

Schroders

Plädoyer für US-Aktien

Könnte sich das Blatt in den USA zum Guten wenden?

Anleger haben in den vergangenen Jahren einen Bogen um den US-Aktienmarkt gemacht und bevorzugt auf Schwellenmärkte mit Outperformance und alternative Anlageklassen gesetzt. In den vergangenen zwölf Monaten wurde die Baisse bei US-Aktien weiter befeuert durch den Abschwung (oder die Rezession) der US-Konjunktur, schlechte Performance des Aktienmarkts auf absoluter und relativer Ebene und die anhaltende Schwäche des US-Dollars. Aber wir haben dennoch das Gefühl, dass sich das Blatt langsam zum Guten wenden könnte und dass die Wirtschaft in nicht allzu langer Zeit aus dem derzeitigen Tief herauskommen wird. Auch der Dollar hat sich in den vergangenen Wochen stabilisiert, und es gibt erste Anzeichen für eine Schwäche in verschiedenen europäischen Volkswirtschaften – ein Hinweis darauf, dass sich die Konjunktur dort abkühlt.

Der Rückblick – schwere Zeiten

Die Schwäche im Immobilienmarkt zeigte sich erstmals Anfang 2007, als die Preise plötzlich stagnierten und in einigen der spekulativeren Märkte (Florida, Kalifornien, Las Vegas) sogar zu sinken begannen. Im weiteren Verlauf des Jahres gewann dieser Preisverfall an Fahrt und die Zahlungsausfälle bei den so genannten Subprime-Hypotheken nahmen zu, da viele dieser Darlehensnehmer mit dem Gegenwert ihrer Immobilien ins Negative rutschten und Probleme bei der Refinanzierung ihrer Darlehen hatten. Viele dieser Subprime-Hypotheken wurden durch Wertpapiere (hypothekenbesicherte Wertpapiere oder MBS) verbrieft, die bei Ausfall der Hypotheken an Wert verloren. Bald wurde deutlich, dass nicht nur Hedgefonds und Investmentfonds Inhaber dieser Papiere waren, sondern auch Investmentbanken, die diese Wertpapiere in großer Zahl in ihren Bilanzen hatten. Das führte im vierten Quartal 2007 und im ersten Quartal 2008 zu mehreren Abschreibungsrunden, als die Banken ihre Verluste aus den Beteiligungen an diesen Wertpapieren einschätzten. Das löste die so genannte Kreditkrise aus, weil man unsicher über die wahre Höhe der Verluste war. Denn die Banken lehnten es aus Angst vor dem Ausfallrisiko ab, sich untereinander Geld zu leihen.

Die Probleme in den Kreditmärkten hatten Folgen. Denn obwohl die US-Notenbank den Leitzins mehrfach kräftig senkte, kamen diese Senkungen nicht bis zum Verbraucher durch, da die Kreditgeber ihre Vergaberichtlinien immer mehr verschärften. Das verschlimmerte die Auswirkungen des rückläufigen Immobilienmarkts und verpasste zusammen mit den steigenden Energiepreisen und Arbeitslosenzahlen der Verbraucherstimmung und dem Konsum einen ordentlichen Dämpfer. Die Debatte verschob sich. Es ging nicht mehr darum, ob die USA in einer Rezession stecken oder nicht, sondern darum, wie lange diese Rezession anhalten würde.

Was passierte in dieser Zeit mit dem US-Dollar?

Der Dollar ging während dieser „schwierigen Periode“ auf eine relativ kontinuierliche Talfahrt. In den vergangenen Wochen jedoch gab es Anzeichen für eine Stabilisierung. Seit dem Tiefpunkt am 17. März gewann der Dollar gegenüber dem Yen um 6% und gegenüber dem Euro seit der Talsohle am 22. April (bis 30. April) um 4% an Wert (vgl. die folgenden 2 Grafiken).



Wechselkursrate – US-\$ pro Euro



Quelle: FactSet

Wechselkursrate – japanischer Yen pro US-\$



Quelle: FactSet

Die Rückgänge im vergangenen Jahr haben zu einem Allzeit-Tief beim handelsgewichteten Dollar-Index geführt, wie das nachstehende Diagramm von Credit Suisse belegt. Credit Suisse unterstreicht außerdem, dass ein Dollarzyklus in der Regel sieben Jahre dauert und wir uns im siebenten Jahr des aktuellen Rückgangs befinden ...

Handelsgewichteter US-\$-Index



Quelle: Credit Suisse

Was passierte in dieser Zeit mit dem Aktienmarkt?

