

# Aktienanlagen 2006 – Der Flug auf der Kanonenkugel



**Von Daniel Wüschner (rechts)**  
Sales and Marketing Manager  
Henderson Global Investors  
(Schweiz) AG, Zürich

**und Markus Puck (links)**  
Country Head / Geschäftsführer  
Henderson Global Investors  
(Schweiz) AG, Zürich

Aktienanlegern wird 2005 als ausserordentlich gutes Jahr in Erinnerung bleiben. Im Durchschnitt stiegen die Kurse europäischer Blue Chips um 21%; an verschiedenen anderen Börsenplätzen waren sogar noch deutlich höhere Gewinne zu realisieren. Einzig die Entwicklung des US-Aktienmarktes blieb enttäuschend und im Quervergleich zu den anderen Börsen unterdurchschnittlich. Insbesondere die aufkommenden Inflationsängste sowie die Sorge über weitere Zinserhöhungen überwogen die positiven Nachrichten, wie z.B. das stabile Wirtschaftswachstum oder die ansprechenden Unternehmensgewinne.

Eine weitere grosse Überraschung ging für viele Marktteilnehmer vom unerwartet starken US-Dollar aus. Die damit einhergehende Schwäche des Euros war ohne Zweifel eine der zentralen Stützen für die überdurchschnittlich gute Entwicklung europäischer

Börsen. Insbesondere Firmen, welche grosse Teile der Gewinne bzw. Umsätze ausserhalb des EU-Raumes erzielen, konnten von einem schwachen Euro und der damit einhergehenden Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit profitieren. Verstärkt wurde dieser positive Trend in Europa auch durch die geschickte Anpassung der Firmenstrukturen und dadurch signifikant abnehmende Kosten.

Bei vielen Firmen setzte sich 2005 die Erkenntnis durch, dass von politischer Seite momentan keine positiven Impulse zu erwarten sind. Deshalb wurden vermehrt firmeninterne Verbesserungsmöglichkeiten gesucht und vielerorts auch gefunden. Dabei konnten steigende Gewinnmargen insbesondere durch die Produktionsauslagerung in Billiglohnländer realisiert werden.

Auch für 2006 raten wir Aktieninvestoren, neben dem Blick auf die Unternehmens- und Fundamentaldaten auch die Entwicklung der Wechselkurse genau zu verfolgen. Momentan wird der US-Dollar durch die steigenden amerikanischen Zinsen gestützt. Doch im Jahresverlauf dürfte der amerikanische Leitzins seinen Höchstwert erreicht haben und sogar wieder leicht nachgeben; wenn dann die Zinsen in Europa gleichzeitig ansteigen, wird

das grosse US-Leistungsbilanzdefizit die amerikanische Währung belasten. Da Wechselkurse aber generell schwer vorherzusagen sind, raten wir Investoren in diesem Umfeld, die verfügbaren Mittel sowohl in Euro- wie auch in US\$-Papiere zu investieren.

Kurzfristig sehen wir eine Wiederbelebung im globalen Wirtschaftszyklus, was grundsätzlich für Aktienanlagen spricht. Nach den beachtlichen Kursgewinnen der letzten 12 Monate sind Aktien aus unserer Sicht nun angemessen bewertet, und dies bei weiterhin steigenden Firmengewinnen. Dieses Gewinnwachstum sollte unserer Meinung nach die Märkte einerseits stützen und bis zu einem gewissen Punkt auch nach unten absichern; andererseits bieten weiterhin steigende Unternehmensgewinne auch die Voraussetzung für weiter steigende Kurse, immer vorausgesetzt dass sich die Fundamentaldaten nicht verschlechtern.

Unsere Modelle sowie verschiedene vorauslaufende Indikatoren, wie z.B. der deutsche Geschäftsklimaindex (IFO), zeigten während den letzten Monaten sich verbessernde Werte. Vielerorts wurde Anfang 2005 die Produktion bewusst zurückgehalten, und Lagerbestände konnten dabei signifikant verkleinert werden. In der Zwischenzeit ist dieser Prozess beinahe abgeschlossen. Solche, die Börsen unterstützende Phasen dauerten in der Vergangenheit jeweils 9 bis 18 Monate. Diese Ausgangslage sollte den Aktienmärkten zumindest für das erste Halbjahr 2006 zusätzliche Unterstützung liefern. Die Kehrseite der Medaille dieses weltweiten Wachstums dürften weiter anziehende Rohstoffpreise und insbesondere steigende Ölpreise sein. Dies birgt zwei grosse Risiken in sich: steigende Zinsen und eine damit verbundene Abkühlung des Konsums in den USA.

Das Risiko dieser beiden Punkte besteht für die Aktienmärkte darin, dass Zentralbanken 2006 weiterhin be-

| Wirtschaftsaussichten      | 2004 | 2005   | 2006 |
|----------------------------|------|--------|------|
| <b>Reales BIP-Wachstum</b> |      |        |      |
| USA                        | 4,2% | 3,5%   | 3,1% |
| Japan                      | 2,6% | 2,5%   | 2,5% |
| Euro – 12                  | 1,8% | 1,2%   | 1,7% |
| UK                         | 3,2% | 1,9%   | 1,9% |
| G7                         | 3,1% | 2,6%   | 2,5% |
| Asien ex Japan             | 7,5% | 7,0%   | 6,7% |
| Welt                       | 5,1% | 4,3%   | 4,3% |
| <b>Inflation</b>           |      |        |      |
| USA                        | 2,7% | 3,4%   | 2,6% |
| Japan                      | 0,0% | - 0,3% | 0,2% |
| Euro – 12                  | 2,1% | 2,1%   | 2,0% |
| UK                         | 1,3% | 2,1%   | 1,9% |
| G7                         | 1,9% | 2,3%   | 2,0% |
| Asien ex Japan             | 3,8% | 3,6%   | 3,6% |
| Welt                       | 3,9% | 4,0%   | 3,7% |

