

„Japankrise und Staatsverschuldung halten Finanzmärkte in Atem

Zins-, Währungs-, Aktienmarktausblick für das 2.Quartal

- **Japankatastrophe und Libyenkrise drückten 1. Quartal**
- **Europa /USA: Wirtschaft weiter auf Wachstumskurs**
- **Chancen für risikobereite Investoren**
- **Hohe Staatsverschuldung bleibt im Fokus**

Das 1. Quartal war durch unerwartete Ereignisse in der arabischen Welt sowie durch die Katastrophe in Japan belastet. Dennoch wurden die Auswirkungen des japanischen Erdbebens sowie die damit einhergehende Nuklearkatastrophe bis dato auf den globalen Finanzmärkten verhältnismäßig moderat aufgenommen. Trotz allem wird sich das BIP-Wachstum in Europa und den USA 2011 weiter fortsetzen. In Japan könnte sich infolge der enormen Kosten eine rezessive Phase einstellen, im Euroraum bleibt das Nord/Süd-Wachstumsgefälle intakt. Das niedrige Zinsumfeld unterstützt die Fortsetzung der moderaten wirtschaftlichen Erholung. In den Emerging Markets (Lateinamerika, Asien, CEE) wird das reale Wachstum vergleichsweise höher ausfallen. Hohe öffentliche Verschuldungen sind zwar infolge der aktuellen Ereignisse in den Hintergrund getreten, werden aber nicht aus dem Blickfeld der Kapitalmärkte verschwinden. „Das Umfeld an den internationalen Finanzmärkten wird auch im 2. Quartal fragil bleiben“, stellt Fritz Mostböck, Leiter des Bereichs Research der Erste Group, fest. „Nicht nur die schwer einschätzbare Situation in Japan, sondern auch hohen Staatsverschuldungen, ansteigende Rohstoffpreise und Inflationsängste sorgen für Herausforderungen. Ein selektives Vorgehen in einzelnen Märkten und Anlageklassen erscheint daher ratsam.“ Insgesamt ergeben sich infolge des Niedrigzinsumfeldes Chancen in ausgewählten Aktienmärkten (USA, Emerging CEE) sowie bei risikoreicheren Anlageformen (z.B. EUR-Corporate Bonds High Yield).

EZB hebt Leitzins voraussichtlich, FED wartet ab

Die Eurozone profitierte in der ersten Phase der wirtschaftlichen Erholung insbesondere von der Außennachfrage. Heuer könnte vor allem die Inlandsnachfrage solide zum BIP-Wachstum beitragen. Die durchschnittliche Auslastung der Produktionskapazitäten hat Niveaus erreicht, die eine positive Investitionsdynamik und damit auch Impulse für die Beschäftigung erwarten lassen. „Konjunkturdämpfend könnte die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte wirken“, meint Gudrun Egger, Leiterin Major Markets & Credit Research der Erste Group. Trotz des moderaten Wirtschaftswachstums ist die Inflation bereits stärker als erwartet angestiegen. „Dies ist vorwiegend auf die Energie- und Nahrungsmittelpreisanstiege zurückzuführen.“ Die EZB hat die Wortwahl in der Pressekonferenz Anfang März bereits verschärft und wird aller Voraussicht nach am 7. April den Leitzinssatz um 25 Basispunkte anheben. Dadurch sollen rechtzeitig die weiter steigenden Inflationserwartungen eingedämmt werden. Die Renditen bilden die unmittelbar bevorstehende Zinserhöhung bereits ab. „Nachdem wir langsame Zinsschritte von maximal 25 Basispunkten pro Quartal prognostizieren, rechnen wir im 2. Quartal mit nur leicht schwächeren Rentenmärkten“, so Egger

Für die **USA** wird im zweiten Quartal ein solides Wirtschaftswachstum erwartet. Die Schätzung der Erste Group Analysten beläuft sich hier auf etwa 2,5% bis 3% für das Jahr 2011. Dies würde im Wesentlichen der Dynamik der letzten Quartale entsprechen. Die US-Notenbank FED hat sich bereits deklariert und den jüngsten Anstieg der Inflationsraten als vorübergehend bezeichnet. Somit liest die Notenbank daraus derzeit keinen Handlungsbedarf ab. Das größte Risiko für Staatsanleihen ist - aufgrund der mangelnden Budgetkonsolidierung - in einem Vertrauensverlust internationaler Investoren zu sehen. Einen nachhaltigen Anstieg der längerfristigen Renditen über Niveaus hinaus, die wir dieses Jahr bereits erreichten, erwarten wir erst Ende des Jahres, sobald

die Notenbank beginnt, die Zinsen anzuheben. Für das Verhältnis von Euro zu US-Dollar zeichnet sich weiterhin kein klarer Trend ab.

