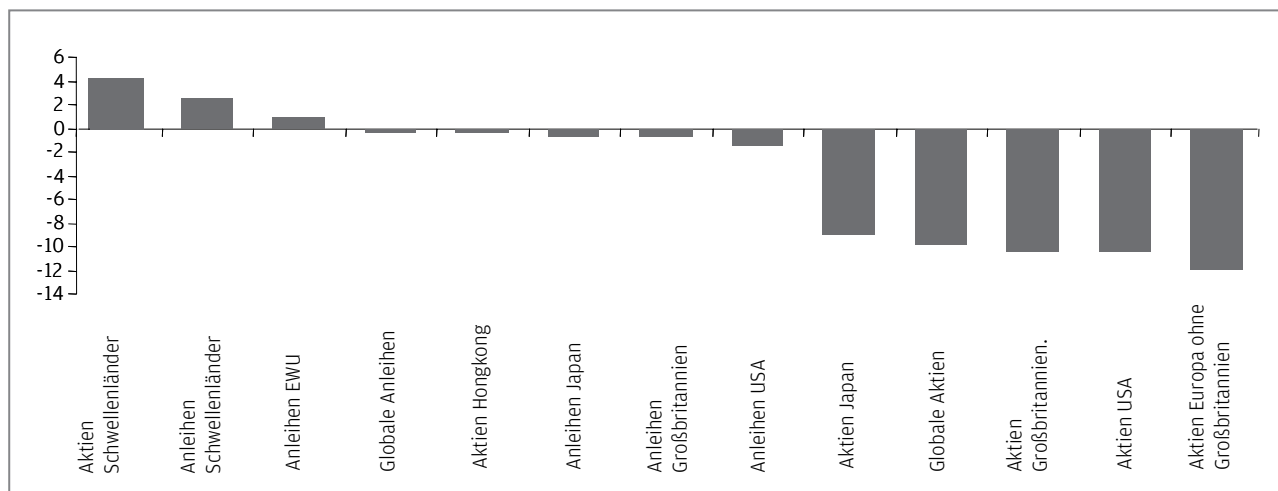
In den letzten drei Quartalswochen verzeichneten die Aktienmärkte eine kräftige Kurserholung, da Investoren mit Short-Positionen ihre Gewinne mitnahmen und zur Deckung ihrer Positionen Aktien kauften. Unterstützt wurde diese Rally durch eine Reihe leicht besserer Frühindikatoren wie die Baubeginne in den USA und das Kreditwachstum in China sowie den Plan des US-Finanzministeriums (Public-Private Investment Program) zum Aufkauf „toxischer Vermögenswerte“ von Banken, der auf positives Echo stieß. Dies reichte jedoch nicht aus, um die früheren Verluste vollständig wettzumachen. Die Märkte beendeten das Quartal noch deutlich im Minus.

Nach Stilen betrachtet erzielten Wachstumswerte gegenüber dem Value-Sektor eine Outperformance, während Small Caps besser abschnitten als Large Caps. Der MSCI Emerging Market Index verbesserte sich um 4,1 Prozent (beeindruckende 10,5 Prozent im März). Von den größeren Ländern entwickelten sich China und Russland am besten. China verzeichnete aufgrund von Erwartungen, das Land werde im Sommer den Abschwung hinter sich lassen, einen Quartalsgewinn von 1,3 Prozent (aber plus 11,3 Prozent im März), während Russland im Zuge der stabileren Ölpreise das Quartal 5,2 Prozent fester beendete. Sämtlichen Performancedaten liegt jeweils die lokale Währung zugrunde.

Trotz weiterer Zinssenkungen einiger Zentralbanken, darunter die Bank of England und die Europäische Zentralbank (EZB), fiel das erste Quartal für Staatsanleiheninvestoren enttäuschend aus. Angesichts der steigenden Schätzungen über zukünftige staatliche Haushaltsdefizite bereitete insbesondere die Gefahr eines Überangebots neuer Staatsanleihen Sorgen. Unterdessen warteten die Investoren auf den Beginn der viel diskutierten quantitativen Lockerungsmaßnahmen der Zentralbanken. Die Zentralbanken in der Schweiz, dem Vereinigten Königreich und den USA leiteten schließlich im März den Ankauf landeseigener Staatsanleihen ein und trugen damit wesentlich zur anfänglich starken Rally in den Laufzeiten bei, die von den quantitativen Lockerungsprogrammen abgedeckt werden. Das Vereinigte Königreich und die USA kündigten zudem Pläne zur Versicherung bzw. dem Aufkauf „toxischer“ Bankaktiva mit dem Ziel an, die Liquidität an den Kreditmärkten zu fördern und so den Kreditfluss an den Unternehmenssektor wieder in Gang zu bringen. Der JPMorgan Global Bond Index büßte im Quartalsverlauf in lokaler Währung 0,3 Prozent ein. Der US-Treasury-Markt verlor 1,4 Prozent, während der JPMorgan Emerging Markets Bond Index (EMBI) ein Plus von 3,4 Prozent verbuchte.

