

Dezember 2002

Market Update

- **Analyse**
Der Irak-Konflikt – wie reagieren die Finanzmärkte?
- **Aktien**
Das deutsche Finanzsystem – trotz aller Unkenrufe stabil
- **Renten**
Vollstes Vertrauen in die Fed

Nach langem Zögern endlich eine Entscheidung?

Wie lange wird die Europäische Zentralbank noch an ihrer defensiven Geldpolitik festhalten? Hoffentlich nicht mehr all zu lange.

Wieder einmal war es die US-amerikanische Zentralbank, die in den letzten 16 Monaten mit ihrer drastischen Senkung der Leitzinsen ganz klar den Kurs bestimmt hat. Anfang November hat die Fed erneut an der Zinsschraube gedreht und den Tagesgeldsatz auf den annähernd tiefsten Stand seit 50 Jahren gesenkt.

Es muss gesagt werden, dass diese geldpolitischen Maßnahmen allein noch nicht ausreichen, um eine kräftige und nachhaltige Konjunkturerholung auf den Weg zu bringen. Der private Verbrauch ist eher schwach. Dies bestätigen die jüngsten Aussagen von Handelsunternehmen wie Wal Mart, Home Depot oder Ahold. Und bei den Investitionen wird es auch nicht wirklich bergauf gehen, solange der Gewinnausblick noch so düster ist. Doch immerhin trägt der Schritt der Fed dazu bei, die Gesamtwachstumsrate in den USA auf einem akzeptablen Niveau zu halten und das Deflationsrisiko auszuschalten, wie der Anstieg des Verbraucherpreisindex im Oktober um 0,3% belegt.

Das europäische Pendant der Fed wäre gut beraten, eine ähnliche Initiative zu zeigen, zumal die Wachstumsaussichten auf dem europäischen Festland sehr zu wünschen übrig lassen. In Italien drückt die Angst vor der Arbeitslosigkeit das Verbrauchervertrauen. In Frankreich wird es schwer sein, das offizielle Wachstumsziel für nächstes Jahr zu erreichen, auch wenn ein willkommener Anstieg bei den Verbraucherausgaben im Oktober ein positives Zeichen gesetzt hat. In Deutschland besteht noch größerer Anlass zur Sorge. Das BIP-Wachstum wird in diesem Jahr allenfalls gerade noch im positiven Bereich liegen und vielleicht noch nicht einmal die 1%-Marke erreichen. Damit steigt das Risiko, dass Deutschland erneut das Verschuldungsziel von 3% gemessen am BIP verfehlt. Damit wird die unendliche und destruktive Debatte über Steuererhöhungen nur aufs Neue entfacht, der Weg für Strukturreformen jedoch nicht geebnet.

Was die Inflation im Euroraum anbelangt, so sorgte diese im Oktober mit 2,3% gegenüber dem Vorjahreswert zwar für Enttäuschung, aber obwohl dies noch immer deutlich über der von der EZB gesetzten Zielgröße von 2% liegt, bedeutet es weder eine echte Bedrohung für die nahe Zukunft noch einen gerechtfertigten Grund für weitere Zurückhaltung seitens der EZB.

Die wachsende Hoffnung auf eine Zinssenkung im Dezember sollte ein zusätzlicher Grund für ein Anziehen der Aktienmärkte sein.

Alain Gerbaldi
CIO INVESCO Continental Europe

Emerging Markets – nach den Wahlen

■ **Politische Machtwechsel** rufen wirtschaftliche Unsicherheiten hervor. In vier großen Schwellenländern stehen im vierten Quartal 2002 Machtwechsel an: Südkorea, China, Brasilien und Türkei. Welchen Einfluss werden die politische Veränderungen auf diese Märkte haben? Auf Grund der derzeitigen finanziellen Situation beeinflussen die Regierungswechsel in Brasilien und der Türkei die jeweilige Marktsituation am stärksten. In beiden Ländern waren die Aktien- und Rentenmärkte schwach. Eine starke Risikoaversion der Anleger und die mit den Wahlen verbundene Unsicherheit resultierten in schlechteren Bonitätsbewertungen. Allerdings verfolgen die Siegerparteien beider Länder gemäßigte politische Ziele, als man zunächst befürchtete (in Brasilien gewann der linke Flügel, in der Türkei eine dem Islamismus nahe stehende Partei). In beiden Märkten setzten aufgrund der nun gesunkenen Unsicherheit lokale Rallyes ein, die sich noch verstärken könnten, wenn sich die beruhigenden Entwicklungen bestätigen. Ein Restrisiko bleibt dennoch. So ist in Brasilien die Macht des Kongresses weiterhin zersplittert, wodurch starke politische Initiativen zunichte gemacht werden können. In der Türkei verfügt die siegreiche AKP über eine absolute Mehrheit im Parlament, was für die normalerweise stark zersplitterte politische Landschaft in der Türkei eine bedeutsame positive Veränderung darstellt. Jedoch ist Parteichef Erdogan derzeit der Zugang zum Parlament verwehrt, und hinter den Kulissen werden politische Ränke geschmiedet, die es ihm