Die interessantesten Entwicklungen während der kommenden Monate und des gesamten Jahres werden in jenen **CEE** Ländern sein, die bisher der regionalen Erholung hinterher hinkten. Ungarn und Rumänien sollten aus der Schwächephase herauskommen, während aus Kroatien bisher kaum Anzeichen für ein Anspringen der Konjunktur kam. Die anderen Länder sollten im Wesentlichen ihre Wachstumsraten des Vorjahres halten können. Für die Zins- und Währungsmärkte in der Region zeichnen sich keine stärkeren Bewegungen ab. Globale Ereignisse könnten daran jederzeit etwas ändern, wobei die Auswirkungen der Krise in Libyen und des Erdbebens in Japan auf die CEE-Finanzmärkte sehr gering und kurzlebig waren. Dies liegt daran, dass seit der Krise 2008/09 die Leistungsbilanzdefizite massiv abgebaut wurden. Außerdem wurden Schritte zur Reduktion der Haushaltsdefizite in den meisten Ländern bereits gesetzt. Ausnahmen in dieser Hinsicht bilden Polen (Budgetdefizit) und die Türkei (Leistungsbilanzdefizit), die unter Kontrolle gebracht werden müssen.

Aktienmärkte: USA und CEE übergewichten

Europa: Die Divergenz der Performances zwischen den einzelnen Sektoren im Stoxx 600 hat zuletzt zugenommen. Die Veränderung der Gewinnerwartungen relativ zur Kursentwicklung der Sektoren hat sich damit zum ersten Mal seit zwei Jahren wieder umgekehrt. „Das ist als Zeichen dafür zu werten, dass die fundamentale Unsicherheit am Aktienmarkt angestiegen ist so Hans Engel, Analyst für internationale Aktienmärkte in der Erste Group. „Ich gehe von einem Seitwärtstrend aus, in dem es aber zu einer deutlichen Differenzierung zwischen einzelnen Branchen kommen wird.“ Europäische Aktien (Developed Europe) sollten in einem globalen Portfolio untergewichtet werden. Die besseren Gewinnrevisionen sprechen allerdings deutlich für Aktien aus CEE. Deshalb sollten in einem Europa- bzw. globalen Portfolio osteuropäische Aktien übergewichtet werden.

USA: Die weiterhin positive Aktienmarktentwicklung wird sehr stark von der Ausweitung der Bilanzsumme der US-Notenbank unterstützt. Aktuell ist das QE2-Programm aktiv, im Zuge dessen die FED unter anderem Staatsanleihen von Investoren aufkauft und damit den Anleihenmarkt stützt. Offensichtlich finden die dadurch realisierten Mittel ihren Weg in den Aktienmarkt. Für die US-Aktienindizes sind die Aussichten im kommenden Quartal als leicht positiv einzuschätzen. Der Aufwärtstrend zu Beginn des zweiten Quartals wird sich weiter fortsetzen, allerdings mit nachlassender Dynamik. Hinsichtlich der Sektorentwicklung, insbesondere im Energiebereich, ist eine überdurchschnittliche Entwicklung zu erwarten. Vorerst dürften aber die guten Unternehmensergebnisse die negativen klar überwiegen und das Sentiment sollte damit positiv bleiben. „Wir erwarten deshalb eine Outperformance von US-Aktien und empfehlen, diesen Markt im zweiten Quartal überzugewichten“, so Engel's Einschätzung zum US-Aktienmarkt.

Japan: Auch im zweiten Quartal bleibt die Unsicherheit in Japan bestehen. Diese Ungewissheit sollte sich aber sukzessive verringern. Es ist davon auszugehen, dass die Panik am Aktienmarkt einer realistischen Betrachtung der Situation nach und nach weicht. Die günstige Bewertung japanischer Aktien bietet dem Aktienmarkt weiterhin eine wichtige Stütze. Wir rechnen somit mit einer Performance der japanischen Leitindizes, die sich nicht wesentlich von jener der etablierten Aktienmärkte unterscheidet und empfehlen daher eine neutrale Gewichtung japanischer Aktien.