Die Devisenmärkte zeigten sich unberechenbar. Nach der guten Performance zu Jahresbeginn, die der anhaltenden weltweiten Auflösung von Yen Carry Trades zu verdanken war, präsentierte sich die japanische im Februar und März von allen großen Währungen am schwächsten. Dies war zum einen auf die schlechtere makroökonomische Lage in Japan und zum anderen auf Spekulationen zurückzuführen, dass die Carry Trade-Rückzahlungen nicht-japanischer Investoren ein Ende nehmen könnten. Der US-Dollar schnitt unter den wichtigsten Währungen im Berichtsquartal am besten ab. Der Greenback profitierte von seinem Status als „sicherer Hafen“ sowie der Erwartung, dass die USA als erste große Industrienation einen wirtschaftlichen Aufschwung verzeichnen könnten.

Performance im ersten Quartal 2009 (in Lokalwährung)



Quelle: MSCI, J.P. Morgan

Gesamtrenditen der wichtigsten Märkte im ersten Quartal 2009 in Prozent

Aktien (MSCI)	Sterling	US-Dollar	Yen	Euro
Welt	-11,5%	-11,8%	-3,9	-7,6%
USA	-10,2%	-10,5%	-2,5%	-6,3%
Europa ohne Verein. Königr.	-15,8%	-16,1%	-8,6%	-12,2%
Vereinigtes Königreich	-10,4%	-10,7%	-2,7%	-6,5%
Japan	-16,3%	-16,6%	-9,1%	-12,6%
Pazifikraum ohne Japan	-1,9%	-2,2%	6,6%	2,4%
Lateinamerika	5,3%	4,9%	14,3%	9,9%
Schwellenmärkte	1,3%	1,0%	10,1%	5,8%
Anleihen				
Welt	-4,5%	-4,8%	3,8%	0,2%
USA	-1,1%	-1,4%	7,4%	3,3%
Japan	-8,6%	-3,8%	0,7%	-4,5%
Vereinigtes Königreich	-1,1%	-1,1%	7,8%	3,7%
Eurozone gesamt	-3,4%	-3,7%	4,9%	0,9%
Währungen				
Sterling	k. D.	-0,3%	8,6%	4,4%
US-Dollar	0,3%	k. D.	9,0%	4,7%
Yen	-7,9%	-8,2%	k. D.	-3,9%

Quelle: J.P. Morgan, MSCI, FactSet

Teil 3 – Marktt Themen für das 2. Quartal

Anzeichen für eine Trendwende in den USA

■ Hintergrund

Anfang 2009 vertraten wir die Auffassung, dass die USA von allen großen Industrienationen als erste die Rezession überwinden könnten. Wir stützten uns dabei auf den sehr niedrigen US-Tagesgeldsatz (der real sogar negativ ist) sowie die enormen Summen, die von Staat und Zentralbank in Form des Troubled Asset Relief Program (TARP) bzw. der Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) bereitgestellt wurden. Die Liste der Hilfsprogramme ist mit dem American Recovery and Reinvestment Act (Präsident Obamas 787 Milliarden USD umfangreiches Konjunkturpaket) und dem Public-Private Investment Program (PPIP) seither größer geworden. Hinzu kommt seitens der US-Notenbank der Beginn der lang erwarteten quantitativen Lockerung mit einem Programm zum Ankauf amerikanischer Staatsanleihen im Volumen von bis zu 300 Milliarden USD sowie einem erweiterten Ankaufprogramm für Hypotheken- und Agency-Anleihen im Volumen von insgesamt 850 Milliarden USD. Obwohl der Wirtschaftsaufschwung nicht sicher ist, werden diese Maßnahmen im Verbund mit der aufgestauten Nachfrage und dem letztendlichen Wiederaufbau der Lagerbestände nach Ansicht vieler Analysten Ende 2009 zu einer leichten Erholung führen. Wie werden wir jedoch wissen, dass eine Erholung im Gang ist?

■ Künftige Themen

Die folgenden Indikatoren sind von besonderem Interesse:

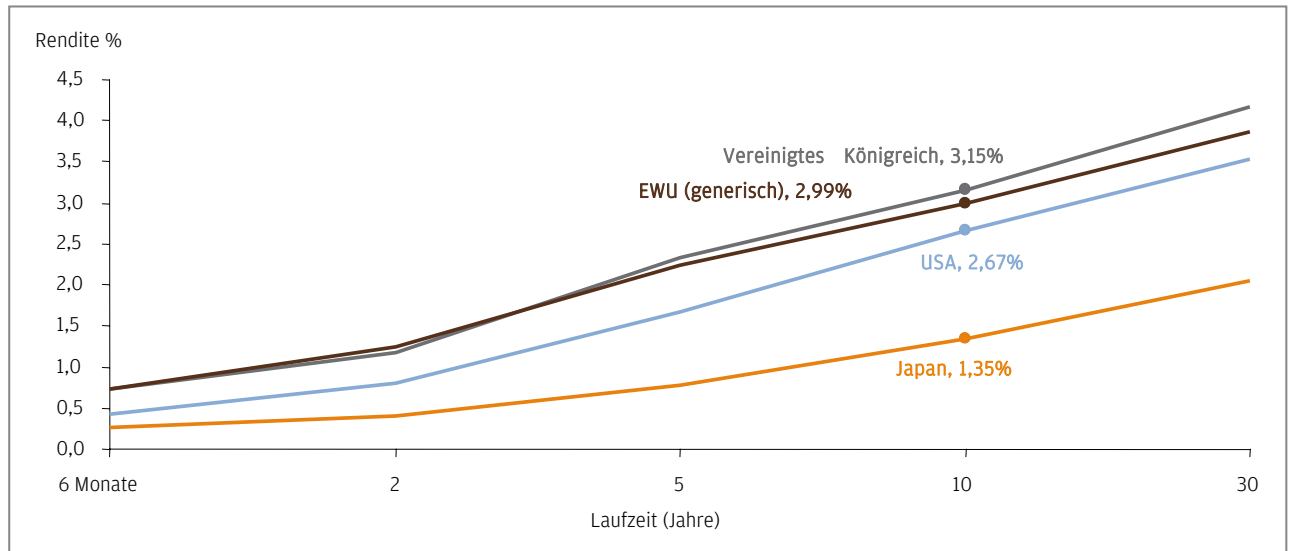
1. Baubeginne: Die Zahl der neuen Eigenheime, mit deren Bau begonnen wurde, liefert einen wichtigen Hinweis auf die Verfassung der Baubranche und ist das erste Glied in einer Kette von Sektoren, die von Hausbauaktivitäten profitieren. Dieser Sektor konnte sich bereits etwas erholen, allerdings von einem sehr niedrigen Ausgangsniveau aus. Zu den anderen Sektoren gehören unter anderem die Bereiche Baumaterialien und Heimausstattungen. Leider muss aufgrund des Bauüberhangs zu Beginn des Jahrzehnts zunächst ein großer Bestand leer stehender bestehender Eigenheime abgebaut werden, ehe es bei den neuen Eigenheimen zu nennenswerten Zuwächsen kommen kann.
2. Absatz von Pkw und leichten Nutzfahrzeugen: Ein neues Auto stellt kein Grundbedarfsgut dar. Steigende Absätze wirken sich demnach nicht nur auf die Autobranche positiv aus, sondern auch auf andere höherpreisige Segmente sowie den Freizeitsektor.
3. Ladenkettenumsätze: Die großen Ladenketten in den USA geben regelmäßig Auskunft über Umsatzveränderungen und ermöglichen damit eine (nahezu) aktuelle Momentaufnahme der Verbraucherstimmung.
4. Anträge auf Arbeitslosenunterstützung: Eine wirtschaftliche Verbesserung ist bei gleichzeitig steigender Arbeitslosigkeit selten möglich. Analysten werden daher nach einer Verlangsamung der Beschäftigungsabnahme als Signal dafür ausschauen, dass das Schlimmste hinter uns liegen könnte.
5. Aktienfondsflüsse: Das Vertrauen der Investoren in die Finanzmärkte lässt sich anhand der Mittelflüsse von Investmentfonds messen. Investoren reagieren in der Regel auf Trends bei den konjunkturellen Frühindikatoren sowie auf veränderte Stimmungshaltungen gegenüber der Wirtschaft, die nicht unbedingt auf Statistiken gründen müssen (z. B. ermutigendes Medieninterview mit einem vertrauenswürdigen Politiker).

■ Auswirkungen auf die Anlagestrategie

Eine positive Wende der erwähnten Frühindikatoren würde den Investoren signalisieren, dass die Rezession ihren Tiefpunkt erreicht hat und die Portfolios daher entsprechend für eine Erholung positioniert werden sollten. Dies lässt in erster Linie vielleicht an die konjunktursensiblen Bereiche denken (z. B. US-Medienaktien oder ein Engagement in China, der „Werkbank der Welt“). Natürlich erzielen in der Aufschwungphase des Konjunkturzyklus für gewöhnlich die Zykliker eine Outperformance gegenüber den defensiven Sektoren. Dieses Mal könnte es jedoch anders sein und sich ein neutraler Anlagestil besser eignen. Wir rechnen nämlich nicht damit, dass der derzeitige Schuldenabbau der US-Privathaushalte bald beendet sein wird. Vielmehr dürfte die Rückzahlung der Kreditkarten- und Hypothekenschulden sowie der erneute Aufbau eines gewissen Ersparnispolsters mehrere Jahre in Anspruch nehmen. Anstatt eines Kaufrausches dürfte die Verbrauchernachfrage daher eher langsam und gedämpft ansteigen und somit die Dynamik der zyklischen Sektoren bremsen. Sollten unterdessen die Zinsen auf niedrigem Niveau verharren, werden die höheren Dividenden, die mit Substanzwerten verbunden sind, für die Investoren ein wichtiger Anziehungspunkt bleiben.

Quantitative Lockerung und Kreditlockerung: Wie funktionieren sie?