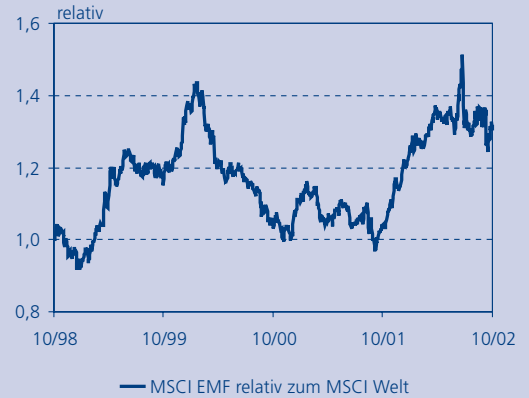
ermöglichen sollen, Premierminister zu werden.

Unserer Auffassung nach sind die Wahlen in Südkorea und China weniger bedeutsam für die Märkte. In Südkorea sind sowohl Staatsfinanzen als auch die politische Richtung recht stabil, und ein Abwärtsrisiko aus einer makroökonomischen Perspektive weniger hoch. Die normalerweise nach Wahlen einsetzende Kurserholung wird wohl stattfinden. China ist ein ungewöhnlicher Fall. Obschon die Wirtschaft allmählich marktwirtschaftliche Züge trägt, hinken die politischen Strukturen den wirtschaftlichen Reformen hinterher. Frühere Führungswechsel in China waren von Perioden extremer Volatilität begleitet, da eng miteinander verbundene Gruppierungen bei ihrem Gerangel um die beste Position widersprüchliche Erklärungen abgaben. Es ist Jiang Zemins Führungsqualitäten zu verdanken, dass 2002 eine breite Übereinstimmung in Bezug auf Personen, Reformen und Wirtschaftspolitik herrscht. Davon sollten die chinesischen Unternehmen profitieren.

Auf kurze Sicht dürfte die Eliminierung der politischen Unsicherheitsfaktoren die relative Performance der Emerging Markets weiter verbessern. Längerfristig werden Aktien aus Emerging Markets weiterhin durch niedrige Bewertungen, Outsourcing seitens der Industrienationen, selektives starkes Binnenwachstum und wachsende Renditen profitieren.

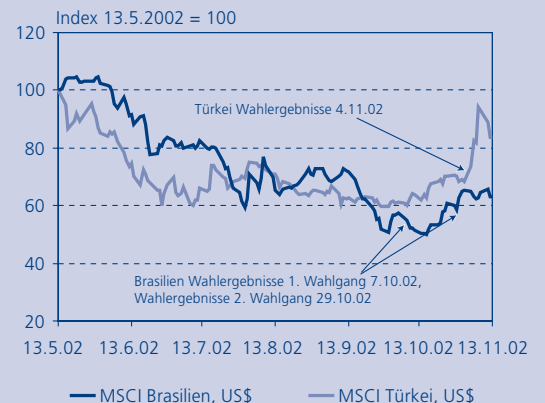
David Manuel, INVECO London
++44 20 74 54 39 69