Erste Group Research

Fritz Mostböck, Leiter Group Research,
Gudrun Egger, Leiterin Major Markets & Credit Research,
Hans Engel, Analyst Internationale Aktienmärkte,

Zusammenfassung

Fritz Mostböck

Konjunktur

Das BIP-Wachstum wird sich trotz der Katastrophe in Japan in den USA und in Europa in den kommenden Quartalen 2011 fortsetzen. In Japan könnte sich infolge der enormen Kosten eine rezessive Phase einstellen, im Euroraum bleibt das Nord/Süd-Wachstumsgefälle intakt. Das niedrige Zinsumfeld unterstützt die Fortsetzung der moderaten wirtschaftlichen Erholung. In Emerging Markets (Lateinamerika, Asien, CEE) wird das reale Wachstum vergleichsweise höher ausfallen. Hohe öffentliche Verschuldungen sind zwar infolge der Arabienkrise und Japan in den Hintergrund getreten, werden aber nicht aus dem Blickfeld der Kapitalmärkte verschwinden.

Sentiment

Das reale Wachstumsdifferential variiert global nach wie vor deutlich. Das Sentiment in Form vorläufiger Indikatoren steht vielfach bei historischen Höchstständen. Die wesentlichen Indikatoren (ISM, ZEW, Ifo) notieren vorwiegend im stark expandierenden Bereich, diese könnten aber bei nächsten Umfragen auf hohem Niveau konsolidieren. Die Tendenz des Sentiments könnte daher für Q2 konsolidierend bis leicht abflachend ausfallen.

Währungen

Die Katastrophe in Japan wird zu Kapitalrückführungen in den Yen führen. Interventionen der Bank of Japan sollten einer weiteren Befestigung gegenüber dem US-Dollar entgegenwirken. Auf Sicht eines Quartals könnte sich der Yen jedoch auf festen Niveaus halten. Die Relation EUR/USD wird bis Jahresende um die Marke von 1,35 erwartet. Wir denken, dass der CHF in der Verschuldungs- wie Japankrise tendenziell stark bleiben wird.

Zinsen/ Rentenmärkte

Die EZB hat eine erste Zinsanhebung angekündigt, diese dürfte Anfang April umgesetzt werden. Die Renditen am kurzen und langen Ende haben dies bereits mit entsprechenden Anstiegen vorweggenommen. Im Q2 erwarten wir nur leicht schwächere Rentenmärkte, weshalb wir Rentenmärkte auf globaler Basis neutral gewichten.

Unternehmensanleihen

Im Bereich Corporate Bonds sollte die Nachfrage - mangels Alternativen an attraktiven Renditen - im Niedrigzinsumfeld hoch bleiben. Vielfach gute Fundamentaldaten der Unternehmen sowie besser einschätzbare Risiken sorgen für anhaltende Liquidität. Die solide Nachfrage nach Speculative Grade (SG) Firmenanleihen sollte aufgrund der gesunkenen Ausfallraten und des immer noch niedrigen Zinsumfelds bestehen bleiben.

Aktienmärkte


















Anhaltend niedrige Zinsen sowie relativ attraktive Aktienbewertungs-Relationen begünstigen Aktien zwar weiterhin, dennoch werden die nicht gelöste Arabien-Krise sowie die Japan-Folgen phasenweise die Märkte belasten. Wenn, dann sehen wir am ehesten in Teilen Emerging Europe's gute Investitionsmöglichkeiten.

Edelmetalle/ Rohstoffe

Gold sollte vom fragilen Umfeld und von weiterer Angebotsverknappung profitieren. Silber sehen wir ebenfalls als attraktives Investment. Öl sollte auf kurze Sicht aufgrund der politischen Unwägbarkeiten weiter ansteigen, sich aber mit einer Stabilisierung der Situation in der zweiten Jahreshälfte wieder abschwächen.

Asset Allocation

Q2 bleibt im Niedrigzinsumfeld ein schwieriges bis herausforderndes Quartal. Wir würden im Wesentlichen Corporate Bonds wie Emerging Europe übergewichten. Siehe folgende Asset Allocation-Tabelle im Detail.

