

Portfolio

FINANCIAL TIMES DEUTSCHLAND

Märkte & Trends

FREITAG, 12. JULI 2002

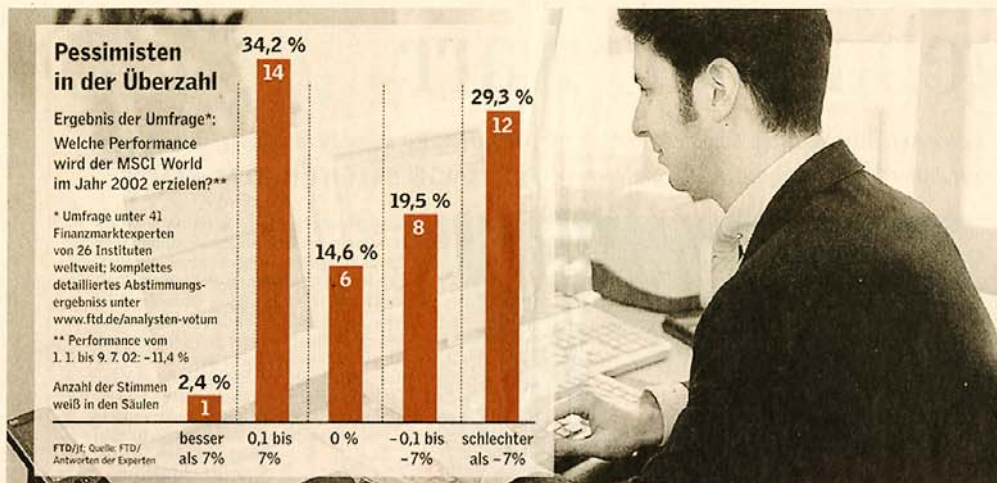
7

Sommertief oder Dauerfrost

Werden die globalen Aktienmärkte, seit Jahresbeginn um 11 Prozent abgetaucht, das Jahr 2002 im Minus abschließen? Wie bereits 2001 und 2000? Die FTD befragte 41 Experten von 26 Instituten weltweit. Zwei von ihnen beziehen Stellung

Drei Negativ-Jahre in Folge? Das gab es zuletzt vor 60 und 70 Jahren. Doch nun droht erneut ein solches Szenario. Entsprechend kontrovers wird diskutiert, und die Ansichten – so das Ergebnis der Umfrage* – divergieren selbst innerhalb der Banken. **Albert Edwards**, Leiter der globalen Strategie bei Dresdner Kleinwort, kommt stellvertretend für die Pessimisten zu Wort. **Mark Tinker**, globaler Chefstratege der Commerzbank, bietet Contra. Die Experten befragte **Torsten Engelbrecht**.

*vollständiges Umfrageergebnis unter WWW.FTD.DE/ANALYSTEN-VOTUM



PRO

Von **Albert Edwards**

Der Bärenmarkt befindet sich in einer Anpassungsphase, die wir „Eiszeit“ nennen. Eine Erläuterung der strukturell dahinter stehenden Gründe dürfte aktuelle und künftige Entwicklungen erklären helfen.

Treibende Kraft hinter dem Bullenmarkt von 1982 bis 2000 war der Entschluss der Politiker, uns von hohen Inflationsraten zu befreien. Dies führte zu einem Rückgang der Zinsen für lang laufende Kredite. Die Renditen am Geldmarkt, von Aktien und anderen Assetklassen schrumpften. Umgekehrt stiegen die Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV). Dabei trieben weniger steigende Gewinne als vielmehr höhere Bewertungen der Gewinne die Aktienpreise nach oben.