■ EM-Aktienmärkte vs. Industrieländer: Outperformance



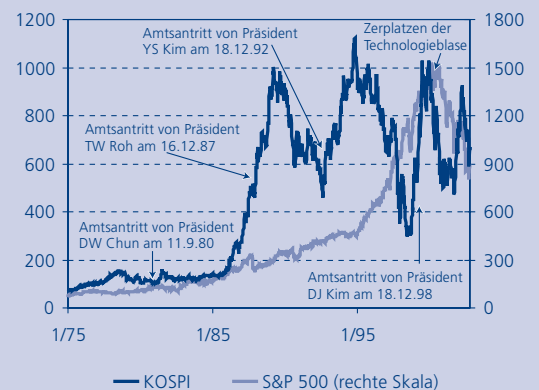
Quelle: Datastream

■ Aufwärtsbewegung nach den Wahlen



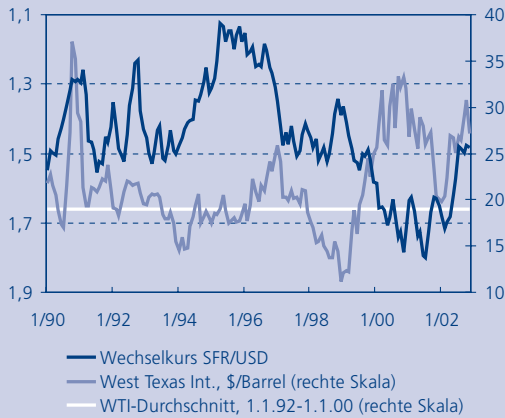
Quelle: Datastream

■ KOSPI vs S&P 500: Wiederholung der 5-Jahres-Zyklen?



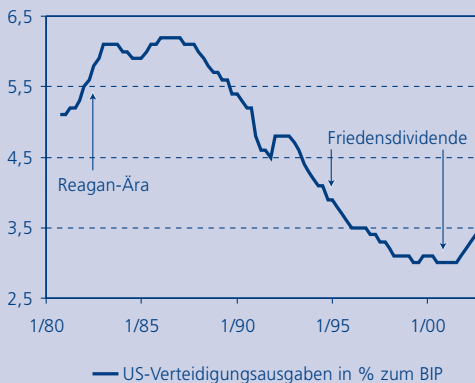
Quelle: Datastream

■ Schweizer Franken und Ölpreis



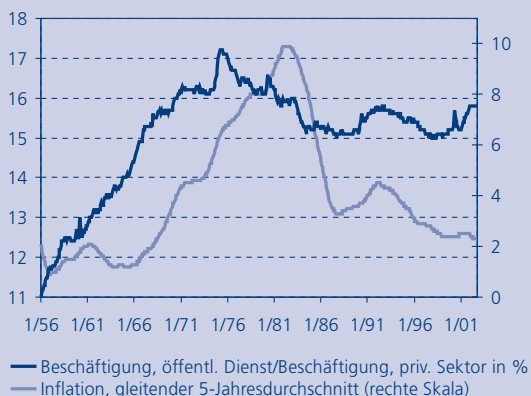
Quelle: Datastream

■ USA: Verteidigungsausgaben



Quelle: Datastream

■ USA: Beschäftigung im öffentlichen Dienst und Inflation



Quelle: Datastream

Der Irak-Konflikt – wie reagieren die Finanzmärkte?

■ **Die bedingungslose Annahme** der Resolution des UN-Sicherheitsrates durch Saddam Hussein bringt etwas mehr Klarheit in Bezug auf das weitere Vorgehen für die nächsten Monate. Das erste Vorausteam der UN-Waffeninspektoren soll am 25. November in Bagdad eintreffen. Bis zum 8. Dezember muss der Irak eine "umfassende, genaue und abschließende" Erklärung über seine Waffenprogramme vorlegen. Spätestens am 23. Dezember müssen die Waffeninspektoren ihre Arbeit aufgenommen haben, 60 Tage später muss dem UN-Sicherheitsrat Bericht erstattet werden. Erfüllt der Irak die Bedingungen nicht, wird dies laut der Resolution "ernsthafte Konsequenzen" nach sich ziehen – einen Angriff.

Für einen gemeinsamen Angriff lassen sich zwei mögliche Szenarien entwerfen: (1) ein kurzer und erfolgreicher Militärschlag, der in der gewaltsamen Entwaffnung des Iraks endet; (2) ein länger anhaltender Krieg, der weder militärisch noch politisch klare Ergebnisse schafft. Die Auswirkungen auf die Konjunktur und die Finanzmärkte unterscheiden sich in beiden Szenarien grundlegend, denn die Probleme entstehen aus der Unsicherheit und nicht aus dem Krieg an sich.

● Szenario 1: ein kurzer erfolgreicher Militärschlag

Das Szenario einer kurzen Militärkampagne hätte geringe Auswirkungen: auf die Ölpreise, den internationalen Konjunkturzyklus, die Fiskal- und Geldpolitik weltweit und auf die Anleihe-, Aktien- und Devisenmärkte.

