

11. April 2008

Stand der Dinge bei Finanzwerten

Bear Stearns, Gewinnwarnungen und eine neue Abschreibungswelle – die mit unschöner Regelmäßigkeit eintreffenden schlechten Nachrichten sorgen im Finanzsektor und bei Investoren für erhebliche Unruhe. Es ist daher an der Zeit für eine aktualisierte Darstellung unserer Einschätzung des Finanzsektors. Hier kommen sowohl ein Aktienspezialist als auch ein Experte für Unternehmensanleihen zu Wort.

Pieter Schop, Senior Investment Manager Global Equity

Die schwere Liquiditätskrise macht vielen Finanzdienstleistungsunternehmen zu schaffen. Auch wenn zahlreiche Investoren große Hoffnungen auf die von den geldpolitischen Entscheidungsträgern in den USA ergriffenen Maßnahmen setzen, können diese das Problem nur lindern, aber nicht lösen. Die Ursache des Problems ist nämlich in der prekären Lage der US-Verbraucher zu suchen, deren Schulden während der letzten sechs Jahre von 100 Prozent auf 140 Prozent ihres Einkommens gestiegen sind. Dadurch ist es zur Immobilienmarktblase gekommen.

Für Finanzdienstleistungsunternehmen lautet das Motto jetzt Deleveraging, das heißt Abbau der Fremdverschuldung im Verhältnis zu den Eigenmitteln. Banken und andere Finanzanbieter müssen ihre Kreditvergabe daher deutlich drosseln. In der Folge fällt die Eigenkapitalrendite vielfach von weit über 20 Prozent auf ein Level von 10 bis 20 Prozent. Dieser Prozess wird wahrscheinlich noch Monate, wenn nicht Jahre andauern. Der Immobilienmarktblase geht bereits seit sechs Monaten die Luft aus und immer noch gibt es keine Anzeichen für eine nachhaltige Erholung. Nach dem Platzen der IT-Blase in 2000 dauerte es sieben Jahre, bis die daraus folgenden Überkapazitäten vom Markt absorbiert wurden. Nach einer langen Phase von Überschussgewinnen könnte der Finanzsektor jetzt länger gedrückt bleiben, als man vermutet.

Gleichzeitig wird das Tagesgeschäft durch die fallenden Asset-Preise – nicht nur bei Immobilien, sondern auch bei Aktien – belastet. Erschwerend kommt hinzu, dass der Markt für alle Arten von strukturierten Finanzprodukten, wie beispielsweise CDOs (Collateralized Debt Obligations), praktisch zum Erliegen gekommen ist. Während diese Produkte hohe Gewinnspannen aufwiesen, erleben wir jetzt eine

Verlagerung hin zu Produkten mit niedrigeren Gewinnspannen wie z. B. Geldmarktfonds. Die hohe Volatilität an den Märkten führt bei der Anlegerschaft zu extremer Vorsicht und infolgedessen zu sinkenden Handelsergebnissen.

Aufgrund der beschriebenen Probleme mussten Finanzdienstleistungshäuser in den letzten Monaten erhebliche Abschreibungen vornehmen. Der Markt hinkt der Entwicklung hinterher und wird immer wieder aufs Neue vom Ausmaß der Abschreibungen und dem Tempo, mit dem Assets an Wert verlieren, überrascht. Beispielhaft für diese Entwicklung ist die Schweizer Bank Credit Suisse, die nur zwei Wochen nach Veröffentlichung ihres Quartalsergebnisses weitere massive Abschreibungen ankündigte. Auch Banken wie Citigroup, Merrill Lynch und UBS mussten herbe Verluste hinnehmen und in Milliardenhöhe abschreiben. Die Kapitalquoten verschlechtern sich rapide und erfordern massive Kapitaleinschüsse. Bei bestehenden Aktienbeteiligungen führt dies zu einer Verwässerung ihres Wertes.