Der S&P 500 erreichte am 9. Oktober 2007 seinen Höhepunkt und nach einem Rückgang von 17,9% am 10. März 2008 die Talsohle. Seit dem Tiefpunkt am 10. März ist der Markt um 9,0% gestiegen (bis Ende April 2008).

S&P 500 seit Höhepunkt am 9. Oktober 2007



Quelle: FactSet

US-Konjunktur – so schlecht, wie es scheint?

Im Mai spiegeln die meisten US-Konjunkturindikatoren das schwache Umfeld wider. Interessanterweise hat sich der Ton geändert: Man spricht nicht mehr von einer „Rezession“, sondern von einer „Rezession oder Fast-Rezession“. Die Kommentatoren stellen es nicht mehr als gegeben hin, dass die USA in einer Rezession stecken oder dass eine bevorstehe.

In ihrer jüngsten Prognose für 2008 geht die US-Notenbank von einem BIP-Wachstum der USA zwischen 0,3% und 1,2% aus. Obwohl die Fed damit ihre Schätzung vom Januar senkt, ist es beachtenswert, dass sie für dieses Jahr immer noch Wachstum erwartet. Verstärkt wird dieser Punkt durch die Tatsache, dass die wirtschaftlichen Leitindikatoren im April um 0,1% stiegen. Das verweist zwar auf eine Abschwächung der Wirtschaft, steht aber nicht im Einklang mit der Rezessionsthese.

Doch um nicht zu optimistisch zu erscheinen, müssen wir auch einige Schwächeindikatoren beachten. Zu den negativen Faktoren zählen beispielsweise steigende Arbeitslosenzahlen, insgesamt weniger Stellen außerhalb der Landwirtschaft und der Rückgang am Immobilienmarkt, um nur drei zu nennen. Die Immobilienpreise geben weiter nach, und es wird allgemein zugegeben, dass ein Ende dieser Entwicklung in absehbarer Zukunft nicht zu erwarten ist.

Kein Kommentar wäre vollständig, ohne den steigenden Ölpreis zu erwähnen. Zum Zeitpunkt des Schreibens lagen wir bei rund 135 \$ je Barrel gegenüber 96 \$ Ende 2007 (und 101 \$ zum Quartalsende). Diese Zahl wirkt sich mit Sicherheit negativ auf die Wirtschaft aus.

Die Reaktionen von behördlicher Seite wirkten stimulierend und sollten im weiteren Verlauf des Jahres zum Tragen kommen. Von den Steuernachlässen von Regierungsseite bis hin zu den verschiedenen Maßnahmen der Fed (nicht zuletzt die Leitzinssenkung um insgesamt 325 Basispunkte seit Sommer 2007) dürfte dies der Wirtschaft etwas Rückenwind geben.

Fazit: Die US-Wirtschaft ist zweifellos geschwächt. Bestenfalls könnte man sagen, sie ist nicht so schlecht wie erwartet.

Wie ist die Lage bei den amerikanischen Unternehmen?

Außerhalb des Finanzdienstleistungssektors war die Ausgangslage für Unternehmen in den USA bei Eintreten des Abschwungs sehr viel besser als in früheren Zeiten – die Lagerbestände und Unternehmensschulden waren auf relativ niedrigem Stand. Ein Argument dafür: Die Ertragschwäche konzentrierte sich 2007 auf die Sektoren Gebrauchsgüter und Finanzdienstleistungen – die Bereiche, die am stärksten vom Rückgang im Immobilienmarkt und von den Turbulenzen an den Kreditmärkten betroffen waren.

	Gewinnwachstum 2007	Erwartetes Gewinnwachstum 2008
Langlebige Gebrauchsgüter	(10,4%)	15,8%
Financials	(35,7%)	14,5%
Alle anderen Sektoren (Durchschnitt)	10,5%	10,2%
S&P 500	(3,4%)	12,5%

Quelle: Morgan Stanley (Gewinne pro Kalenderjahr, erwartete Gewinnsschätzungen zum 18. April 2008); Schroders

Interessanterweise werden für alle Sektoren 2008 Gewinnzuwächse gegenüber dem Vorjahr prognostiziert, der größte Teil davon für die zweite Jahreshälfte. Die Gewinne (und damit die Aktienkurse) sind daher mit einem gewissen Risiko behaftet, wenn sich das Umfeld dieser Unternehmen nicht erwartungsgemäß verbessert.