Renditekurven von Staatsanleihen und zehnjährige Renditen



Quelle: EcoWin, FactSet, JPMorgan. Die Renditekurven beginnen bei sechs Monaten. Daten zum 31. März 2009.

■ Hintergrund

Quantitative Lockerung wird derzeit in den USA, dem Vereinigten Königreich, der Schweiz und Japan betrieben, um eine Deflation abzuwenden und die Kreditvergabe an die Realwirtschaft zu stimulieren. Es handelt sich dabei um eine Methode zur Lockerung der Geldpolitik, von der die Zentralbanken Gebrauch machen können, sobald ihr konventionelles Instrumentarium (z. B. Senkung der Zinsen) ausgeschöpft ist. Im Rahmen ihrer routinemäßigen Offenmarktgeschäfte, mit denen die kurzfristigen Marktzinsen gesteuert werden, kaufen und verkaufen die Zentralbanken am Markt kurzlaufende Staatsanleihen. Die quantitative Lockerung unterscheidet sich insofern, als in diesem Fall weit größere Mengen an Staatsanleihen mit längerer Laufzeit aufgekauft werden, um die langfristigen Kreditzinsen zu senken und die Geldmenge zu erhöhen. Eine flachere Renditekurve sollte dazu beitragen, die Kreditnachfrage anzukurbeln und auf diese Weise die Wirtschaft zu reflationieren. Da die Zentralbank buchstäblich das Geld schafft, mit dem sie die Anleihen erwirbt, werden gleichzeitig langlaufende Vermögenswerte (z. B. zehnjährige US-Treasuries) gegen frische Liquidität eingetauscht. Dies sollte die Kredit- und Investitionsbereitschaft fördern, da so niedrig verzinsliche Liquidität in die Hände der Banken und anderen Institute gelangt, die die Anleihen verkaufen, und diese vermutlich versuchen werden, beim Verkauf eine höhere Rendite zu erzielen. Eine Variante der quantitativen Lockerung ist die Kreditlockerung. Hierbei kaufen die Zentralbanken Unternehmensanleihen und so genannte „toxische Vermögenswerte“ vom Markt auf, um die Inhaber dieser Papiere mit Barmitteln zu versorgen. Diese Märkte sollten dadurch wieder ausreichend Liquidität bekommen, um eine vertrauensfördernde Preisfindung zu ermöglichen. Die Theorie, die hinter der quantitativen Lockerung steht, leitet sich von der sogenannten Quantitätstheorie des Geldes ab. Diese Quantitätstheorie besagt, dass ein Anstieg der Geldmenge im Wirtschaftskreislauf – bei ansonsten gleichbleibenden Bedingungen, einschließlich unserer Bereitschaft zum Warenkauf – in der Regel zu höheren Preisen führt.

■ Künftige Themen

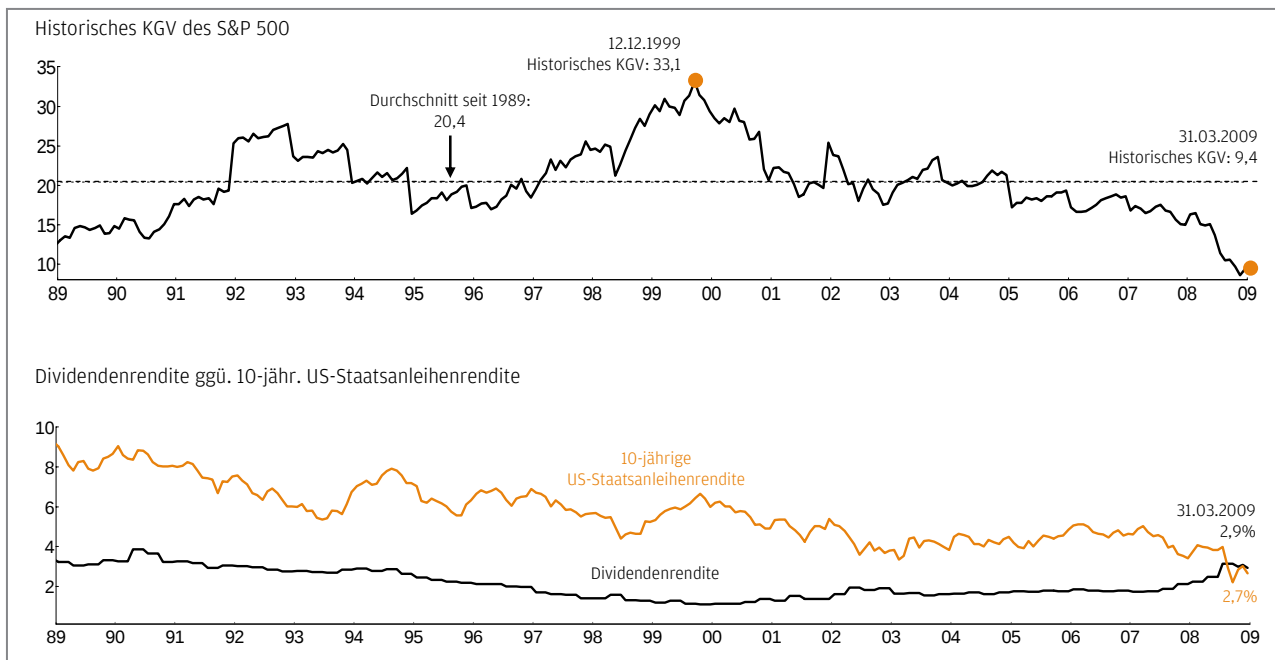
Ende März hatten sich die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Vereinigten Königreich und den USA gegenüber ihrem Niveau zu Monatsbeginn, als die quantitativen Lockerungsprogramme angekündigt wurden, kaum bewegt. Die Renditekurven sind nicht so flach, wie es sich die Zentralbanken wünschen würden, was Zweifel an der Wirksamkeit dieser Politik aufkommen lässt. Den Spekulationen einiger Analysten zufolge könnten hierfür Sorgen um ein mögliches Überangebot von Staatsanleihen sowie Inflationsängste verantwortlich sein. Es könnte aber auch sein, dass die leichte Verbesserung einiger Frühindikatoren in den USA und dem Vereinigten Königreich die Anleiheninvestoren dazu bewogen hat, eine wirtschaftliche Wiederbelebung einzupreisen.