Aber das ist nur eine Seite der Medaille. Bei Gewerbeimmobilien, Leveraged Loans und so genannten Alt-A-Mortgages (Hypotheken, die besser als „Subprime“, aber schlechter als „Prime“ sind) ist es bisher nur in geringem Umfang zu Abschreibungen gekommen. So hat der durchschnittliche europäische Finanzdienstleister bisher 5 Prozent seines Bestands an Alt-A-Krediten abgeschrieben. Die Gefahr weiterer Abschreibungen ist indes hoch. Zudem drohen weitere Abwärtskorrekturen der Nettoinventarwerte (NAV), zusätzliche Kapitaleinschüsse und niedrigere Dividenden. Bei oberflächlicher Betrachtung können Finanztitel im Hinblick auf ihr KGV, ihren NAV und die Dividendenrendite durchaus attraktiv erscheinen. Man sollte diese Zahlen jedoch mit der gebotenen Skepsis prüfen.

Auch wenn die Finanzmärkte eine Wende zum Besseren stets um ein paar Monate vorwegnehmen, sollten wir vorsichtig bleiben. Aus diesem Grunde meiden wir amerikanische Hypotheken- und Investmentbanken weitestgehend bei der Zusammenstellung unserer Portfolios. Die Liquiditätskrise wird überdies Risiken für Banken schaffen, die bei ihrer Finanzierung von anderen Banken abhängen. Starke Player dürften indes längerfristig von den aktuellen Problemen ihrer Wettbewerber profitieren. In geografischer Hinsicht ziehen wir die Aktien von Finanzdienstleistern in Schwellenländern vor, wie der brasilianischen Unibanco, sowie Aktien von Banken, die ihre Gewinne überwiegend in diesen Märkten erwirtschaften, wie Standard Chartered, BBVA und DBS.

Han Rijken, Leiter Investment Grade Credits & ABS

Für den ING Euro Credit Fund setzen wir in erster Linie auf die stärker am Privatkundengeschäft orientierten Banken. Diese Banken verfügen über solide Finanzquellen, wie beispielsweise das Einlagengeschäft mit Privatkunden. Das Problem von Investmentbanken wie Bear Stearns besteht darin, dass sie keine Privatkunden mit Sparkonten haben, sondern für ihre Finanzierung völlig von anderen Banken abhängen. Und das ist vor dem Hintergrund der aktuellen Vertrauenskrise und illiquider Geldmärkte äußerst risikoreich.

Über den Euro Credit Fund investieren wir gleichwohl in auf Euro lautende Anleihen, die von US-amerikanischen Investmentbanken herausgegeben werden. Darauf entfallen momentan 2,1 Prozent unseres Portfolios. US-Finanzwerte machen 9,5 Prozent des Portfolios aus. Die überwiegende Mehrheit der im Fonds gehaltenen Bankanleihen stammen von soliden und finanzkräftigen europäischen Retail-Banken, die zu den führenden Häusern ihrer jeweiligen Regionen zählen. Bei nachrangigen Schuldverschreibungen von Finanzinstituten bleiben wir bei unserer Übergewichtung, da die Spreads (emittenten-spezifischer Risikoaufschlag auf den risikofreien Zinssatz) mittelfristig außerordentlich attraktiv sind.

In den letzten Monaten spielten vor allem technische Faktoren, wie Zwangsverkäufe, eine wichtige Rolle. Hedgefonds und andere Investoren mit (übermäßig)

hohem Fremdmittelanteil sahen sich gezwungen, Kapitalanlagen abzustoßen. Zudem zeichnete sich ab, dass die zunehmend schwierige Situation am Geldmarkt den Banken die Liquiditätsversorgung zusehends erschwerte. Daher waren sie zum Verkauf von Wertpapieren gegen Bares gezwungen. Glücklicherweise sprangen die Notenbanken schnell in die Bresche und pumpeten wiederholt Liquidität in die austrocknenden Geldmärkte.