In der jüngsten Gewinnsaison zeigten einige Unternehmen der „realen Wirtschaft“ wie Caterpillar, Monsanto und IBM Stärke. Tatsächlich meldeten 62% der Unternehmen über den Erwartungen liegende Gewinne, viele davon in den Sektoren Basismaterialien, IT und Versorger. Bemerkenswert ist, die im Großen und Ganzen die Unternehmen die stabilsten oder steigende Gewinne ausweisen konnten, die einen großen Umsatzanteil außerhalb der USA verbuchen. Große Unternehmen können diesen Effekt am besten nutzen. Ende April lag der Prozentsatz des Gesamtumsatzes aus dem Ausland im S&P 500 bei 34,4%, beim Russell 2000 (für Unternehmen mit geringerer Marktkapitalisierung) hingegen nur bei 18,8%.

Aber ist der US-Aktienmarkt nicht zu teuer?

Auf Basis der letzten zwölf Monate gehen die aktuellen Bewertungen konform mit den Bewertungen nach dem Zweiten Weltkrieg. Sie liegen außerdem attraktiv unter den Zahlen der vergangenen 20 Jahre. Man muss bis in die Mitte der 90er Jahre zurückgehen, um KGVs auf diesem niedrigen Niveau zu finden.

	KGV letzte 12 Monate	Prognose KGV für 2008
S&P 500	16,1x	14,3x

Quelle: Morgan Stanley

Im Vergleich zur Nachkriegszeit und insbesondere zu den vergangenen 20 Jahren kann bei den aktuellen Bewertungen schwerlich sagen, das US-Aktien teuer seien.

	KGV im Durchschnitt seit 1945	KGV im Durchschnitt seit 1987
S&P 500	16,2x	22,3x

Quelle: Standard & Poor's, Schroders

Bewertungen in Rezessionen

Die nachstehende Tabelle zeigt Kurs-Gewinn-Verhältnisse zu Beginn und Ende der zehn Rezessionen nach dem Krieg.

Rezession:	S&P: KGV bei Rezession	
	Beginn	Ende
Nov. 1948 bis Okt. 1949	6,6x	7,2x
Juli 1953 bis Mai 1954	9,6x	11,2x
Aug. 1957 bis Apr. 1958	13,9x	15,4x
April 1960 bis Febr. 1961	16,3x	21,1x
Dez. 1969 bis Nov. 1970	15,9x	18,0x
Nov. 1973 bis März 1975	12,0x	9,9x
Jan. 1980 bis Juli 1980	6,7x	8,6x
Juli 1981 bis Nov. 1982	7,6x	11,1x
Juli 1990 bis März 1991	14,1x	17,9x
März 2001 bis Nov. 2001	25,5x	46,5x

Quelle: Standard & Poor's, NBER

Es ist bemerkenswert, dass in neun von zehn Fällen die Bewertungen am Ende einer Rezession höher lagen als bei ihrem Beginn. Die einzige Ausnahme bildet die Periode 1973–1975, die durch eine zweistellige Inflationsrate gekennzeichnet war (Höhepunkt bei 12,3% im Dezember 1974).

Und natürlich ist auch die Rezession 2001 ein Sonderfall, denn die KGVs waren zu Beginn hoch und stiegen noch viel höher als zuvor. Das kennzeichnet natürlich Ende und Platzen der Internetblase.

Sieht man einmal von dem klaren Ausreißer 2001 ab, so haben sich die KGVs zwischen Beginn und Ende einer Rezession in der Regel um zwei bis drei Punkte vergrößert.

Werden US-Aktien von US-amerikanischen Investoren gekauft?

Interessant ist, sich die Investmentfondszuflüsse in den USA anzuschauen. Aus der Tabelle geht hervor, dass US-Investoren 2004 die Begeisterung für US-Aktien verloren haben und letztes Jahr ins Negative gedreht hat. Beachten Sie die Zuflüsse in US-Aktienfonds.

	Neuzuflüsse netto (\$ Mrd.)
2004	180.393
2005	90.248
2006	46.165
2007	11.457
2008 (bis Ende März)	-23.677

Quelle: Strategic Insight

In den zwölf Monaten bis zum 31. März 2008 betragen die Nettoneuzuflüsse -49.138 Mrd. US-Dollar: ein Hinweis darauf, dass US-Privatanleger im vergangenen Jahr US-Aktien gegenüber negativ eingestellt waren.

Diesen Trend wollen wir nicht wegdiskutieren, aber wir wollen darauf hinweisen, dass Privatanleger es schon häufiger versäumt haben, sich einen Trendwechsel zunutze zu machen. Der kluge Investor weiß, dass es manchmal sehr rentabel sein kann, gegen den Strom zu schwimmen. Wir vermuten, dass wir an einem solchen Zeitpunkt angekommen oder kurz davor sind.

Ist die Talsohle durchschritten, oder war das nur ein Zwischentief?

