

Neue Privat Bank

Angst vor Stagflation Energie und Inflation: Zurück in die Siebziger Jahre?

- Nach einer über 3 Jahre dauernden Aufwärtsbewegung sind in den letzten Wochen die Aktienmärkte stark unter Druck geraten, wobei die Korrekturen in den Dividentiteln der Schwellenmärkte besonders heftig ausfielen. Es scheint, dass insbesondere Hedge Fonds und andere Investoren mit teilweise fremdfinanzierten Positionen massiv Titel verkauft haben, um ihre Risiken zu reduzieren. Noch weit heftiger fielen die Preisreaktionen auf die spekulativen Überreibungen am Gold- und Silbermarkt aus, nachdem das gelbe Metall im Jahresverlauf in der Spitze über 40% zugelegt hatte.
- Auslöser der jüngsten Kurskorrektur waren aufkeimende Inflationsängste, nachdem in den USA nicht nur die Teuerungsrate, sondern auch die Kerninflationsrate ohne Energiepreise in den letzten Monaten deutlich gestiegen ist. Die Verunsicherung nicht mindern konnten gewisse wankelmütig erscheinende Aussagen des neuen FED-Chef's Bernanke, die ihm an den Märkten prompt die Kritik eintrugen, ein „Flip-Flopper“ zu sein. Eine vertiefte Analyse der jüngsten Teuerungszahlen lässt darauf schliessen, dass die aktuellen Inflationsbefürchtungen übertrieben erscheinen. Die erwartete Abflachung der US-Konjunktur in den nächsten Monaten wird für eine Abflachung des Preisdrucks sorgen. Angesichts der globalen Wachstumsstärke scheint ein Rückfall in eine Stagflationsphase à la Siebziger Jahre wenig wahrscheinlich.
- Die fundamentale Bewertung der wichtigsten Aktienmärkte im historischen Vergleich lässt darauf schliessen, dass die Aktienmärkte aktuell keineswegs überbewertet sind, weist doch beispielsweise der EuroStoxx50 auf der Basis der für nächstes Jahr erwarteten Gewinn ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von unter 12 auf. Dennoch muss wohl vorerst mit einer Schaukelbörse gerechnet werden, bis sich die Unsicherheiten über den zukünftigen Verlauf der Teuerung verflüchtigen werden und sich ein Ende des Zyklus steigender US-Leitzinsen abzeichnet,

Steigende US-Kerninflation als Auslöser der Konsolidierung

Lange Zeit sind die meisten Marktbeobachter davon ausgegangen, dass die Inflation trotz massiv gestiegener Ölpreise kein Problem darstellt. Zwar ist vor allem in den USA die alle Komponenten umfassende Teuerungsrate schon seit mehreren Monaten auf deutlich über 3% gestiegen. Wenig Anlass zur Sorge bot lange Zeit aber die Kernrate der Inflation ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise, deren Stabilität vermuten liess, dass die Energiepreiserhöhungen nicht zu einem generellen Preisauftrieb führen würden. Entsprechend heftig war die Reaktion der Märkte, als sich in den letzten Wochen immer stärker abzeichnete, dass in den USA auch die Kernrate der Inflation deutlich nach oben gedreht hat. So ist diese auf Jahresbasis auf 2.3% und für die letzten drei Monate annualisiert gar auf 3.2% gestiegen. Kommt das Schreckgespenst einer wieder aufkeimenden Teuerung etwas verspätet doch noch und bekommen nun diejenigen Warner recht, die immer schon darauf hingewiesen haben, dass die Zentralbanken viel zu lange, viel zu grosszügig den Geldhahn aufgedreht gelassen haben. Dass mittlerweile auch etliche Entwicklungsländer steigende Inflationszahlen ausweisen, scheint in dieses Bild zu passen.

Gar keine Freude an den jüngsten Inflationszahlen scheint auch der neue US-Notenbankchef Ben Bernanke zu haben. Schien er vor wenigen Wochen in einer Rede noch eher die bevorstehende Abschwächung der US-Konjunktur zu betonen, haben für ihn nun die Inflationsrisiken klar überhand gewonnen. Diese verbale „Kehrtwende“ hat an den Märkten denn gleich auch Fragen zur Kompetenz und geldpolitischen Standfestigkeit des neuen „obersten“ Weltwährungshüters geführt und ihm prompt die Kritik eingetragen, ein „Flip Flopper“ zu sein.