Der Ölpreis müsste einen ziemlich starken Schock erleiden, damit die wirtschaftlichen Folgen nachhaltig spürbar sind. In der Regel beträgt der Preis der fünfjährigen Terminkontrakte auf Öl USD 22 bis USD 24 pro Barrel (der aktuelle Preis liegt bei USD 22,80). Kommt es zu einer Krise, steigt der Preis mitunter auf USD 30 und mehr. Nach dem Ende der Krise fällt er wieder auf den Grenzpreis zurück, der sich in den langfristigen Terminkontrakten widerspiegelt. Im zeitlichen Verlauf ist der Grenzpreis zurückgegangen, da sich die Explorationstechnologien für Öl verbessert haben. Nur sehr starke Störungen könnten daher einen steileren Anstieg der Ölpreise herbeiführen. Im übrigen ist die Verwendung von Öl in den letzten zehn Jahren international um 20-25% pro BIP-Einheit zurückgegangen, was bedeutet, dass der Einfluss der Ölpreise vermutlich weit geringer ist als zur Zeit des Golfkriegs.

Die Auswirkungen auf die internationale Konjunktur sind noch weniger deutlich. Paradoxiertweise lässt sich zwischen den Ölpreisanstiegen der Vergangenheit und eventuellen Rezessionen keine eindeutige kausale Beziehung, sondern eine tatsächliche, zeitliche Beziehung herstellen. Jeder dieser größeren Ölpreisanstiege erfolgte in der von weiterhin starker Nachfrage gekennzeichneten Spätphase eines weltweiten Aufschwungs. Sollte es in den nächsten Monaten zu einem Krieg im Irak kommen, wird dieser definitiv nicht vor dem Hintergrund einer sich im Aufwind befindlichen Konjunktur ausgetragen werden.

Im Gegenteil, der weltweite Konjunkturzyklus verläuft paralleler und ist stärker von Rezession geprägt. Ein Krieg könnte zwar angesichts der verstärkten Unsicherheit bei Unternehmen und Verbrauchern ein erneutes Abtauchen in die Rezession in den USA nach sich ziehen. Der wahrscheinlichere Ausgang wäre jedoch lediglich eine weitere Verzögerung des Aufschwungs. Wir glauben, dass für die USA erneut ein unterdurchschnittliches Wirtschaftswachstum (weniger als 3,5%) für die nächsten drei Quartale zu erwarten ist. Die Wachstumsraten im Euroraum und in Japan werden wahrscheinlich noch schwächer ausfallen.

Eine kurze militärische Intervention würde nur einige wenige Milliarden Dollar kosten. 1991 trugen die USA die Kosten für die während der Militäroperation Desert Storm benötigten Truppen, Ausrüstung und Munition, und wenngleich das personelle und materielle Engagement der Alliierten eher zurückhaltend war, so trugen sie doch erheblich zu den Gesamtkosten des Krieges bei, da die aggressiven Handlungen des Iraks zur Formierung eines internationalen Bündnisses führten. Gegenwärtig verhält sich der Irak weit aus zurückhaltender, so dass das Engagement der Verbündeten schwerlich das gleiche Niveau erreichen wird wie damals. Dennoch dürften sich einige Nationen bereit erklären, ihren Beitrag zu leisten (Japan und einige arabische Staaten). Trotz der im Vergleich stärkeren Auswirkungen auf das US-Haushaltsdefizit käme es dennoch zu keinem ernsthaften fiskalpolitischen Schock.

Neben den Kosten für inländische Anti-Terror-Maßnahmen würden die US-Verteidigungsausgaben zweifelsohne ansteigen, und man müsste zum Teil auf die durch die Beendigung des Kalten Krieges bescherte "Friedensdividende" verzichten. Das US-Haushaltsdefizit wird sich daher stärker ausweiten als unter normalen Umständen. Da aber die Zinssätze bereits sehr niedrig sind, dürfte diese Situation die Geldpolitik nicht spürbar und nachhaltig beeinflussen.