Doch war klar, dass steigende KGVs nicht ewig als Zupfer für die Wertpapierkurse dienen konnten. Nachdem die Inflation entschärft war, blieb nur noch das Gewinnwachstum, um die Kurse zu treiben. Doch niedrige Inflation heißt auch langsam wachsende Gewinne. Die Anleger werden sich also an niedrigere Nominalerträge gewöhnen müssen als die 16 Prozent pro Jahr während des langen Bullenmarkts. An sich hätte diese Übergangsphase relativ unaufgeregt verlaufen sollen. Sie erwies sich aber als einigermaßen umwälzend, vor allem wegen der Unfähigkeit der westlichen Entscheider, sich dem Unvermeidlichen zu fügen und dem Auf auch ein Ab folgen zu lassen.

Im einfachsten Fall wird ein KGV von drei Faktoren bestimmt: den kurzfristigen Gewinnerwartungen, den langfristigen Gewinnerwartungen und dem Diskontsatz, mit dem die Gewinne abgezinst werden. In einer Welt mit niedriger (oder gar keiner) Inflation müsste das KGV wegen der niedrigeren Abschlagsrate steigen. Doch zugleich sollten auch die Gewinnerwartungen in Richtung nominales Bruttoinlandsprodukt (BIP) sinken – doch eben dies ist nicht so

glatt verlaufen, wie es hätte sein können. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich erklärte 1996 die lange Schlacht gegen die Inflation für gewonnen. Zum Teil lag dies an den politischen Entscheidern, aber einige Faktoren wurden nicht gänzlich antizipiert wie Technologie-Innovationen, die helfen, die Kapazitäten zu steigern und so die Inflation zu unterdrücken.

Die Asienkrise 1997 verdeutlichte, wie die Welt an Überkapazität litt. Deflation wurde zum Kernthema. Die Rezession wurde als Mittel der Märkte gesehen, damit umzugehen. Doch die Politik – frei von Inflationsorgen – wollte keine Rezession zulassen. Ende der 90er geriet die USA in eine ähnliche Schieflage wie Asien 1997. Und noch schlimmer: Der US-Boom schuf weitere Überkapazität. Drastische Zinssenkungen ließ die Märkte dann denken, der Zyklus sei noch unter Kontrolle. Doch makroökonomische Schieflagen – vor allem das riesige US-Außenhandelsdefizit – lassen sich nicht so wegfeigen.

Zwar beginnt die Realität, überzogene Erwartungen einzuholen. Und langfristige Gewinnerwartungen sind schnellen Schrittes dabei, sich dem BIP-Wachstum anzunähern. Doch ist dieser Prozess abgeschlossen? Wir glauben, nein. Die USA sind immer noch in der Korrekturphase. Und obwohl Europas Aktienmärkte relativ attraktiv bewertet sind, werden sie auch künftig nach der Pfeife von Dow und Nasdaq tanzen. Der Bärenmarkt könnte daher bis Ende 2003 andauern. Weil die natürliche Ordnung des Zyklus nicht akzeptiert wurde, fühlt sich die Eiszeit der Märkte wie Dauerfrost an.



„Die Märkte sind in einer Phase, die wir ‚Eiszeit‘ nennen“

Albert Edwards, globaler Chefstratege Dresdner Kleinwort

CONTRA

Von **Mark Tinker**

Die Sommerrezession ist da, und alle Aktienmärkte liegen unterhalb der Werte, die man als fair bezeichnet. Neu ist, dass die USA von einer fairen auf eine attraktive Bewertung gefallen sind, obwohl der US-Markt immer noch der teuerste der führenden Märkte ist. Zugleich zweifeln die Anleger an den Gewinnen: wegen Bilanzunregelmäßigkeiten, die wie ein Schock wirken und das Vertrauen nachhaltig erschüttern; und wegen der Sorge um die US-Wirtschaft – eine Sorge allerdings, die wir nicht teilen.

