

Investment Outlook 2005

Januar 2005

Gebietskörperschaften in angespannter Finanzlage

Wachstum kein Allerheilmittel

Die Schwellen- und Entwicklungsländer werden 2005 punkto Wachstum erneut die Nase vorn haben. Der Internationale Währungsfonds (IWF) rechnet mit einer Steigerung des Weltwirtschaftswachstums von 4.3% - für das vergangene Jahr erwartet der IWF eine kräftige Gesamtexpansion von 5%, was dem höchsten Zuwachs in drei Jahrzehnten entspräche. Die meisten Industrienationen werden sich jedoch mit tieferen Wachstumsraten begnügen müssen und bleiben mit einer sehr ungemütlichen Budget- und Verschuldungsentwicklung konfrontiert. Das aktuelle Wirtschaftswachstum reicht in vielen Ländern noch nicht aus - quasi automatisch - eine Verbesserung im Finanzhaushalt herbeizuführen. Die Brutto-Schulden Japans sind z.B. in den letzten Jahren auf über 160% des Bruttoinlandproduktes explodiert. Man erinnere sich der Kritik an die Adresse der Rating-Analysten, als diese damals das Tripple-A Rating Japans zu hinterfragen begannen. Die hartnäckig hohen Arbeitslosenzahlen, insbesondere in Europa, und die „Alterung“ der Gesellschaft sorgen für eine knifflige Ausgangslage. Strukturanpassungen sind notwendig; allein auf die Karte Wachstum zu setzen ist verführerisch, packt die Herausforderungen allerdings nicht im Kern an. Auch die Inkaufnahme einer Währungsabschwächung zur Überwindung von Leistungsbilanzproblemen (Bsp. USA) birgt beachtliche Risiken (Inflation, Portfolio-Umschichtungen, Risikoprämien-Ausweitung usw.). Ist die „Kontrolle“ über die eigene Währung einmal aus der Hand gegeben, ist eine Gegensteuerung nur noch schwierig zu bewerkstelligen und abhängig von der Bereitschaft Dritter. Aufgrund von Domino-Effekten hätte der Ausbruch eines „Währungskrieges“ schwerwiegende Folgen für das Finanzsystem. Eine Frage, die uns zudem beschäftigt, ist, wie sich der gefährliche Cocktail aus „Marketingblase“ und einer steigenden Verschuldung der Privaten Haushalte in den nächsten Jahren auf deren Verhalten auswirken wird. Auch die unbefriedigende Umschuldung Argentiniens bleibt wegen der Signalwirkung 2005 ein heisses Thema: Gläubiger haben ein besseres Gedächtnis als Schuldner. Angesichts der beschriebenen Herausforderungen trauen wir Rohstoffen vorerst - obschon real, und erst recht US-Dollar bereinigt, auf tiefem Niveau - ein eher bescheidenes Kurspotenzial zu. Spekulationen mit Edelmetallen sind hingegen wegen Währungsturbulenzen nicht auszuschliessen.

Unternehmungen wieder risikofreudiger

Im Gegensatz zu den Gebietskörperschaften hat sich die Finanzsituation bei den Unternehmungen wieder deutlich aufgehellt. Dies hängt u.a. damit zusammen, dass die Unternehmungen flexibler auf veränderte Marktgegebenheiten reagieren können und aus einem reicheren Set an Massnahmen schöpfen können. Einige Firmen, die als grosse Verlierer die Wirtschaftskrise durchschritten - inzwischen jedoch durch intelligente Massnahmen ihre Bilanzstruktur und Ertragslage verbessert haben -

dürften 2005 zu den grossen Kursgewinnern zählen. Sowohl organisches Wachstum als auch die Fähigkeit, mit einer umsichtigen Erschliessung neuer Wachstumspotenziale weiter zu wachsen, werden im jetzigen Marktzyklus wieder mit Kursavancen honoriert werden. Dabei muss das augenblickliche Treffen oder Übertreffen von Analystenerwartungen für langfristig orientierte Investoren nicht unbedingt im Vordergrund stehen.

Fusionskarussell kommt in Fahrt

Die Zahl an Fusionen, Akquisitionen und Kooperationen wird spürbar anziehen. Wir erwarten einige ausgesprochen interessante Transaktionen. In diesem Marktstadium werden vermehrt auch gleich starke Partner eine Verschmelzung suchen. Den Zusammenschluss mit einer bonitätsmässig schwächeren Unternehmung wollen vor allem europäische Firmen, ihren Aktionären (noch) nicht zumuten. Etliche Spitzenmanager haben erst kürzlich die Wichtigkeit eines attraktiven Kreditprofils betont. An der Marktumgestaltung partizipieren zunehmend Firmen aus Ländern wie China oder Indien. Begünstigt von einem schwachen US-Dollar und beflügelt von einem gewaltigen Wachstum auf dem Heimmarkt werden sie die Gunst der Stunde nutzen, um mit Akquisitionen in reifere Absatzmärkte hineinzuwachsen und um eine bessere Diversifikation zu erreichen.

Zinsen und Risikoprämien um Tiefpunkt

Wir teilen die Einschätzung der Bank of England und Vertretern der amerikanischen Federal Reserve Bank, wonach, aufgrund des historisch tiefen Zinsniveaus und stark gefallener Risikoprämien, einige Marktteilnehmer die „Verletzlichkeit“ der Finanzmärkte gegenwärtig unterschätzen und zu hohe Risiken eingehen. Ein Zinsanstieg (auch wenn es sich im nachhinein nur um einen „Zinsbuckel“ handelte) hat in den letzten 25 Jahren fast ausnahmslos prominente Opfer gefordert, wenn nicht sogar Finanzkrisen ausgelöst. Eine einseitige Wette auf tief bleibende Zinsen scheint auf dem heutigen Renditeniveau daher ausgesprochen riskant. Wir verfolgen diesbezüglich gespannt die weitere Entwicklung der beiden Giganten im US-Hypothekengeschäft Fannie Mae und Freddie Mac.