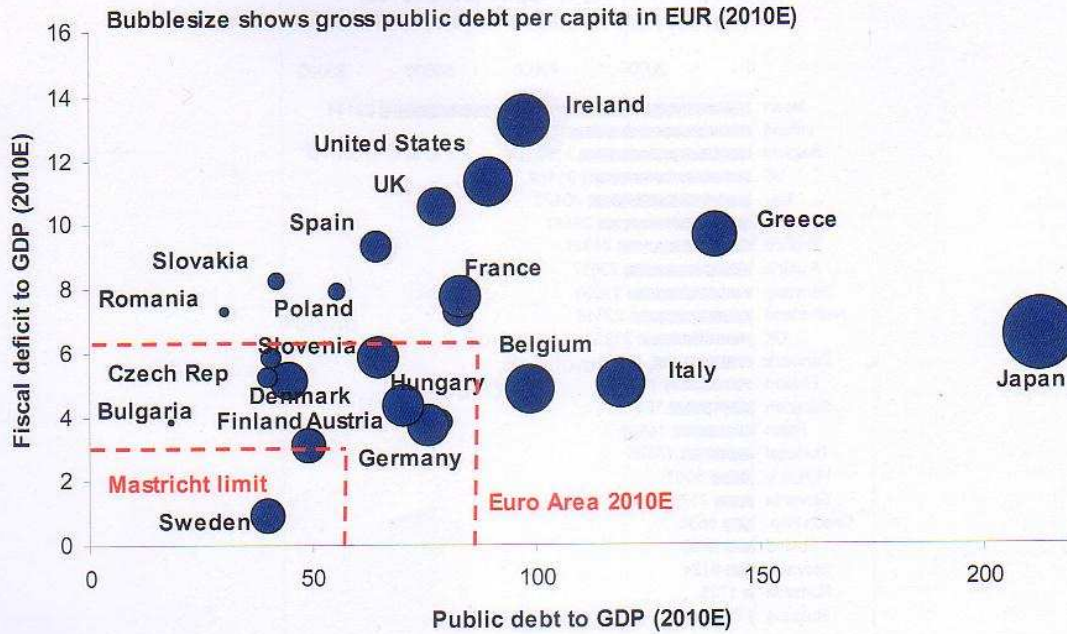
		ERSTE 
		ERSTE GROUP
<h2>Asset Allocation Q2 2011</h2>		
Neutrales Portfolio	Gewichtung Erste Group	
Cash	<i>Untergewichten</i>	
Bonds	<i>Neutral</i>	
Aktien	<i>Neutral</i>	
Gold	<i>Leicht übergewichten</i>	
Internationales Bond-Portfolio ¹⁾		
Eurozone Benchmark (Deutschland)	<i>Neutral</i>	
CEE	<i>Neutral</i>	
USA	<i>Neutral</i>	
EUR-Corporate Bonds Investment Grade	<i>Neutral</i>	
EUR-Corporate Bonds High Yield	<i>Leicht übergewichten</i>	
Internationales Aktien-Portfolio ¹⁾		
Europa (developed)	<i>Untergewichten</i>	
USA	<i>Übergewichten</i>	
Japan	<i>Neutral</i>	
Emerging Markets CEE	<i>Übergewichten</i>	
Emerging Markets Lateinamerika	<i>Untergewichten</i>	
Emerging Markets Asien	<i>Neutral</i>	
FX-Allocation		
Dollar-Block	<i>Untergewichten</i>	

1) ohne Berücksichtigung von Währungsprognosen/ Märkte absolut.



ERSTE GROUP

Gesamtverschuldung pro Kopf (in EUR)