So haben die schwachen Märkte die Mythosmaschine angekurbelt. Besonders die Vorstellung eines US-Staatshaushalts, der am Rande eines Schuldenvulkans tanzt. Darüber lassen sich spannende Artikel schreiben, die besonders außerhalb der USA beliebt sind, wo die Leser nur zu gerne glauben, dass der relative wirtschaftliche Erfolg Amerikas auch nur ein Buchhaltertrick ist. Und dies wird als Fakt in einem Kommentar nach dem anderen verbreitet. Tatsächlich gibt es überall Beweise für den hochverschuldeten US-Konsumenten, nur nicht in den Statistiken. Dieser Sektor gibt gegenwärtig knapp unter 14 Prozent seines verfügbaren Einkommens nach Steuern für die Schuldentilgung aus – bleiben also 86 Prozent frei verfügbar. Diese Zahl schwankt seit 25 Jahren zwischen 12 und 14 Prozent.

Noch wichtiger: Zwei Drittel der Schulden sind Immobilien-Hypotheken mit Festzinsen, die wegen niedriger Anleiherenditen refinanzierbar sind. Tatsächlich waren es die überraschenden Gewinne aus der Refinanzierung 1999, die den Konsum heißlaufen ließen. Dies aber war ein sich selbst regulierendes und temporäres Phänomen.

Die Nachfrage der Verbraucher ist nie zusammengebrochen, vielmehr finden die Schwankungen auf der Angebotsseite statt. So mussten die Produktionsraten 2001 fal-

len, um die durch hysterische Wachstumsprognosen bedingte 2000er Überproduktion auszugleichen. Die von der US-Produktion abhängigen Branchen erlebten einen starken Einbruch, da die Endnachfrage verstärkt aus Lagerbeständen und weniger aus der Produktion gedeckt wurde. 2002 ist es umgekehrt. Bei konstantem Konsum legt die Produktion zu, um mit den Umsätzen Schritt halten zu können. Ergebnis: eine V-förmige Erholung. Industrie-Zykler halten wir daher für gute Werte. Die Gewinne



„Alle Aktienmärkte liegen unterhalb ihrer fairen Bewertungen“

Mark Tinker, globaler Chefstratege Commerzbank

des zweiten Quartals werden den Vertrauen schaffen, die des dritten noch mehr.

Diese Aktienblase platzte vor zwei Jahren, doch erleben wir zurzeit die Auswirkungen der geplatzten Kreditblase, die darauf folgte. Am stärksten betroffen sind die Unternehmen, die die Kreditmärkte in den vergangenen drei Jahren angezapft haben und deren Kreditvolumen auf Basis ihrer (mittlerweile stark reduzierten) Aktienwerte berechnet wurden, und weniger auf Cashflows. Die Aussichten für Tech-, Medien- und Telekom-Papiere sind somit trübe.

Können die Märkte 2002 im Plus schließen? Die dazu notwendige Steigerung um 14 Prozent ist durchaus möglich, wenn man die fairen Bewertungen und den sich daraus ergebenden Kurspielraum bedenkt. In der Zwischenzeit werden viele der Aktien in den europäischen Indizes Renditen bieten, die über denen von Anleihen oder geldmarktnahen Anlagen liegen. Wer an eine Erholung glaubt, ist am besten mit den – wenig beliebten – Lebensversicherern bedient, die eine langfristige Wachstumsperspektive und in vielen Fällen hohe Renditen bieten.

Stichwortsuche

Mehr Optionen

Kursuche

Mehr Optionen



Download unter
www.ivg.de

Zeitung
Abonnement
Registrieren
PDA, Handy & RSS

Recherche
Bücher
Stellenmarkt
Partnersites
SIDEBAR
Bildschirmschoner
ftd.de als Startseite

One Brand All Media
Kontakt
Mediadaten
Leserbriefe
Anbieter

Hilfe

ftd.de, Do, 11.7.2002, 15:08

Die Umfrage-Ergebnisse im Einzelnen

(alphabetisch nach Instituten)