Für die Aktien-, Anleihe- und Devisenmärkte dürften ähnliche Konsequenzen wie aus dem Golfkrieg von 1991 zu erwarten sein. Eine anfängliche Tendenz zur Risikoaversion sollte zu steigenden Anleihekursen und höheren Wechselkursen für krisensichere Währungen führen und somit Kursverluste an den Aktienmärkten um bis zu 20% nach sich ziehen. Sobald sich indes ein Ergebnis des Militärschlages abzeichnet, werden sich die Aktien auf Grund der zunehmenden Risikobereitschaft und des sich aufhellenden Geschäftsklimas wieder erholen.

● Szenario 2: eine länger andauernde Auseinandersetzung

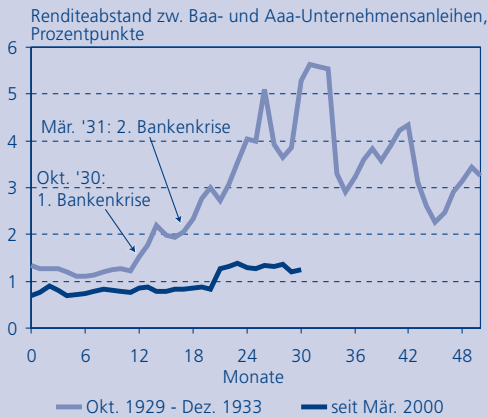
In einem solchen Fall sind in allen vier Bereichen eindeutig negativere Auswirkungen zu erwarten.

Die langfristigen Grenzkosten für Öl würden wohl steigen, was nicht ohne Auswirkungen auf den Terminmarkt bleiben dürfte, wo die fünfjährigen Terminkontrakte auf USD 25 oder USD 26 steigen könnten. Damit einhergehen würde auch ein Anstieg des aktuellen Ölpreises

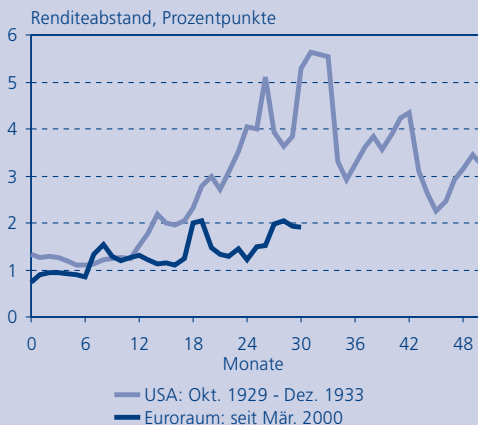
und damit der Verbraucherausgaben in den USA, Europa und Japan. Die höheren Kosten für das militärische Engagement der USA und ihrer Verbündeten im Irak und der Golfregion würden eine zusätzliche Belastung des Haushalts bedeuten, das Produktivitätswachstum einschränken und damit, wenn auch nur um Bruchteile eines Prozents, das reale Wirtschaftswachstum schmälern. Schließlich wären die Folgen für die Finanzmärkte langwieriger und schmerzhafter als die der Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Golfkrieg – nachhaltige Stärkung des Schweizer Franken, steigender Goldpreis, Kursanstieg bei US-Treasuries und höhere Nachfrage nach alternativen krisensicheren Anlagemöglichkeiten – während die Aktienmärkte unter höheren Risikoaufschlägen und der nachlassenden Risikofreudigkeit der Anleger zu leiden hätten. Sollte sich der Krieg über längere Zeit hinziehen, besteht langfristig eine gewisse Gefahr, dass die geldpolitischen Instrumentarien zwecks Kriegsfinanzierung etwas lockerer gehandhabt werden, was schließlich zu einer steigenden Inflation führen würde. Der größte Schaden würde sich allerdings aus einem verstärkten wirtschaftspolitischen Eingreifen des Staates ergeben – eine Einbahnstraße, aus der es in der Regel nur schwer ein Zurück gibt – da Investitionen und Wachstum im privaten Sektor nachlassen würden.

John Greenwood, INVESCO London
++44 20 70 65 35 00

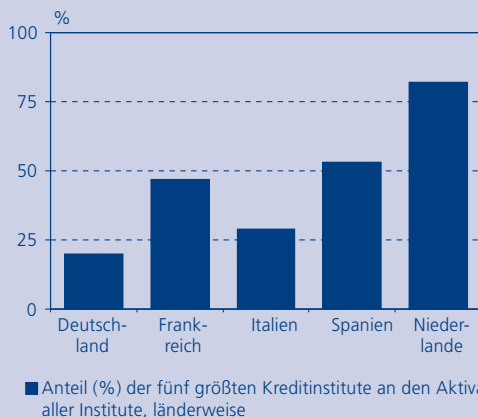
■ Stabiles Finanzsystem sowohl in den USA ...