Aufkeimende Stagflationsängste

Die Reaktion der Aktienmärkte wie auch der meisten Rohstoffmärkte ist wohl nicht zuletzt deshalb so harsch ausgefallen, weil die schlechten Inflationszahlen just in einem Moment kommen, indem sich immer mehr eine Abschwächung der Konjunktur in den USA abzeichnet. Die deutlich gestiegenen Zinsen und das Ende des Immobilienbooms, der eine der hauptsächlichen Stützen der starken Konsumnachfrage darstellte, scheinen langsam dafür zu sorgen, dass den US-Konsumenten das Geld nicht mehr so locker in der Tasche sitzt wie auch schon. Hinzu kommt, dass die stark gestiegenen Energiepreise für die amerikanischen Konsumenten wie eine Art zusätzliche Steuer wirkt, welche ihnen für andere Ausgaben weniger Spielraum lässt.

Steigende Zinsen und rückläufige Wachstumsraten, so die Folgerung, werden sich unweigerlich dämpfend auf die Gewinne der Unternehmen auswirken. In diesem Umfeld erstaunt es kaum, dass immer mehr Erinnerungen an die Siebziger Jahre wach werden, die im Gefolge zweier Erdölpreisschocks als Jahrzehnt der Stagnation in die Geschichte eingingen, mit hoher Inflation und flauem oder gar rückläufigem Wirtschaftswachstum.

Überzeichnete Inflationsrisiken

Es mag kaum erstaunen, dass ein neu ins Amt gekürter Notenbankchef keine Zweifel an seiner Entschlossenheit aufkommen lassen darf, die Preisstabilität als immer noch oberstes Ziel einer Zentralbank mit allen Mitteln zu wahren. Auf diesem Hintergrund sind denn auch die harschen Töne von Ben Bernanke zu den jüngsten unerfreulichen Inflationszahlen zu interpretieren, welche das FED offenbar auf dem falschen Fuss erwischt haben. Der Chef des US-Zentralbank wird wohl im Zweifel weiter auf der Bremse stehen und die Zinsen Ende Juni ein siebzehntes Mal hintereinander um 25 Basispunkte erhöhen.

Tabelle 1: Wachstums- und Inflationsprognosen

	Wachstum		Inflation	
	2006	2007	2006	2007
USA	3.4	2.8	3.3	2.4
EURO12	2.1	1.7	2.1	2
Schweiz	2.4	1.7	1.2	1.2
Japan	2.9	2.4	0.5	0.6

Quelle: Economist, Konsensusprognosen

Ein grosser Teil der Beschleunigung der US-Kerninflation lässt sich bei genauem Besehen auf die Mietpreissteigerungen zurückführen, die im Waren- und Dienstleistungskorb des Consumer Price Index immerhin mit rund 32% gewichtet sind. Es ist davon auszugehen, dass die auf Jahresbasis berechnete Kerninflation in den USA noch eine Weile um 2.5% verharren wird. Gleichzeitig wird aber die umfassende Teuerungsrate einschliesslich Energie von derzeit 3.6% auf das Niveau der Kernrate zurückkommen, falls keine weiteren massiven Preissteigerungen des Erdöls zu verzeichnen sind. Generell kann davon ausgegangen werden, dass strukturelle Faktoren wie der Margendruck aufgrund der globalen Güterproduktion und anhaltend hohe