Name	Position	Institut	Votum				
			mehr als 7 %	0,1 bis 7 %	0 %	- 0,1 bis - 7 %	weniger als - 7 %
Ingbert Faust	Leiter Research	ABN Amro				X	
Gertrud Traud	Leiterin Aktienstrategie	Bankgesellschaft Berlin		X			
Reza Darius Montasser 1)	Chefanalyst	Bankhaus Reuschel		X			
Francois Lemoine	Globaler Stratege	BNP Paribas		X			
Rolf Elgeti 2)	Aktienstrategie	Commerzbank			X		
Mark Tinker 3)	Leiter globale Strategie	Commerzbank		X			
Ghosh Bunt 4)	Leiter Fixed Income Research	Credit Suisse First Boston			X		
Nick Nelson	Globaler Stratege	Credit Suisse First Boston				X	
Alfred Schoengraf 5)	Chefvolkswirt und Leiter der Strategie	Delbrück		X			
Jamil Baz	Leiter globale Fixed Income Strategie	Deutsche Bank					X
Pascal Costantini	Leiter globale Strategie	Deutsche Bank					X
Bernd Meyer	Aktienstrategie Europa	Deutsche Bank		X			
Rolf Schneider 6)	Leiter Makroresearch	Dresdner Bank				X	
John Butler	Leiter Debt Strategie	Dresdner Kleinwort					X
Albert Edwards	Leiter globale Strategie	Dresdner Kleinwort					X
Joseph Hickey	Globaler Portfolio-Stratege	Goldman Sachs		X			
Jim O'Neill	Chefvolkswirt	Goldman Sachs				X	
Neil Williams 7)	Leiter der globalen Strategie	Goldman Sachs		X			
Peter Oppenheimer 8)	Leiter globale Strategie	HSBC					X
Volker Borghoff 9)	Globaler Stratege	HSBC Trinkaus					X
Stefan Kolek	Globales Marktresearch	HypoVereinsbank		X			
Gerhard Schwarz 10)	Leiter Portfoliostrategie	HypoVereinsbank					X
Michael Fraikin	Co-Leiter Aktien Frankfurt	Invesco		X			
Falko Hörnicke 11)	Portfolio-Manager	Invesco			X		
Jörk Krämer 12)	Leiter Volkswirtschaft und Strategie	Invesco			X		
Jan Loeys	Leiter der Marktstrategie	JP Morgan					X
John Normand	Globaler Fixed Income Stratege	JP Morgan					X
Ian Scott	Leiter Aktienstrategie Europa	Lehman Brothers			X		
Bart Dowling 13)	Leiter globale Asset Allocation	Merrill Lynch		X			
Michael Hartnett 14)	Leiter Europastrategie	Merrill Lynch				X	
Guido Kiell	Volkswirt	Psychonomics				X	
Rüdiger von Nitzsch	Wirtschafts-Professor	RWTH Aachen				X	
Tobias Levkovich 15)	Leiter US-Strategie	Salomon Smith Barney		X			
Eberhardt Unger 16)	Leiter Makroresearch	SEB					X
Michael Oehrens	Leiter Research	SEB Invest		X			
Bijal Shah	Globaler Chef-Stratege	Société Générale		X			
Jeoff Hall	Leitender Volkswirt	Thomson Financial				X	
Mary Curtis	Globale Aktienstrategin	UBS Warburg					X
Crystal Horwood	Globale Strategin	UBS Warburg	X				
Alexander Ineichen	Leiter Finanzanalyse	UBS Warburg					X
Mark Precious	Globaler Aktienstrategie	UBS Warburg			X		

Die Experten befragte Torsten Engelbrecht

Ertrags-Check
Jetzt kostenlose Prüfung ihres Anlagedepots.
Zum Ertrags-Check 

Eine unabhängige Dienstleistung von Tetralog, Capital und Börse Online in Kooperation mit der 

Partner-Angebot
Sonderaktion! Extra-Konto der ING-DiBa + 25,- Tankgutschein!
Jetzt zugreifen! Kostenlose Kontoführung mit garantierten 2,5% ab dem ersten Euro! Hier gleich eröffnen und ARAL-Tankgutschein im Wert von 25,- Euro sichern!