■ ... als auch im Euroraum



■ Deutscher Bankenmarkt zersplittert



Das deutsche Finanzsystem – trotz aller Unkenrufe stabil

■ **Viele deutsche Banken** schreiben zur Zeit Verluste, die ersten Ökonomen sehen die Stabilität des Finanzsystems bedroht, warnen gar vor Deflation. Solche Warnungen sind völlig überzogen. Zwar sind deutsche Bankaktien auch in unseren Portfolios untergewichtet. Aber trotzdem sind die Finanzsysteme in Deutschland und im Euroraum stabil. Das zeigt ein Vergleich mit der US-Bankenkrise der 30er Jahre.

Die Situation der 30er Jahre kann man tatsächlich als Zusammenbruch des Finanzsystems bezeichnen. Da sich die US-Notenbank weigerte, den Banken nach dem Aktiencrash von 1929 mit Liquidität auszuhelfen, brachen im Herbst 1930 die ersten Banken zusammen. Die alarmierten Anleger versuchten, ihre Einlagen abzuheben, was die Liquiditätskrise verschärfte. Bis 1933 war ein Drittel aller US-Banken verschwunden. Ein Indikator für solche Finanzkrisen ist der Renditeabstand zwischen Unternehmensanleihen mit niedriger und hoher Bonität (Abb. oben). Dieser Renditeabstand weitete sich von 120 Basispunkten bei Ausbruch des Börsencrashes im Jahr 1929 auf bis zu 560 Basispunkten aus. Potentielle Kreditgeber waren zunehmend unsicher, ob Unternehmen mit niedriger Bonität nach dem Aktienmarktverfall noch ihre Schulden decken könnten. Der im Frühjahr 2000 begonnene Aktiencrash ist der zweitschwerste der zurückliegenden 100 Jahre dar. Trotzdem hat sich der Renditeabstand in den USA im Vergleich zu den 30er Jahren nicht nennenswert ausgeweitet. Nach den Terroranschlägen ist er lediglich um 45 Ba-

sispunkte auf 130 Basispunkte gestiegen. Anders als in den 30er Jahren hat die US-Notenbank diesmal massiv Liquidität ins Finanzsystem gepumpt. In den USA macht das Gerede von einer Finanzmarktkrise deshalb keinen Sinn.

Im Euroraum schwankt der Renditeabstand stärker als in den USA, weil der Markt für Unternehmensanleihen weniger entwickelt ist (Abb. Mitte). Aber auch im Euroraum herrscht der Eindruck vor, dass sich der Renditeabstand im Vergleich zur US-Bankenkrise der 30er Jahre verhalten ausgeweitet hat. Dies, sowie die nach wie vor kräftige Ausweitung der Geldmenge M3 (zuletzt 7,4% im Vorjahresvergleich) und der Kredite an den Privatsektor (5,3%) legen den Schluss nahe, dass das Finanzsystem im Euroraum ebenfalls stabil ist.

Für Deutschland kommen wir zu derselben Einschätzung, allerdings nicht mit der Sicherheit wie für die USA oder den Euroraum. Denn die Kreditvergabe der deutschen Banken ist etwas schwächer als es das Wirtschaftswachstum nahe legt. Da deutsche Banken vor allem wegen der Zersplitterung des deutschen Marktes (Abb. unten) unter einer im internationalen Vergleich niedrigen Rentabilität leiden, nehmen sie die bevorstehende Einführung der neuen Baseler Eigenkapitalrichtlinien offensichtlich zum Anlass, Kredite vorsichtiger zu vergeben. Alles in allem ist es aber in Deutschland unangemessen, von einer Krise des Finanzsystems zu sprechen.