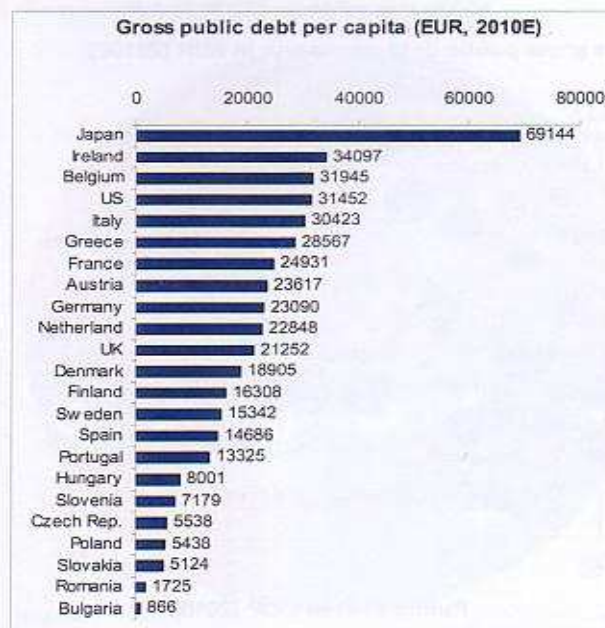


Quelle: Erste Group Research



ERSTE GROUP

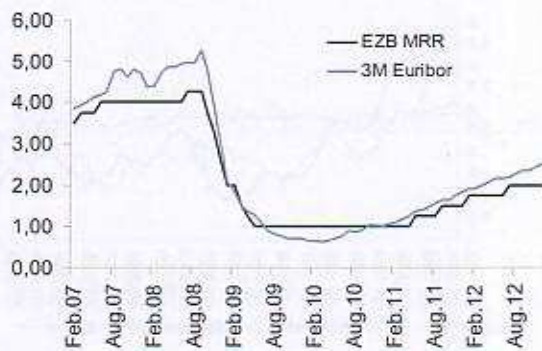
Gesamtverschuldung pro Kopf (in EUR)



Quelle: Erste Group Research

1. Zinsschritt im April

- Weltweite Preiserhöhungen können von EZB nicht beeinflusst werden
- Glaubwürdigkeit hängt von Gewährleistung der Preisstabilität (VPI von 2%) ab -> Verankerung mittelfristiger Inflationserwartungen (derzeit 2%)
- Wir erwarten den 1. Zinsschritt (+25 BP) am 7. April, danach maximal 25 BP pro Quartal (moderate wirtschaftliche Erholung und Budgetkonsolidierung)
- Liquiditätsbereitstellung je nach Bedarf (Funktionieren des Transmissionskanals)



Aufwärtsrisiken: i) Instabilität auf Rohstoffmärkten, ii) Erhöhungen von Abgaben/Steuern (Budgetkonsolidierung), iii) Überschussliquidität an internationalen Finanzmärkten

Abwärtsrisiken: i) hohe Arbeitslosenraten/wenig Lohnaufwärtsdruck, ii) wirtschaftliche Überkapazitäten, iii) stärkerer Euro (niedrigere Importpreise)

Zinserwartungen beeinflussen Renditen

- 2jährige Renditen haben bereits stark auf EZB Äußerungen reagiert
- 10jährige Renditen relativ niedrig, Zinskurve etwas flacher

Risiko eines raschen Renditeanstieges:
 falls kräftigeres Wirtschaftswachstum
 falls Inflationserwartungen nach oben korrigiert werden
 falls EZB Liquidität rascher aus dem Markt nehmen würde
 Kurzfristiger Zusammenhang mit US Treasuries

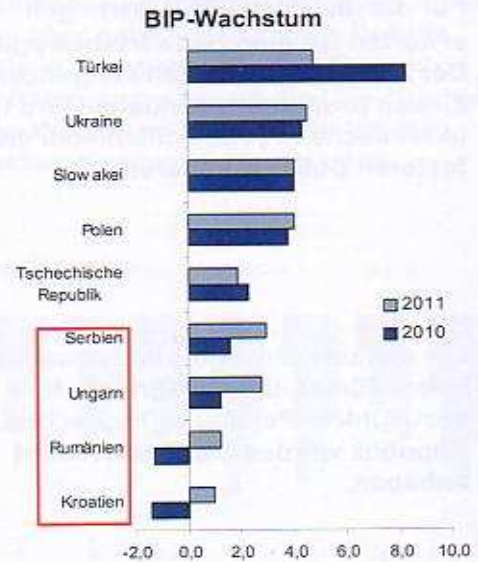


	aktuell	Jun.11	Sep.11	Dez.11	Mär.12
Leitzinssatz	1,00	1,25	1,50	1,50	1,75
3M Euribor	1,24	1,40	1,65	1,80	2,00
2J Rendite	1,82	1,70	1,90	2,10	2,25
10J Rendite	3,38	3,40	3,50	3,50	3,60