1) Wie am MSCI-World-Langfristchart zu sehen, befindet sich der Index an seinem langfristigen Aufwärtstrend. Ein nachhaltiger Bruch dieses Trends scheint mir weder technisch noch makroökonomisch gerechtfertigt. Natürlich ist mir klar, dass weitere Hiobsbotschaften, seien sie politischer oder unternehmerischer Natur (Stichwort: Terror und Enronitis) sehr schnell zu weiteren Kursverlusten führen würden. Doch haben die internationalen Märkte ein gewisses Maß dieser akuten Gefahren bereits eingepreist. Daher würde es mich nicht verwundern, wenn es dem MSCI gelänge, am Aufwärtstrend abzufedern und die 16 Prozent Verlust dieses Jahres komplett wettzumachen.

2) Die fundamentale Gewinnsituation sieht besser aus, als es das gemischte Makro-Bild erscheinen lässt. Das hat der Markt zurzeit nicht eingepreist. Die Berichtssaison ab Juli sollte als Auslöser für diese Korrektur dienen.

3) Der US-Markt hat weniger Aufwärtspotenzial als der europäische, weshalb die Chancen für den MSCI World, Ende 2002 höher zu stehen als Anfang 2002, vorhanden, aber bescheiden sind.

4) Der globale Markt wird 2002 wohl mit einer Null-Performance abschließen, wobei der MSCI World Free leicht im negativen Bereich landen dürfte, der MSCI EMF (Emerging Markets) dagegen leicht im positiven Terrain.

5) Wir erwarten einen Anstieg des Index MSCI World von 0,2 bis 7 Prozent. Aktien profitieren einerseits von der Weltkonjunkturerholung und andererseits leiden sie weiter unter dem Vertrauensverlust der Anleger sowie unter geopolitischen Risiken.

6) Aktien sind fundamental betrachtet zurzeit unterbewertet. Belastend ist aber, dass es mehr als ein Jahr dauern könnte, bis die durch fragwürdige Bilanzierungspraktiken hervorgerufene Vertrauenskrise überstanden ist.

7) Der MSCI World ist auf Jahressicht um 13 Prozent abgetaucht. Und wir glauben, dass Aktien bis Ende des Jahres diese Verluste aufholen und leicht im Plus landen können. Denn erstens sind Aktien im Vergleich zu Anleihen unterbewertet. Zweitens dürften die tatsächlichen Gewinnwachstumszahlen mit den Konsensus-Schätzungen einhergehen oder sie leicht übertreffen. Und drittens sollte sich die schlechte Stimmung - bedingt durch Corporate-Governance- und Bilanzierungsprobleme - in den kommenden Monaten aufhellen.

8) Wir sind weiterhin besorgt über die Aktienbewertungen. Der US-Markt ist nach wie vor um bis zu 20 Prozent überbewertet. Und das Gewinnwachstum dürfte zukünftig schwach ausfallen.

9) Die Preismacht der Unternehmen ist schwach, die Gewinnsschätzungen nach wie vor zu hoch, und in diesem Jahr werden wir noch zahlreiche Gewinnenttäuschungen erleben. Das Gewinnpotenzial der Firmen ist folglich begrenzt und damit auch das Aufwärtspotenzial der globalen Aktienmärkte.

10) Ein Gesamtjahresverlust von fünf bis zehn Prozent ist wahrscheinlich, wobei die Performance wohl eher in der Gegend von minus zehn Prozent liegen wird.

11) Trotz der vielen Besorgnis erregenden Ereignisse wie unerwartet schwache US-Einzelhandelsumsätze oder die Bilanzierungsskandale sind wir überzeugt, dass die Weltwirtschaft im dritten Quartal zur Erholung ansetzt. Mit dem Ergebnis, dass der MSCI World das Jahr 2002 neutral oder leicht im Plus abschließen wird.