In letzter Zeit war zu beobachten, dass – ungeachtet der Qualität der einzelnen Kredite bzw. der emittierenden Institutionen – massiv Bestände abgestoßen wurden. Bei allen Bankdarlehen weiteten sich die Spreads aus. Man schaue sich beispielsweise den iTraxx Financials Index an, einen Korb, der die Titel von 23 verschiedenen europäischen Banken enthält. Der Markt geht bereits jetzt davon aus, dass fünf dieser 23 Banken innerhalb der nächsten fünf Jahre zusammenbrechen werden. Wir halten das allerdings für eine gewaltige Übertreibung. Banken scheitern – sogar häufiger als andere Unternehmen –, aber es kommt selten zum Konkurs. Das rührt daher, dass Banken auf ein Sicherheitsnetz (d. h. die Zentralbanken) zurückgreifen können. Auch wenn Bear Stearns nicht unmittelbar der Aufsicht der Fed unterstand, so wurde der Bank dennoch indirekt über JP Morgan aus der Patsche geholfen. Dies gilt ähnlich für das britische Finanzunternehmen Northern Rock, dem die Bank of England rettend zur Seite sprang. In diesen Fällen müssen die Zentralbanken abwägen, ob der Zusammenbruch einer Bank eine Gefahr für das Finanzsystem darstellen würde.

Die von den europäischen Banken erst kürzlich herausgegebenen Jahresgeschäftsergebnisse zeigen deutlich, wie stark zahlreiche Banken von der Subprime-Krise in Mitleidenschaft gezogen wurden. Positionen bei Structured-Credit-Produkten wurden weitgehend aufgelöst. Die Zahl der Banken, die es besonders schwer getroffen hat (z. B. Citigroup, Merrill Lynch, UBS) ist indes gering. In der ersten Hälfte dieses Jahres könnte es allerdings noch zu weiteren Abschreibungen kommen.

Wir gehen davon aus, dass die hohe Volatilität infolge weiterer Zwangsverkäufe und einer neuen Abschreibungswelle über die nächsten Monate

anhalten wird. Überdies kann eine relativ kleine Verkaufsoffer an einem illiquiden Markt überproportionale Folgen für die Preisgestaltung haben. Die Spreads können sich noch stärker ausweiten. Gleichwohl werden Anleger derzeit mit einer äußerst attraktiven Prämie für Kreditrisiko, Volatilität und Illiquidität vergütet. Wir sind nach wie vor davon überzeugt, dass die Spreads mittelfristig sehr attraktiv sein werden.

11. April 2008

Stand der Dinge bei Finanzwerten

Taktische Asset-Allokation: leichte Untergewichtung von Aktien, neutrale Gewichtung von Finanztiteln

Im März änderten wir unsere neutrale Position bei Aktien/Anleihen zu einer leichten Untergewichtung von Aktien gegenüber Anleihen. Das lag im Wesentlichen an der komplizierten Wirtschaftssituation in den USA. Das gestiegene Rezessionsrisiko in den USA geht mit einer Kreditverknappung sowie hohen Öl- und Lebensmittelpreisen einher.

Entsprechend rechnen wir für dieses Jahr mit einem starken Rückgang der Unternehmensgewinne (um über 10 Prozent). Die Bewertungen des Finanzsektors sind jetzt nach dem Einbruch der Aktienkurse günstig. Negativmeldungen könnten sich hier indes belastend auswirken. Taktisch halten wir bei Finanzwerten eine neutrale Position, was zum Teil darauf beruht, dass wir weitere Zinssenkungen durch die Fed erwarten. Dies sollte für Stabilität sorgen.

Abnehmende Risikobereitschaft

Zahlreiche Wirtschaftsindikatoren deuten auf eine immens gestiegene Rezessionsgefahr in den USA hin. Der Preisauftrieb, den wir während der letzten Jahre an den Rohstoffmärkten beobachtet haben, hat zudem wiederum das Inflationsgespenst heraufbeschworen. Aktien haben weltweit an Boden verloren, während Staatsanleihen aus OECD-Ländern sich weiterhin großer Beliebtheit erfreuen. Derweil verschlechterte sich die Situation an den Unternehmensanleihemärkten, wobei die Spreads der risikoreicheren Fixed-Income-Kategorien sich ständig ausweiteten.