Was auch immer der Grund sein mag: Die Reduzierung der Staatsanleihenrenditen und die entsprechende Stimulierung des Kreditwachstums erweisen sich als schwieriger, als ursprünglich vielleicht erwartet wurde. Was geschieht unterdessen mit dem Kapital, das die ehemaligen Besitzer der britischen Gilt- und US-Treasuries einstreichen, die im Volumen von 75 Milliarden GBP bzw. 300 Milliarden USD aufgekauft werden? Das ist schwer zu sagen. Die betroffenen Institute scheinen jedoch eher ihre Liquidität zu horten, als sie ausgeben oder in Form von Krediten weiterreichen zu wollen. Es gibt jedoch auch gute Nachrichten: Noch in derselben Woche, in der die Fed ankündigte, sie werde im Rahmen ihres Kreditlockerungsprogramms Hypothekenschulden im Volumen von bis zu 750 Milliarden USD ankaufen, gaben die US-Hypothekenzinsen kräftig nach.

Auswirkungen auf die Anlagestrategie

Mit ihrer Politik der quantitativen Lockerung bewegen sich die Zentralbanken auf weitgehend unbekanntem Terrain. Die Gefahr, dass sich die Rezession durch Schuldendeflation in eine Depression verwandeln könnte, rechtfertigt jedoch dieses Risiko. Durch den aggressiven Versuch der Deflationsvermeidung und das Ziel, Kredite zu attraktiven Konditionen verfügbar zu machen, zeichnet sich die quantitative Lockerung als Pro-Wachstumsstrategie aus und spricht daher generell eher für Aktien als für Anleihen. Sollte indes eine Inflation entstehen, weil vielleicht die Zentralbanken den Bilanzen der Finanzinstitute durch ihre Maßnahmen der quantitativen Lockerung und Kreditlockerung zu viel Liquidität zugeführt haben, erscheinen „reale“ Vermögenswerte wie Gold, Rohstoffe und Immobilien sinnvoll, ebenso wie indexgebundene Anleihen. Falls die Politik der quantitativen Lockerung scheitert und alles auf eine mögliche Deflation hindeutet, könnten sich klassische Staatsanleihen und andere festverzinsliche Anlagen als attraktiv erweisen.

KGV und Dividendenrendite



Quelle: FactSet, I/B/E/S und S&P für historisches KGV; Datenfrequenz: monatlich. Dividendenrendite gemessen an den im S&P 500 Index vertretenen Unternehmen, Thomson Datastream. Treasury-Kurse von FactSet, Reuters, J.P. Morgan.

■ Hintergrund

Betrachtet man die historischen KGVs im Vergleich zu den langfristigen Durchschnitten und die Dividendenrenditen im Vergleich zu den Treasury-Renditen, so sind die globalen Aktienmärkte den Behauptungen einiger Analysten zufolge zurzeit als „günstig“ zu bezeichnen. Aufgrund einer Reihe wirtschaftlicher und demografischer Faktoren könnten sich diese beiden Maßstäbe für ein günstiges Bewertungsniveau jedoch als nicht besonders nützlich erweisen. Die folgenden Argumente stützen sich beispielhaft auf die US-Märkte, treffen aber unseres Erachtens auf die meisten Industrieländer zu.