Dr. Jörg Krämer, INVESCO Deutschland
069/29807-103

Vollstes Vertrauen in die Fed

■ **Am 6. November 2002** hat die US-Notenbank Federal Reserve eine Senkung der Zinsen auf ein Niveau von lediglich 1,25% vorgenommen. Aller Wahrscheinlichkeit nach wird dies die letzte Zinskürzung im laufenden Zyklus sein, da das Wachstum in der zweiten Jahreshälfte 2003 wieder anziehen dürfte. Es stellt sich jedoch weiterhin die Frage: Was passiert, wenn sich die Konjunktur weiterhin enttäuschend entwickelt? Wird die Fed in diesem Fall immer noch Anreize für die Wirtschaft schaffen können? Oder wird sich die Politik der Zentralbank als machtlos erweisen, so dass wir erneut einem Schicksal wie in den Dreißigerjahren ausgeliefert sind? Wir halten dies für abwegig. In diesem Zusammenhang möchten wir auf einen Forschungsbericht der Fed verweisen, in dem mögliche geldpolitische Alternativen für den Fall einer Deflationsspirale diskutiert werden. Unserer Ansicht nach dürfte die Fed in einer solchen Situation einen Richtungswechsel vornehmen und sich von der Kontrolle des Geldpreises (dem Zinssatz) auf die Steuerung der Geldmenge über den Einsatz expansiver geldpolitischer Mittel verlegen. Wir gehen davon aus, dass eine weitere Senkung der Zinsen bei einem Zinssatz von mittlerweile 1,25% wahrscheinlich nur sehr geringes Aufwärtspotenzial birgt. Folglich könnten wir uns nun dem Punkt nähern, an dem die Fed einen Kurswechsel anstrebt. Sollte sich die Notenbank zu einem solchen Schritt entschließen, würde dies unserer Ansicht nach Zukäufe von US-Treasuries implizieren, so wie es in den

vergangenen Jahren in Japan bei den sogenannten Rinban-Geschäften der Fall war, um einen Rückgang der langfristigen Zinsen zu erreichen und das Finanzsystem mit Liquidität zu versorgen. Angesichts der erhöhten Anfälligkeit der Wirtschaft für Bewegungen der längerfristigen Zinssätze (über Finanzierungskosten für Unternehmen und die Auswirkungen von Hypotheken) könnte sich eine solche Vorgehensweise als sehr erfolgreich im Hinblick auf die Belebung der Nachfrage in einer deflationären, rezessiven Phase erweisen.

Eine Lektion, die sich aus der japanischen Erfahrung ableiten lässt, ist, dass im Falle der Notwendigkeit solcher Schritte in der Regel sehr wenig dagegen spricht, schnell und beherrscht zu handeln. Je mehr Zeit der Deflation gegeben wird, sich einzunisten, desto schwieriger wird ihre Eliminierung, da sich die Verbrauchererwartungen der Situation anpassen. Zudem ließe sich die Hypothese aufstellen, dass solche Maßnahmen dann die beste Wirkung zeitigen, wenn sie für die Marktteilnehmer überraschend kommen. Einfach ausgedrückt: eine expansive Geldpolitik kann als Schocktherapie zum Ankurbeln der Wirtschaft gesehen werden, wenn alle anderen Mittel versagen.

Daraus folgt: Wenn sich die Konjunktur verschlechtert, ist mit Überraschungen zu rechnen! Es werden wenige Artikel zu finden sein, die den möglichen Einsatz expansiver Mittel zum gegenwärtigen Zeitpunkt diskutieren, und derzeit liegt es eindeutig im Interesse von Notenbankchef Alan Greenspan, die

wirtschaftliche Entwicklung positiv darzustellen. Davon sollte man sich nicht täuschen lassen – die Fed hätte sich nicht zu Zinssenkungen auf ein derart niedriges Niveau entschlossen, ohne vorher ihren Notfallplan für den Fall des Scheiterns aller anderen Mittel auszuarbeiten.

Und schließlich könnte der Umfang expansiver Maßnahmen unter extrem negativen Umständen (vielleicht in Folge eines weiteren Vertrauensverlustes durch Kriegsgefahr oder Terroranschläge) noch erweitert werden. In einem derart risikoaversen Umfeld wäre selbst der Kauf von Unternehmensanleihen oder Commercial Papers denkbar, um die Konjunktur direkt zu beeinflussen.

Wir sollten jedoch darauf vertrauen, dass die Fed alles unter Kontrolle hat. Geldpolitische Maßnahmen werden hinter verschlossenen Türen vorbereitet und werden dann zum Einsatz kommen, wenn Deflation tatsächlich auftritt. Für die Finanzmärkte heißt das: Es gibt wahrscheinlich eine Untergrenze für Aktienkurse, deren Unterschreiten die Fed nicht zulassen wird – und eine Obergrenze, die von den Spreads für Unternehmensanleihen nicht durchbrochen werden kann. Verschlechtern sich die Konjunkturdaten weiterhin, sollten kluge Investoren auf expansive Überraschungen vorbereitet sein.