Produktivitätssteigerungen die Inflation weltweit im Zaume halten. Auch kann man davon ausgehen, dass die Teuerung im „Inflationsrisikoland“ USA nur dann länger aus dem Ruder laufen wird, wenn die Volkswirtschaft weiterhin mit Volldampf oberhalb des Potentialwachstums von 3% bis 3.5% (erwartet für 2006: 3.7%) laufen wird. Ungeachtet der Inflationsrhetorik einzelner Vertreter der US-Notenbank sollte der Höhepunkt des aktuellen Leitzinszyklus mit 5.25% und 5.5% nicht mehr weit entfernt sein. Verschiedene Beobachter, die vor einer latenten Inflationsgefahr warnen, sehen sich in ihrer Sicht durch die steigenden Teuerungsraten in verschiedenen Entwicklungsländern bestätigt. So hat sich die Inflation beispielsweise in Thailand, Indonesien, Malaysia und den Philippinen wie auch in Indien deutlich beschleunigt. Dieser Anstieg der Teuerung geht in erster Linie auf spezifische Preiserhöhungen als Folge einer Reduktion der Subventionen für Benzin oder, wie in Indien, auf Engpässe im Bereich der Infrastruktur zurück. Positiv zu vermerken ist immerhin, dass in den anderen asiatischen Volkswirtschaften, wie China, Korea, Taiwan, Hong Kong und Singapur die Inflation vorerst unter Kontrolle ist. In China steigen zwar die Löhne, die viel wichtigeren Lohnstückkosten weisen dagegen dank anhaltenden Produktivitätssteigerungen immer noch nach unten.

Konjunkturverlangsamung zeichnet sich ab

Mehr und mehr werden auch Stimmen laut, welche auf mögliche Parallelen mit den Siebziger Jahren hinweisen, als steigende Energiepreise die Teuerung anheizten und gleichzeitig zu einer anhaltenden wirtschaftlichen Stagnation führten. Steigende Zinsen und das Ende des Immobilienbooms, so die Meinung dieser Konjunkturpessimisten, könnten insbesondere in den USA zu einer markanten Verlangsamung der Wachstums führen. So sind als Folge des massiven Anstiegs der Energiepreise die Ausgaben der US-Konsumenten für Energie in den letzten Jahren von etwa 4% auf 6% des verfügbaren Einkommens gestiegen; Geld das diesen Haushalten für andere Konsumausgaben nicht mehr zur Verfügung steht.

Gerade die letzten Jahre nach dem Börsencrash haben demgegenüber gezeigt, dass die Ausgaben der US-Konsumenten, die fast 70% des US-Bruttoinlandsproduktes ausmachen, ausgesprochen stabil sind. Es ist deshalb zu erwarten, dass sich die US-Konjunktur als Folge der markanten Leitzinserhöhungen von etwa erwarteten 3.6% auf knapp unter 3% im Jahre 2007 abschwächen wird. Eine stärkere Bremswirkung ist vor allem auch deshalb nicht zu erwarten, weil die globale Wirtschaft anhaltend hohe Wachstumsraten aufweist und vor allem Asien zu einem ausgesprochen wichtigen Konjunkturmotor geworden ist, von dem Amerika wie Europa enorm profitieren.

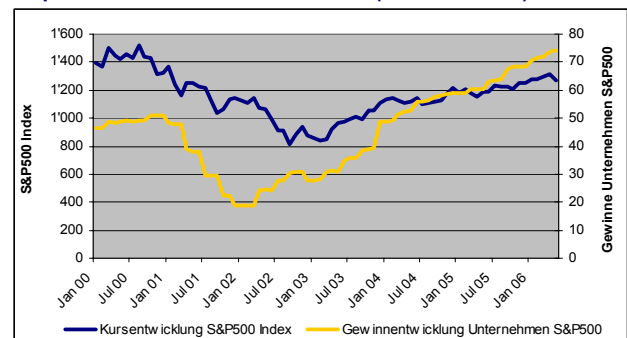
Längere Durststrecke an den Aktienmärkten?