12) Seit Ende 2001 hat der MSCI World 14 Prozent verloren. Wir erwarten, dass er die Verluste bis zum Jahresende wettmacht. Zum einen liegt der MSCI 25 Prozent unter seinem fairen Niveau und ist damit nicht nur moderat, sondern signifikant unterbewertet. Zum anderen dürfte der Markt nach den ungewöhnlich starken Kursrückgängen technisch bereinigt sein. In unseren gemischten Portfolios sind Aktien jetzt Übergewichtet.

13) Wenn wir im MSCI World für 2002 auf ein Plus kommen wollen, brauchen wir bis Jahresende eine handfeste Rallye, also einmal durch die sprichwörtliche Hölle und zurück. Folge: Die Standardabweichung von Aktien wird in dieser Zeit recht hoch sein. Daher dürften haben wir Ende 2002 wahrscheinlich in die seltene Lage geraten, dass die jährliche Standardabweichung dieser Anlageklasse eigentlich größer ist als den jährlicher Gesamtertrag.

14) Eine dramatische Aufholjagd der Aktienmärkte im zweiten Halbjahr wäre nur möglich bei einem drastischen Umschwenken von Geld-, Fiskal- und Finanzpolitik.

15) Das erste Halbjahr wurde belastet von einem Favoritenschwenk weg von Tech- und Gesundheitsaktien. Doch in der zweiten Jahreshälfte sollte eine zyklische Erholung die Marktmaschine zum Laufen kriegen.

16) Nach der für Aktien schlechten ersten Jahreshälfte erwarten wir für die zweite einen Seitwärtstrend. Dabei könnte ein weiter fallender US-Dollar einen Double Dip provozieren, was die Aktienmärkte erneut unter Druck setzen würde.

Anzeige

von OnVista

- Der Hedge-Fonds, dem Banken vertrauen - jetzt schon ab 1000 € Mindestanlage!
- Zukunftsmarkt Windkraft: Sichern Sie sich 8,15% Zinsen p.a.!
- 6% mit BMW Spar&Invest. Die Erfolgskombination mit dem Top-Zins.
- Geplante Ausschüttung 28,89% p.a.: Top Rendite mit Spielfilmen für den Weltmarkt. Jetzt informieren!
- 4% Tagesgeld für ein ganzes Jahr! Jetzt für CortalConsors 4 for you anmelden!

© 2002 Financial Times Deutschland

Artikel

[Zurück](#)

▸ [Version zum Drucken](#)

▸ [Als E-Mail verschicken](#)

▸ [Leserbrief schreiben](#)

▸ [Newsletter abonnieren](#)

© 1999-2004 Financial Times Deutschland

[Home](#) · [Fonds-Tools](#) · [Aktien-Tools](#)

[Politik + Gesellschaft](#) · [Unternehmen + Branchen](#) · [Technik + Medien](#) · [Börsen + Märkte](#)

Recherche: · [Creditreform](#) · [Munzinger](#) · [7-Tage-Überblick](#) ·

[Zeitung](#) · [Heute in der Zeitung](#) · [Zeitung abonnieren](#) · [Zeitungs-Archiv](#) · [Service für Abonnenten](#) · [Hotelpartner](#)

[Leserbriefe](#)

Registrieren: · [Persönliches Profil erstellen](#) · [Newsletter abonnieren](#) · [PDA einrichten](#) · [SMS einrichten](#) · [WAP einrichten](#) · [Logout](#)

[Stellenmarkt](#) · [Bücher](#)

Kontakt: · [Impressum](#) · [Disclaimer](#) · [Mail an FTD](#) · [Mediadaten](#) · [Jobs bei der FTD](#) · [Wir über uns](#) · [Hilfe](#) · [Sitemap](#)

[Mit ICRA gekennzeichnet](#)