CEE - Überblick



- Länder der CEE Region entwickelten sich seit der Krise 2009 unterschiedlich. Beispielsweise konnten Polen, die Tschechische Republik, die Slowakei bereits 2010 wieder ein starkes Wachstum aufweisen.
- Kroatien, Rumänien und Ungarn wiesen auch 2010 eine schwache wirtschaftliche Entwicklung auf. Diese Länder sollten sich 2011 erholen. Für die Türkei gibt es Überhitzungsrisiken.
- Generell erwarten wir eine Verschiebung der Wachstumsbeiträge vom Außenhandel hin zur inländischen Nachfrage.
- An den CEE Zins- und Währungsmärkten sehen wir während der kommenden Monate wenig Bewegung. Globale Schocks sind nie auszuschließen, aber die CEE Finanzmärkte bilden zunehmend eine Widerstandsfähigkeit heraus.
- Die regionalen Entwicklungen, die es besonders zu beachten gilt, sind die polnische öffentliche Verschuldung und das türkische Leistungsbilanzdefizit.

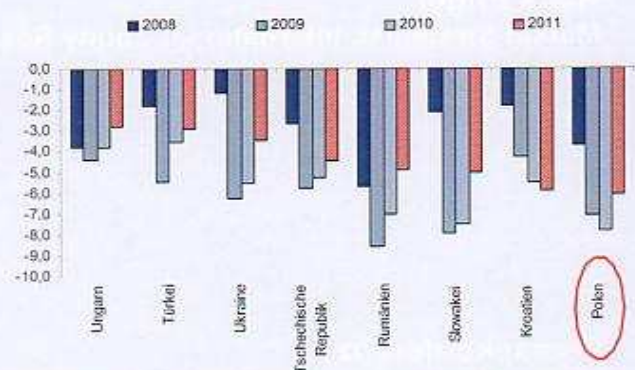
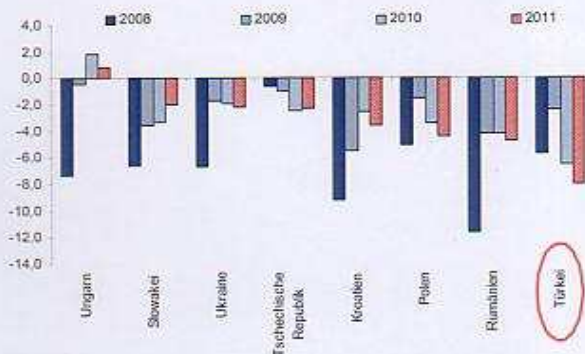


CEE - Fokus



Seit 2008 haben die CEE Länder ihre Leistungsbilanzdefizite deutlich reduziert und überwiegend auf vertretbare Niveaus gebracht. Der wirtschaftliche Boom wird die türkische Leistungsbilanz auf über das Niveau von 2008 heben, wenn auch 2008 andere Länder ein noch höheres Defizit auswiesen.

Defizite der öffentlichen Hand sollten auch 2011 sinken. Kroatien und vor allem Polen werden aber nach wie vor hohe Defizite ausweisen. Mangelnder Konsolidierungswille und die Unsicherheit vor den Wahlen im Herbst könnten die polnischen Kapitalmärkte belasten.



USA Übergewichten in Q2 2011



Pros:

1. EPS-Revisionen positiv
2. Gewinnrendite höher als Bondrendite: spricht für Aktien
3. Aufwärtstrend intakt
4. Dollarschwäche unterstützt den Markt

Kontras:

1. Bewertung nicht sehr attraktiv (Div.-Rendite 1,9%)
2. Sehr schwacher Arbeitsmarkt bzw. Häusermarkt sind negativ hinsichtlich der Wachstumsperspektiven
3. Hohe Energiepreise wirken negativ für Konsumenten

Europa Untergewichten Developed Europe Übergewichten Emerging Europe



Pros:

- Frühindikatoren signalisieren weiteres Wachstum.
- Bewertungen moderat.
- Technischer Aufwärtstrend intakt.

Contras:

- EPS Revisionen schwächer als in anderen Regionen (Ausnahme: CEE!)
- 25 BP Zinsanhebung im April, weitere könnten folgen.
- Euro relativ stark.