■ Künftige Probleme

Die obere der beiden Abbildungen zeigt den KGV-Zyklus in den USA während der letzten 20 Jahre. Als Erstes lässt sich dazu sagen, dass wir es hier mit einem echten Zyklus zu tun haben. Die Investoren scheinen Aktien bereitwillig in einer Weise zu bewerten, die kaum in Beziehung zum Konjunkturzyklus steht. Es heißt, dass sich der US-KGV-Zyklus sichtbar bis in die 70er-Jahre des 19. Jahrhunderts zurückverfolgen lässt. Die Phase zwischen zwei Zyklushöhepunkten dauert dabei im Schnitt 20 bis 25 Jahre. Genau diese Zeit benötigt eine Generation von Investoren, die Pech mit hohen KGV-Bewertungen gehabt hat, um in Rente zu gehen und Platz für eine neue Generation von Optimisten zu machen. Gemessen an diesem Maßstab befindet sich der letzte Zyklus, der Ende 1999 mit der Dotcom-Blase seinen Höhepunkt erreichte, nach wie vor in der Endphase und dürfte dabei noch ein paar Jahre anhalten. Ein weiterer Faktor ist das fortgeschrittene Alter der Babyboomer. Mit ihren massiven Pensionsfonds-Einzahlungen in den 1990er-Jahren trug diese Generation maßgeblich zur Aktiennachfrage und der KGV-Inflation dieses Jahrzehnts bei. Mittlerweile stehen die ersten Babyboomer kurz vor der Rente und haben daher einen zunehmenden Teil ihres Ruhestandsgeldes von Aktien in Staatsanleihen sowie Geldmarktinstrumente umgeschichtet. Als große strukturelle Verkäufer von Aktien und Käufer von Anleihen könnten die Babyboomer dafür sorgen, dass die KGVs im Vergleich zu den 1990er-Jahren relativ niedrig bleiben.

Hinzu kommen die zuletzt volatilen Inflationserwartungen. In den Jahren 2003 und 2004 herrschte Besorgnis über eine mögliche „Double-Dip“-Rezession in den USA und Deflation in den Industrieländern weltweit. Im Frühjahr 2008 sorgten die damals kräftig steigenden Rohstoffpreise für eine erhöhte Inflationsfurcht unter den Investoren. Ende letzten Jahres war es dann erneut die Deflation, durch die sich die großen Volkswirtschaften bedroht sahen. Die enorme Volatilität der Inflationserwartungen dürfte die Begeisterung der Investoren für hohe KGV-Werte dämpfen, da diese ein gewisses Vertrauen in hohe reale Ertragsströme in der Zukunft implizieren.

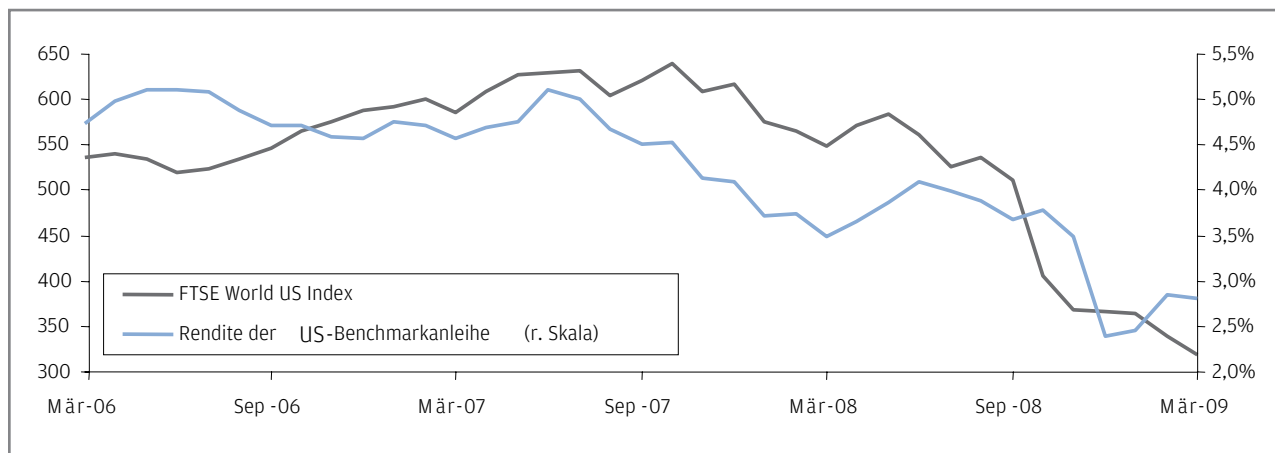
Die im Vergleich zu den Renditen von Staatsanleihen hohen Dividendenrenditen schließlich deuten möglicherweise nicht auf günstige Aktienkurse, sondern ein Ende der Nachkriegsthese hin, dass Dividendenpapiere aufgrund der möglichen Veräußerungsgewinne eine geringere Rendite abwerfen sollten als Anleihen. Könnten wir zu einer früheren Situation zurückkehren, die in zahlreichen Ländern bis in die 1950er-Jahre herrschte und wo Aktien höher rentieren als Anleihen, weil die Investoren für das eingegangene Risiko entschädigt werden wollen? Aktieninvestoren haben in den letzten zehn Jahren viele Höhen und Tiefen erlebt. Eine hohe Dividendenrendite im Vergleich zum risikofreien Zins ist daher vielleicht längst überfällig gewesen.

