

further progress, although not as much as the yen. Two other recent notable market features have been the weakness in the U.S. and Canadian dollars, particularly the latter; and also weakness in the Australian and New Zealand dollars. Sterling has remained broadly stable against the U.S. dollar, implying a decline in its trade-weighted exchange rate.

Going forward, a key question is whether the U.S. dollar may now have fallen enough. Apart from trading rallies though, the potential for a sustained rebound appears limited in our view. Economic and interest-rate decoupling is a reality and will remain so. The dollar is not exceptionally cheap; lower rates imply that the dollar could itself become a funding currency for carry trades; the U.S. current account deficit remains substantial, if declining; and central bank reserve diversification is an ongoing process.

Commodities

Whilst the broader equity market continues to focus on the impact of the global credit crisis and its effect upon global growth, volatility will continue to feature. Over the medium term, BlackRock believes that demand for metals and minerals will not be severely impacted and we therefore remain bullish on the outlook for mining equities.

M&A is likely to continue as mining companies look to grow the output in an environment of limited organic supply growth, providing further opportunity within the sector. At the same time, the price/earnings ratios (P/Es) of many major equities are lower than they have been for years and company managements are returning record levels of surplus capital to shareholders.

We also remain confident on the long-term outlook for gold, with a high of more than US\$850/oz achievable. Strong jewellery demand, a growing interest in gold as a diversifier and stagnant mine supply will drive the price going forward. We believe that investors should have some exposure to the gold equity market.

www.blackrockinvestments.ch •

Globaler Marktausblick 2008

2007 war für die Aktienmärkte ein Jahr der Herausforderungen. Im Zug der Kreditkrise ist die Unsicherheit über die weitere Entwicklung gewachsen. Welche Richtung wird die Konjunktur in den verschiedenen geographischen Regionen und Märkten nehmen?

2008 werden die Finanzmärkte erneut auf die Probe gestellt und müssen sich im schwierigsten Umfeld seit der Konjunkturbelebung und dem Comeback der Aktienmärkte im Jahr 2003 behaupten. Die grösste Herausforderung liegt im fortgeschrittenen Konjunkturzyklus. In den letzten fünf Jahren lag das weltweite Wirtschaftswachstum jedes Mal über dem Langzeitdurchschnitt. Die solide Wirtschaftslage und eine deutliche Erholung der Gewinnmargen bescherten den Unternehmen hohe Gewinne, von denen wiederum die Aktienmärkte profitierten.

Das begonnene Jahr steht unter anderen Vorzeichen. Die weltweite Konjunktur befand sich Mitte 2007 in robuster Verfassung, hat sich seitdem aber abgekühlt. Die Wachstumsabschwächung dürfte im laufenden Jahr ein wichtiges Marktthema sein. Ein geringeres Wachstum wird auch die Gewinnsteigerungen der Unternehmen bremsen. Die Unternehmensgewinne haben ihren Zenit bereits überschritten und schwächen sich seither ab – ein Trend, der anhalten dürfte.

Die Konjunktur kühlt sich ab, darin sind sich alle einig. Über Ausmass und Dauer wird dagegen heftig debattiert, was nicht zuletzt auf die erheblichen erwarteten regionalen Unterschiede zurückzuführen ist. Das Epizentrum der Wachstumsverlangsamung bilden die USA, ausgelöst durch die ausserordentliche Schwäche des Immobilienmarktes, die durch die jüngste Straffung der Kreditkonditionen nochmals verschärft wurde. Es deutet sich eine längere Phase schwachen Wirtschaftswachstums in den USA an, wir rechnen jedoch nicht mit einer Rezession.

Abkoppelung war in den letzten Jahren unter den grossen Volkswirtschaften ein wichtiges Schlagwort. Die US-Konjunktur hat sich abgekühlt; diese Schwäche war aber nicht der wichtigste Einflussfaktor auf die wirtschaftliche Aktivität in anderen Ländern, in denen das Wachstum generell viel robuster war. Angesichts der Dollarschwäche und einer weiteren Straffung der Kreditkonditionen ist damit zu rechnen, dass diese Abkoppelung 2008 noch stärker auf die Probe gestellt wird.

Trotzdem gibt es ausserhalb der USA noch genügend Wachstumsfaktoren, die anderen Volkswirtschaften relativ starkes Wachstum ermöglichen dürften. Dies gilt vor allem für grosse Schwellenländer wie Brasilien, China und Indien.

In der Eurozone ist eine Mässigung des Wachstums wahrscheinlicher als ein starker Abschwung. Die europäischen Unternehmen haben zu ihrer Ertragsdynamik zurückgefunden, werden wahrscheinlich aber noch weitere Massnahmen ergreifen müssen. Für 2007 wird nach wie vor mit einem Gewinnwachstum je Aktie von 10% gerechnet; die Erwartungen für 2008 liegen auf ähnlichem Niveau. Wie in anderen Märkten bedeuten die hohen Gewinnmargen, dass das Potential für weitere Gewinnsteigerungen im Vergleich zu früheren Jahren zunehmend kleiner wird – vor allem in Anbetracht der Gewinnrisiken in der Finanzbranche. Die Finanzbranche ist der wahrscheinlich anfälligste Sektor, obwohl die diesbezüglichen Erwartungen bereits recht gering sind. Wir rechnen zwar nicht mit einem starken Gewinnrückgang, doch könnte es zur Jahreswende weitere Herabstufungen geben, wenn das niedrigere Gewinnprofil für den Finanzsektor und der allgemeine Konjunkturrückgang in die Analystenbeurteilungen einzufließen beginnen.

Die Restrukturierung macht sich in Europa weiterhin positiv bemerkbar, vor allem in einigen bisher ungeliebten Branchen wie Telekommunikation. Die Bewertungen europäischer Aktien sind noch nicht ausgereizt. Das Forward-KGV von 13 ist historisch betrachtet nicht hoch und sogar einer der bisher niedrigsten Werte in diesem Zyklus. Konservative KGVs sind durchaus angebracht. Angesichts des fortgeschrittenen Gewinnzyklus wäre es zu optimistisch, das künftige moderate Gewinnwachstum ausser acht zu lassen. Bei der Bewertung zwischen Anleihen und Aktien schneiden die Aktien besser ab als im Mai und Juni. Dies könnte die Fusions- und Übernahmefähigkeit wieder beleben, obwohl dies angesichts der Turbulenzen an den Kreditmärkten frühestens im zweiten Halbjahr 2008 der Fall sein dürfte.