Nach einer Phase von mehr als 3 Jahren mit steigenden Aktienkursen ohne namhafte Konsolidierung haben die Märkte in den letzten Wochen sehr heftig auf die wachsende Inflationsgefahr reagiert. Dabei sind die vorher stark gestiegenen Aktien von Unternehmen aus den Emerging Markets wie auch solche von Klein- und mittelkapitalisierten Firmen besonders stark unter die Räder geraten. Auch wenn der Zeitpunkt der Verkaufswelle überrascht haben mag, ist eine Konsolidierung von 10% bis 15% nach einer solch langen Phase steigender Aktienkurse allemal normal. Offenbar haben vor allem stark risikoexponierte Investoren, die wie gewisse Hedge Fonds zusätzlich Kredite einsetzen, ihre Positionen und damit auch ihre Risiken deutlich reduziert haben, was die teilweise massiven Abgaben an den Aktienmärkten erklären mag. Betrachtet man die fundamentale Bewertung der Märkte, fällt auf, dass vor allem der US-Aktienmarkt in den letzten 10 Jahren nie mehr so billig wie heute war. So ist beispielsweise der S&P500 auf der Basis der für 2007 erwarteten Gewinne mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von etwa 14.5 bewertet, während er in der Spitze im Jahre 2002 mit ei-

nem KGV von rund 43 notierte. Die vergleichsweise günstige Bewertung ist darauf zurückzuführen, dass die Gewinne der im Index vertretenen Unternehmen im Durchschnitt um rund 70% höher liegen als vor fünf Jahren. Ähnliches gilt auch für die Bewertung des EuroStoxx50 und des Swiss Market Index, die aufgrund der erwarteten Zahlen von 2007 mit einem KGV von 11.5 und 14.5 bewertet sind. Auch die Bewertung der Aktienmärkte der vielgepriesenen Schwellenländer ist bei einem durchschnittlichen KGV von 12 fundamental nicht überzogen.

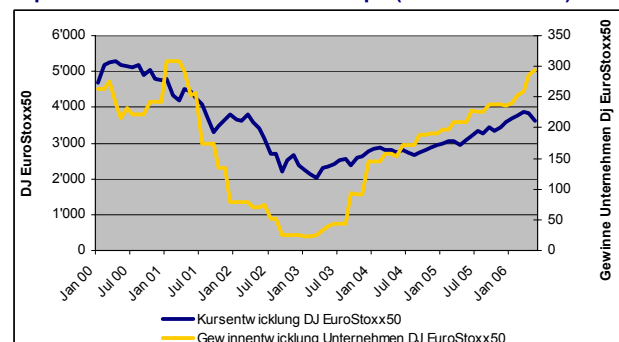
Eine weitere Schlüsselfrage dreht sich um die Verlässlichkeit des Gewinnwachstum der Unternehmen. Sind die Analysten immer noch zu optimistisch und muss nach einer mehrjährigen Phase mit stark gestiegenen Unternehmensgewinnen nicht mit einem deutlichen Abflachen oder gar rückläufigen Gewinnen gerechnet werden? Sicher ist, dass die Unternehmensgewinne nicht im gleichen Tempo wachsen können wie in den vergangenen Jahren und wir uns in den kommenden Jahren wohl mit einem etwas gemächlicheren Tempo zufrieden geben müssen. Die aktuelle, moderate Bewertung der Märkte scheint diese Entwicklung bereits in übertriebenem Ausmass vorweg zu nehmen (vgl. Graphiken).

Graphik 2: Kurse und Gewinne USA (S&P500 Index)



Quelle: Bloomberg

Graphik 3: Kurse und Gewinne Europa (DJ EuroStoxx50)



Quelle: Bloomberg

Trotz der vergleichsweise günstigen historischen Bewertung, die einen baldigen Wiederaufschwung der Märkte nahe legen würde, muss für die nächsten Monate mit einer Schaukelbörse gerechnet werden. Zur Zeit scheinen die Unsicherheiten bezüglich der Inflation und der zukünftigen Geldpolitik einfach allzu gross zu sein. Insbesondere stellt sich auch die Frage, wie die Volkswirtschaften der Schwellenländer mit dem gestiegenen Zinsniveau zurecht kommen. Bis sich nicht ein baldiges Ende des Zinszyklus in den USA abzeichnet, erwarten wir deshalb keine nachhaltige Erholung an den Aktienbörsen. Wir müssen uns wohl auf eine längere Durststrecke einstellen. Vorherige Kaufgelegenheiten würden sich nur dann ergeben, wenn der aktuelle Ausverkauf im Tempo der letzten Wochen weitergehen würde.

MR/20. Juni 2006