■ Auswirkungen auf die Anlagestrategie

Nach den Kurseinbrüchen der letzten 18 Monate scheinen Aktien für Investoren, die langfristig orientiert sind und der aktuellen Marktvolatilität standhalten können, mehr Aufwärts- als Abwärtspotenzial zu bieten. Die Unternehmensgewinne werden mit steigendem BIP wachsen, und bei einem gleichzeitig stabilen KGV-Niveau wird sich dies in höheren Aktienkursen niederschlagen. Die Aktienmärkte werden im Zuge einer Erholung jedoch kaum Impulse von einer KGV-Ausweitung erhalten, sondern vielmehr auf das Gewinnwachstum angewiesen sein. Viele Analysten rechnen mit einer schwachen Konjunkturbelebung. Dies deutet wiederum auf ein schwaches Gewinnwachstum und, nach einer anfänglichen Erholungsrally, relativ bescheidene Aktienmarktgewinne im Vergleich zu früheren Aufschwungphasen hin.

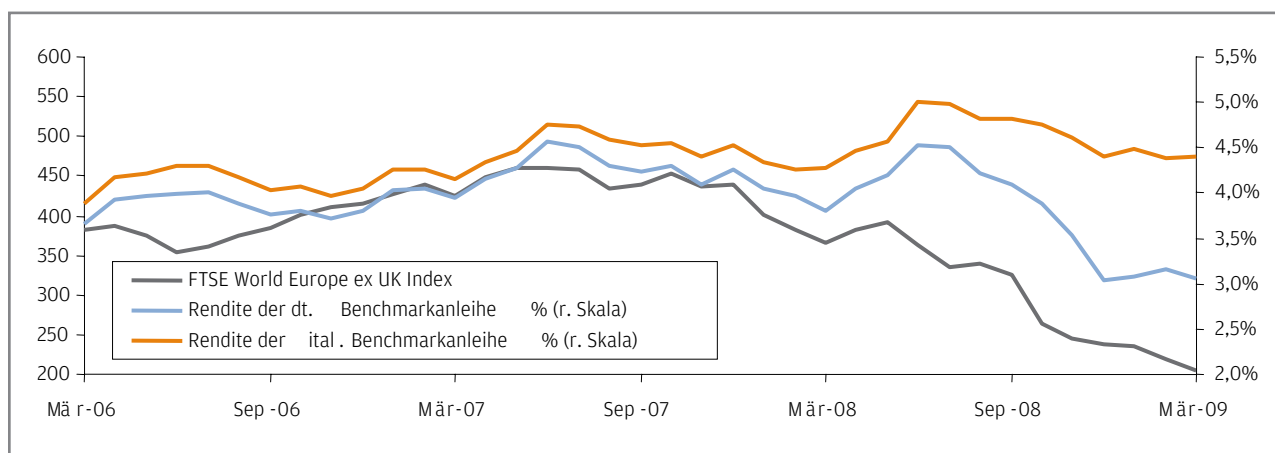
Teil 4 - Dreijahresrückblick

Aktien und Anleihen USA



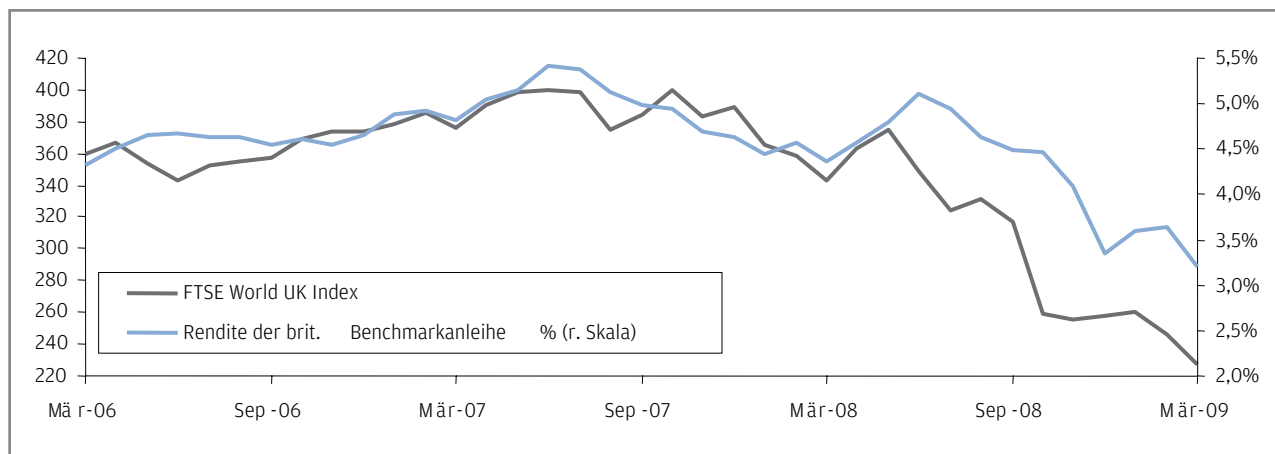
Quelle: Datastream

Aktien und Anleihen Europa



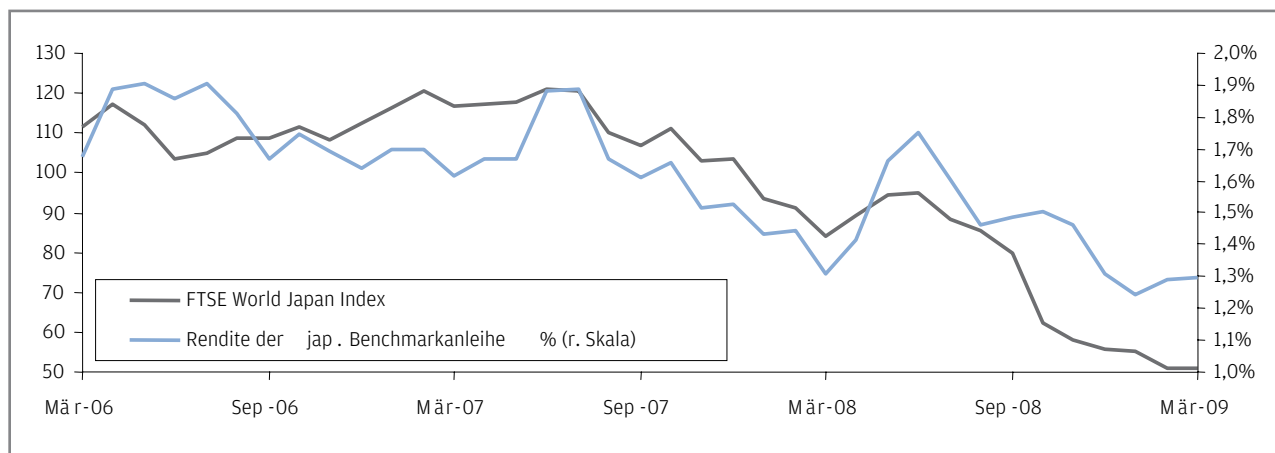
Quelle: Datastream

Aktien und Anleihen Vereinigtes Königreich



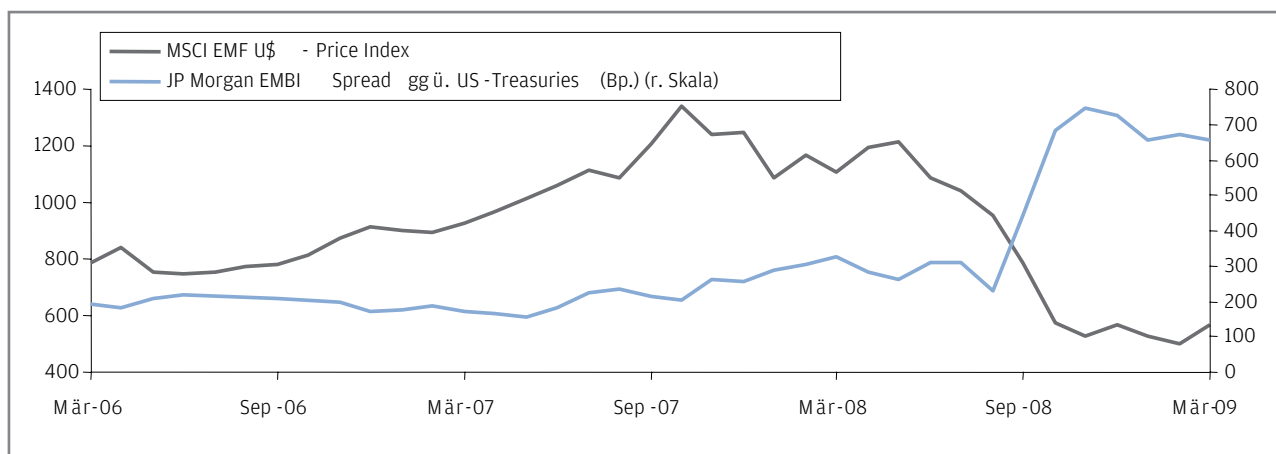
Quelle: Datastream

Aktien und Anleihen Japan



Quelle: Datastream

Aktien und Anleihen Schwellenmärkte



Quelle: Datastream

Wichtige Hinweise

Die Einschätzungen, die in diesem Dokument vertreten werden, basieren auf Informationen von J.P. Morgan Asset Management per 31.03.2009. Die Einschätzungen sollen dabei nicht als Anlageempfehlung verstanden werden und können sich jederzeit ändern. Alle Informationen basieren auf Quellen, die J.P. Morgan Asset Management als verlässlich betrachtet. J.P. Morgan Asset Management kann allerdings keine Garantie für die Richtigkeit übernehmen.

Eine positive Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige positive Wertentwicklung, und Anleger erhalten u.U. nicht den investierten Betrag zurück. Anlagen in Fremdwährung können Währungsschwankungen unterliegen und dadurch die Rendite positiv wie negativ beeinflussen. Herausgeber in Deutschland: JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l., Frankfurt Branch, Junghofstraße 14, D-60311 Frankfurt; in Österreich: JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l., Austrian Branch, Führichgasse 8, A-1010 Wien; in der Schweiz: J.P. Morgan (Suisse) SA, Zweigniederlassung Zürich, Dreikönigstrasse 21, Postfach, CH-8022 Zürich.