Für die ersten beiden Quartale des Jahres erwarten wir in den USA ein leicht negatives Wachstum, gefolgt von einer allmählichen U-förmigen Erholung in der zweiten Jahreshälfte. Noch bis 2009 wird das Wachstum wohl unter dem langfristigen Durchschnittswert von ca. 2,5 Prozent verharren.

Trotz der anhaltenden Probleme im Finanzsektor gibt es doch einige Faktoren, die unsere Vision einer nur milden und kurzfristigen konjunkturellen Schwächephase in den USA stützen. Die von der Fed an den Tag gelegte geldpolitische Entschlossenheit spielt dabei eine besonders wichtige Rolle. Wir gehen davon aus, dass die amerikanische Notenbank die Zinsen weiter senken wird, bis im dritten Quartal ein Niveau von einem Prozent erreicht ist. Auch die nach wie vor gesunden Unternehmensbilanzen und der schwache Dollar mit seiner positiven Wirkung auf die Exporte geben Anlass zur Hoffnung. Zudem lauern hoch liquide ausländische Investoren (staatliche Investmentfonds aus Asien und dem Mittleren Osten) bereits auf günstige Anlagechancen bei attraktiven Bewertungen.

Talsole in Sicht

Für die kommenden Monate rechnen wir aufgrund der anhaltenden Unsicherheit mit weiterhin hoher Volatilität an den Aktienmärkten. Die Aktienmärkte dürften dann im Sommer die Talsole erreichen, während die Erträge wohl in der ersten Hälfte 2009 auf ihren tiefsten Stand sinken werden. Die Finanzwerte sollten indes – vor allem aufgrund der Bewertungsunterschiede – früher und stärker als zyklische Titel anziehen. Wir gehen davon aus, dass die Aktienkurse weltweit gegen Jahresende wieder steigen werden. Allerdings werden sich negative Aktienrenditen auf das gesamte Jahr 2008 hochgerechnet wohl nicht vermeiden lassen.

An den Unternehmensanleihemärkten geht man eindeutig von einem stärkeren Konjunkturunbruch in den USA aus, als dies an den Aktienmärkten der Fall ist. Nach unserem Dafürhalten werden die Anleihemärkte derzeit zu sehr von Stimmungs- und technischen Faktoren beeinflusst (wie z. B. Zwangsverkäufen) und nicht genug von den Rahmendaten risikoreicherer Papiere. Angesichts unserer leicht untergewichteten Position von Aktien gegenüber Anleihen sind wir der Meinung, dass die Chance einer Outperformance bei den risikoreicheren Bond-Kategorien größer ist als bei Aktien.

Rechtliche Hinweise:

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen dienen ausschließlich informativen Zwecken und stellen auf keinen Fall ein Angebot, insbesondere einen Prospekt oder eine Aufforderung zum Handel, Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, bzw. zur Teilnahme an einer Handelsstrategie, dar. Diese Publikation ist ausschließlich für professionelle Anleger bestimmt. Obwohl der Inhalt dieser Publikation mit großer Sorgfalt zusammengestellt wurde, können wir keine - weder ausdrückliche noch stillschweigende - Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben übernehmen. Wir behalten uns das Recht vor, jederzeit und unangekündigt Änderungen oder Aktualisierungen der in dieser Publikation enthaltenen Informationen vorzunehmen. Weder ING Investment Management (die für diesen Zweck ING Asset Management (Europe) B.V. als Rechtsperson angibt) noch irgendeine andere zur ING-Gruppe gehörende Gesellschaft oder Körperschaft noch irgendwelche Vorstandsmitglieder, Geschäftsführer oder Mitarbeiter können direkt oder indirekt für irgendwelche in dieser Publikation enthaltenen Informationen und/oder Empfehlungen haftbar oder verantwortlich gemacht werden. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind auf keinen Fall als Erbringung einer Investmentdienstleistung zu verstehen. Wenn Sie Investmentdienstleistungen in Anspruch nehmen möchten, wenden Sie sich bitte an unser Büro, das Sie gerne näher beraten wird. Die Verwendung der in dieser Publikation enthaltenen Informationen erfolgt ausschließlich auf eigene Gefahr. Wir sind weder direkt noch indirekt für irgendwelche Verluste oder Schäden, die dem Leser durch die Verwendung dieser Publikation oder durch eine darauf basierende Entscheidung entstehen, haftbar. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie, dass der Wert der Anlage steigen oder sinken kann und die Wertentwicklung in der Vergangenheit nicht notwendigerweise aussagekräftig für die Wertentwicklung in der Zukunft ist und in keinem Fall als aussagekräftig betrachtet wird. Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen sind streng vertraulich und dürfen zu keinem Zeitpunkt ohne unsere vorherige Zustimmung kopiert, vervielfältigt, verbreitet oder Dritten zugänglich gemacht werden. Jegliche Ansprüche, die sich aus oder im Zusammenhang mit den Bedingungen dieses Haftungsausschlusses ergeben, unterliegen niederländischem Recht. Für alle in dieser Publikation genannten Produkte oder Wertpapiere gelten andere Risiken und Geschäftsbedingungen, die von jedem Anleger vor einem Anlagegeschäft einzeln durchzulesen sind. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen stellen auf keinen Fall eine Werbung für den Kauf oder Verkauf von Kapitalanlagen bzw. für die Zeichnung von Wertpapieren dar. Bezüglich der in dieser Publikation genannten Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise weitere Informationen über bestimmte für diese Produkte oder Wertpapiere geltende Beschränkungen aufgrund der jeweiligen gesetzlichen Bestimmungen erforderlich. Diese Publikation ist nicht als Werbung für den Kauf oder Verkauf von Kapitalanlagen bzw. für die Zeichnung von Wertpapieren gedacht und auch nicht für Personen in Ländern bestimmt, in denen die Verbreitung solcher Materialien aufgrund geltender Vorschriften oder Gesetze verboten ist. Allein verbindliche Grundlage für den Erwerb von ING Investmentfonds sind die jeweiligen Verkaufsprospekte mit Risikohinweisen und ausführlichen Informationen, die Sie kostenlos bei ING Asset Management B.V., Niederlassung Deutschland, Westhafenplatz 1, 60327 Frankfurt am Main, oder unter [www.ing-investments.de] erhalten.

Über ING Investment Management:

ING Investment Management ist der globale Asset Manager der ING-Gruppe. Mit annähernd Euro 400 Milliarden Euro Assets under Management, vertreten in 31 Ländern und mehr als 2.500 Mitarbeitern, gehört die ING Investment Management (ING IM) weltweit zu den Top 25 im Asset Management. ING IM Europe hat Niederlassungen in 15 europäischen Ländern mit Euro 160 Milliarden Assets under Management. ING Investment Management bietet Investmentlösungen für den ING Unternehmensverbund, für ING Versicherungsunternehmen, institutionelle Kunden und Vertriebspartner. Die breite Palette von Investment-Strategien in Kombination mit den Distributionskanälen der ING-Gruppe zu Privatanlegern und institutionellen Anlegern, ermöglicht es ING Investment Management, allen seinen Kunden, sowohl in Europa als auch auf globaler Ebene, integrierte Lösungen im Finanzdienstleistungsbereich anzubieten.

Kontakt

Birgit Stocker
-Head of PR Germany-
ING Investment Management
Westhafenplatz 1
60327 Frankfurt am Main

T: +49 69 50 95 49 - 15
Email: birgit.stocker@ingim.com
Web: www.ing-investments.de