Mark Dowding, INVESCO London
++44 20 74 54 39 69

Der Euro: Parität nachhaltig gebrochen?

■ **Der Euro-Dollar-Wechselkurs** hat sich in den vergangenen Wochen zwischen 0,96 und 0,99 bewegt. Viele erwarteten, dass der Euro aus diesem Seitwärtskanal nach unten ausbricht, denn schließlich sind alle Hoffnungen immer noch auf die US-Wirtschaft gerichtet. Tatsächlich hat der Euro diesen Seitwärtskanal jedoch nach oben durchbrochen. Nach der Überwindung des Widerstands bei 0,998 war die Parität keine große Hürde mehr. Wird die Gemeinschaftswährung dieses Niveau halten können, oder kommt es bald zu einer Korrektur?

Wir gehen davon aus, dass der Euro es diesmal schaffen wird, und rechnen mit Kursen von über 1,03 zum Jahresende. Dabei stützen wir uns auf folgende Faktoren, die für eine Euro-Stärke sprechen.

● **Trend**

Aus technischer Sicht hat sich die Situation in den letzten Wochen zu Gunsten des Euro entwickelt. Der Anstieg auf über 1,01 hat den Euro in die Nähe des Jahreshochs von 1,021 gebracht. Nun zeigt der Trend nach oben.

● **Anhaltende Aktienschwäche**

Fallende Aktienmärkte belasten den US-Dollar. Vor allem in den 90er Jahren haben die Europäer viele US-Aktien gekauft. Nun sinken die erwarteten Aktienerträge und die Investoren ziehen ihr Geld zurück – US-Dollar werden verkauft und Euro gekauft. Obwohl der S&P 500 Index seit dem letzten Tiefstand vom 9. Oktober innerhalb eines Monats um fast 20% zugelegt hat, sind die Aktienmärkte immer noch in einem fallenden Trend. Eine weitere Aktienschwäche würde den Greenback belasten.

● **Steigende Risikoaversion**

Ein möglicher Irak-Krieg schadet dem US-Dollar. Der starke Anstieg des Schweizer Franken innerhalb der letzten Wochen zeigt, dass die Risikoaversion der Investoren zugenommen hat. Damit ist auch die Wahrscheinlichkeit gestiegen, dass die Europäer ihr Geld "nach Hause" bringen werden.

● **Steigendes Wechselkursrisiko**

Die US-Investoren haben einen stark ausgeprägten "Home-Bias", das heißt, sie gehen in der Regel wenig Fremdwährungsrisiko ein. Ein steigendes Wechselkursrisiko wird deshalb vor allem zu einer Absicherung des US-Dollar-Risikos führen. Deshalb ist steigende Volatilität mit einer Schwächung des Dollars verbunden. Als die implizite Volatilität im zweiten Quartal 2002 von 7 auf über 12% stieg, gewann der Euro rund 12% gegenüber dem US-Dollar. In den letzten Wochen war die implizite Volatilität des Euro-Dollar-Wechselkurses auf niedrigem Niveau. Nun beginnt sie zu steigen und hat inzwischen die Marke von 10% nach oben durchbrochen. Dies wird den US-Dollar belasten.

Alles in allem stehen die Chancen momentan recht gut, dass die Gemeinschaftswährung weiterhin an Wert zulegt. Wenn jedoch der Euro wieder unter die Unterstützung von 0,99 rutscht, gehen wir von einer erneuten Seitwärtsbewegung aus.

*Dr. Momtchil Pojarliev, INVESCO Deutschland
069/29087-291*

Diese Marketingbroschüre ist nicht Bestandteil eines Verkaufsprospektes. Obwohl große Sorgfalt darauf verwendet wurde, sicherzustellen, dass die in dieser Broschüre enthaltenen Informationen korrekt sind, kann ebenso wenig eine Verantwortung für Fehler oder Auslassungen irgendwelcher Art übernommen werden wie für alle Arten von Handlungen, die auf diesen basieren. Die hier dargestellten Meinungen und Prognosen können sich jederzeit und ohne vorherige Ankündigung ändern.

INVESCO Asset Management Deutschland GmbH

Bleichstraße 60-62, D-60313 Frankfurt/Main
Tel.: 069/29807-400, Fax: 069/29807-178

Deadline: 20. November 2002