Diese Frage lässt sich am besten aus der Geschichte beantworten. Wir beziehen uns auf eine Studie der Citigroup über die neun Rezessionen seit 1953, die folgende Ergebnisse liefert.

	Dauer der Rezession (Handelstage)	Handelstage in der Rezession, nach denen die Talsohle erreicht war	Rückgang des Aktienmarkts vom Höchst- bis zum Tiefpunkt
Bester Fall	126	30	-13,9%
Durchschnitt	216	108	-25,6%
Schlechtester Fall	337	261	-48,2%

Quelle: Global Financial Database, Haver und Citi Investment Research – US Equity Strategy. Im Durchschnitt gibt es 251 Handelstage im Kalenderjahr und 21 im Monat

Unsere Volkswirte sind der Ansicht, dass die USA gegen Ende des vergangenen Jahres in eine Rezession gerieten. Darüber hinaus ist unser US-Aktienteam der Ansicht, dass diese Rezession länger andauern wird. Würden wir hier voraussetzen, dass es sich um eine „durchschnittliche“ handelt, würde sie etwa bis Oktober andauern (216 Handelstage seit dem 31. Dezember 2007) und der Markt seinen Tiefststand ungefähr jetzt erreichen. Im schlimmsten Fall würde die Rezession bis März 2009 gehen und der Markt seine Talsohle im Dezember dieses Jahres erreichen.

Was spricht zurzeit für US-Aktien?

Da der US-Aktienmarkt weltweit der größte und liquideste ist, gehen wir davon aus, dass Anleger in diesem Markt investiert sein sollten. Es ist die Frage, wie stark die Gewichtung ist, und Anleger allgemein wohl seit einiger Zeit in den USA untergewichtet sind.

Der Gegenwind, mit dem US-Aktien seit einiger Zeit zu kämpfen haben, flaut unserer Ansicht nach langsam ab. Auch wenn Wirtschaftsabschwung unübersehbar ist, so haben sich die Aussichten seit Jahresende gebessert. Nach mehrjährigem Rückgang scheint der Dollar überverkauft, besonders im Vergleich zu den Währungen anderer Industriestaaten (bei Kaufkraftparität wirkt er gegenüber dem Euro und dem Pfund sehr preiswert). In den vergangenen Wochen gab es Anzeichen für eine Dollarstabilisierung. Auch hat sich die Volatilität an den Finanzmärkten wieder auf ein normales Maß eingependelt (der VIX Index hat jetzt den Stand erreicht, auf dem er sich zuletzt vor Beginn der Subprime-Krise im letzten Sommer befand) und auch die Risikobereitschaft nimmt wieder zu.

Man sollte daran denken, dass eine Erholung an den Aktienmärkten eher eintritt als die der Wirtschaft. Und da die Marktteilnehmer eine Erholung im weiteren Verlauf des Jahres vorwegnehmen werden, könnte sich der US-Aktienmarkt nachhaltig erholen. Viele Investoren sind bei US-Titeln untergewichtet. Unserer Ansicht nach wäre jetzt für sie eine gute Zeit, diese Untergewichtung zu überdenken und ihr Engagement bei US-Aktien langsam weiter auszubauen.

Der legendäre Finanzier Bernard Baruch riet einst: „Strohütte sollte man im Winter kaufen.“

Wichtiger Hinweis:

Die hierin geäußerten Ansichten und Meinungen stammen vom US Equities Team, und stellen nicht notwendigerweise die Ansicht von Schroder Investment Management dar. Nur für professionelle Anleger und Berater. Dieses Dokument ist nicht für Privatkunden geeignet.

Dieses Dokument dient nur Informationszwecken und ist keinesfalls als Werbematerial gedacht. Das Material ist nicht als Angebot oder Werbung für ein Angebot gedacht, Wertpapiere oder andere in diesem Dokument beschriebene verbundene Instrumente zu kaufen. Keine Angabe in diesem Dokument sollte als Empfehlung ausgelegt werden. Die hier enthaltenen Informationen werden als zuverlässig angesehen, aber Schroders Investment Management Ltd (SIM) gewährleistet nicht deren Vollständigkeit oder Richtigkeit. Dies ist kein Ausschluss und keine Beschränkung der Verpflichtung oder Haftung, die SIM gemäß dem Financial Services Markets Act 2000 (in seiner gültigen Fassung) oder einer anderen Gesetzgebung gegenüber seinen Kunden hat. Individuelle Investitions- und/oder Strategieentscheidungen sollten nicht auf Basis der Ansichten und Informationen in diesem Dokument erfolgen.

Herausgegeben von Schroder Investment Management Limited, 31 Gresham Street, London EC2V 7QA. Zugelassen und unter der Aufsicht der Financial Services Authority.