strebt sein könnten, dem potentiellen Inflationsdruck mit weiteren Zinserhöhungen entgegenzuwirken. Höhere Zinsen reduzieren erstens die Attraktivität von Aktien im Vergleich zu anderen Anlagekategorien; zweitens führt dies im Normalfall zu weniger Wirtschaftswachstum, was wiederum tendenziell zu tieferen Unternehmensgewinnen führt. Beide Punkte beeinflussen den Ausblick der Aktienmärkte negativ, und so könnte rasch ein schwieriges Umfeld entstehen, in dem sich Aktienpreise nur zögerlich entwickeln.

Bedrohlicher ist unserer Meinung nach jedoch die Gefahr, welche von einer Verlangsamung der US-Verbraucherausgaben ausgeht. Denn solange sich die Binnennachfrage in Europa und Asien nicht nachhaltig verbessert, bleibt der US-Konsum der wichtigste Impulsgeber der Weltwirtschaft. In den vergangenen Jahren ging von den USA trotz immer höherer Energiepreise ein stetiges Konsumwachstum aus. Finanziert wurde dieses Wachstum durch generelle Entlastungen der Privathaushalte, vornehmlich durch Steuer- und Zinssenkungen. Viele Amerikaner nutzten zudem das tiefe Zinsniveau und die steigenden Immobilienpreise und finanzierten den Konsum durch die immer höhere Beleihung ihrer Liegenschaften.

Nun ist kein weiterer Spielraum mehr vorhanden, weder für Zinssenkungen noch für Steuererleichterungen. Zudem gibt es erste Zeichen einer

Überhitzung des US-Wohnimmobilienmarktes in Kombination mit einer negativen Sparquote. In diesem Umfeld werden die aufgrund des Hurrikans Katarina nochmals stark gestiegenen Energiepreise zu einer beachtlichen Belastung der Kaufkraft jedes durchschnittlichen US-Verbrauchers führen. Wer sich in der Vergangenheit wagte, eine Wette gegen den US-Konsum einzugehen, hat meistens verloren. Trotz dieser langjährigen Weisheit raten wir im momentanen Marktumfeld, diese Entwicklung in den USA aufmerksam zu beobachten.

Sollten sich die Befürchtungen eines sich abkühlenden US-Konsums verflüchtigen, gehen wir auch für 2006 von weiteren Kursgewinnen bei Aktien aus, jedoch nicht mehr in der Höhe wie 2005. Die internationalen Aktienmärkte werden sich dabei tendenziell gleich

entwickeln wie die zugrundeliegenden Unternehmensgewinne.

In einem solchen positiven Szenario sehen wir, wie bereits im Jahr 2005, die besten Aussichten im japanischen Aktienmarkt. Das Vertrauen in strukturelle Verbesserungen wächst, die Arbeitslosenzahlen sinken, das Kreditvolumen steigt zusammen mit den Investitionsausgaben. Zudem wird die Zeit der Deflation bald enden, und die Bank of Japan könnte bereits 2006 von ihrer Null-Zins-Politik abweichen. Dies sollte insbesondere japanische Investoren dazu animieren, ihre sehr vorsichtige Anlagestrategie zu überdenken und Umschichtungen von Cash- und Bondanlagen hin zu Aktien oder Immobilieninvestments vorzunehmen. Viele Anleger fassen Vertrauen, dass Japans Wirtschaft nun in der Lage ist, das inländische Ausgabenwachstum unabhängig vom globalen Konjunkturzyklus aufrechtzuerhalten.

Diese vielversprechenden Aussichten für Japan werden sich auch positiv auf die anderen asiatischen Börsen auswirken. Allerdings sind gerade Emerging Markets immer auch besonders gefährdet bei aufkommender Nervosität betreffend des US-Konsums. Generell sind wir der Meinung, dass sich Aktienanleger 2006 aufgrund einiger dunkler Wolken auf ein weniger freundliches Klima für Aktieninvestitionen einstellen sollten als 2005. Es könnte ein turbulenter Flug auf der Kanonenkugel werden, falls die positive Stimmung aufgrund sich verbessernder Wirtschaftsdaten plötzlich in Nervosität über die weitere Zinsentwicklung oder den US-Konsum umschlägt. ■

### Which way now, equities?

Equity investors will fondly remember 2005. But which way are the equity markets headed in 2006? The key may lie in the United States where neither interest rate cuts nor further tax relief is likely to boost the markets. On the contrary: There are first signs of an overheating property market which, combined with a negative savings rate, may negatively impact consumer spending and slow down the markets. However, if fears of a substantial cutback in consumer spending will not materialize, we expect a further rise in equity markets albeit not as much as in 2005. In such a positive scenario our favorite remains Japan where trust in structural reforms grows, unemployment declines and credit volume expands in step with capital spending. A promising perspective in Japan will also positively impact other Asian markets. Overall we believe that investors should be prepared for a somewhat less benign environment than last year. 2006 might turn into a turbulent year if the good mood due to improving economic data turns nervous with a view to interest rates or U.S. consumer spending.