

") else document.write("") //-->



Die Kapitalmärkte im August 2002 mit Ausblick

Aktien leicht unter Druck, Renten fester

Hoffnungen auf Zinssenkungen und gute Nachrichten aus dem Unternehmenssektor stimmten die Anleger an den internationalen Börsen freundlich. Die Erholung wurde allerdings zum Monatsende durch Gewinnmitnahmen und schwache Konjunkturdaten wieder gestoppt. Rententitel tendierten im August vor dem Hintergrund niedriger Inflationsraten und ernüchternder Konjunkturdaten überwiegend fester.

Die Aktienmärkte

Deutschland/Europa

Anfängliche Erholung erhielt Dämpfer: Nach Wochen der Tristesse setzten die **europäischen Aktienmärkte** im August zu einer Erholungsbewegung an. Für ein freundliches Marktumfeld sorgten Hoffnungen auf eine Zinssenkung in den USA. Zudem gab es positive Impulse aus dem Unternehmenssektor. Adidas-Salomon überraschte mit seinen aktuellen Quartalszahlen, welche die Analystenerwartungen übertrafen. Der Sportartikelhersteller konnte vor dem Hintergrund der Fußball-WM seinen Absatz deutlich steigern. Ebenso präsentierte Lufthansa erstaunlich gute Geschäftszahlen. Die Fluglinie wies für das erste Halbjahr einen starken Anstieg des operativen Gewinns aus. Angesichts der Flutkatastrophe in Ostdeutschland gerieten Versicherungstitel unter Druck. Dagegen konnten Aktien aus der Baubranche kurzzeitig kräftig zulegen, wie beispielsweise der Konzern Bilfinger Berger. Die Kosten der Hochwasserschäden werden sich auf mehrere Milliarden Euro belaufen, wovon nach Ansicht der Marktteilnehmer insbesondere der Bausektor profitieren wird. Unserers Erachtens sind jedoch die jüngst gesehenen Kursanstiege übertrieben. In den letzten Augusttagen führten Gewinnmitnahmen sowie schwache Konjunkturdaten wieder zu Kursrückschlägen an den europäischen Börsen. In **Deutschland** hat sich zum dritten Mal in Folge das Wirtschaftsklima eingetrübt. Nach Angaben des Ifo-Instituts war der Geschäftsklimaindex im Berichtsmonat auf 88,8 Zähler von 89,9 im Juli zurückgegangen. Der deutsche Aktienindex DAX schloss per saldo bei 3.713 Punkten und konnte damit trotz seiner anfänglich deutlichen Aufwärtsbewegungen im Monatsvergleich nur ein leichtes Plus von 0,3 Prozent verzeichnen. Der Nemax All Share notierte zum 31.08.02 bei 533 Zählern und musste wiederum gut 6 Prozent an Wert einbüßen.

Korrekturgefahren noch nicht gebannt, doch Hoffnungen für den späteren Jahresverlauf: Erst auf mittlere Sicht erwarten wir an den **europäischen Aktienmärkten** wieder nennenswertes Kurspotenzial. Zwar haben die Hoffnungen auf einen raschen und kräftigen Konjunkturaufschwung mittlerweile einen Dämpfer erhalten, doch dürfte sich die Situation im späteren Jahresverlauf sukzessive bessern. Insbesondere tendenziell rückläufige Inflationsraten sollten sich positiv auf den Wachstumsprozess auswirken. Vor diesem Hintergrund sind wir für die Marktentwicklung generell positiv gestimmt. Mit Blick auf **Deutschland** sollten die für Unternehmen sehr positive Steuerreform sowie der hohe Restrukturierungsbedarf inländischer Gesellschaften für zusätzliche Kursfantasie sorgen.

Osteuropa

Überwiegend gut behauptet: Die **osteuropäischen Börsen** präsentierten sich im August zumeist in per saldo freundlicher Verfassung, wobei ihnen die

leichte Stimmungsbesserung auf dem internationalen Börsenparkett zu Gute kam. Die Finanztitel zeigten sich in Tschechien und Ungarn deutlich positiv, während die polnischen Finanzhäuser unter der Sorge um die Kreditqualität zu leiden hatten. Der ungarische Markt profitierte darüber hinaus von insgesamt guten Halbjahresergebnissen, welche gerade bei großen Unternehmen oftmals über den Erwartungen lagen. Die Flutkatastrophe, unter der insbesondere Tschechien zu leiden hatte, beeinträchtigte hingegen kaum die Aktienkursentwicklung. Spekulationen um das Indexschwergewicht Cesky Telecom sorgten dagegen für weitere Unterstützung.

Russland und Ungarn bleiben Anlagefavoriten: In Osteuropa favorisieren wir neben Ungarn weiterhin den russischen Aktienmarkt, auch wenn er sich trotz der jüngsten Erholungstendenzen per saldo noch in einer Konsolidierungsphase befindet. Fundamental gab es kaum einen Grund für die jüngsten Kursrückschläge. Zwar hat sich das Wirtschaftswachstum in Russland wegen des festen Rubels – der die Wettbewerbsfähigkeit einschränkt – etwas verlangsamt, doch deutet der für dieses Jahr geschätzte BIP-Zuwachs von 3,5 Prozent auf ein weiterhin durchaus erfreuliches Wachstum hin. Gerade mit Blick auf andere Emerging-Market-Regionen und vor dem Hintergrund der weltweit schwierigen Konjunkturlage bleibt die Makrosituation in Russland überdurchschnittlich stabil. Der Ölpreis bereitet derzeit keine Sorgen. Wir gehen davon aus, dass er zwar aufgrund einer hier vorherrschenden ausgeprägten politischen Komponente weiterhin volatil tendieren, jedoch nicht unter das Niveau von 20 / 21 USD pro Barrel fallen wird. Ebenfalls positiv beurteilen wir den ungarischen Aktienmarkt, den wir – wie auch die russische Börse – als „übergewichten“ einstufen. Die hier im osteuropäischen Durchschnitt niedrigen Bewertungen, eine relativ zu den Nachbarländern ansprechende Wirtschaftsentwicklung sowie erfreuliche Ertragsperspektiven auf Unternehmensseite lassen weiterhin vielversprechende Anlagechancen erwarten.

USA

Volatiler Börsenverlauf: Die US-Aktienmärkte präsentierten sich im August in sehr volatiler Verfassung. Während zwischenzeitlich Konjunkturängste, Sorgen um die weitere Gewinnentwicklung auf Unternehmensseite sowie der Konkursantrag von US Airways das Geschehen belasteten und für teilweise kräftige Kursrückschläge sorgten, tauchten immer wieder „Lichtblicke“ am Börsenhorizont auf. So beflügelten die oftmals besser als erwarteten Ergebnisse der Einzelhändler – wie Home Depot – den Markt und auch eine nach oben revidierte Gewinnprognose von Dell Computer, der Nummer zwei auf dem PC-Markt, wirkte sich stimulierend aus. Letztere gab insbesondere dem High-Tech-Bereich Auftrieb. Zusätzlich unterstützend wirkten zudem Äußerungen von mehreren Präsidenten regionaler Federal Reserve Banken, die auf eine zwar langsame, sich jedoch fortsetzende Konjunkturerholung hinwiesen, welche wohl kaum einer Leitzinssenkung seitens der FED bedarf. Schließlich konnten Investoren mit Erleichterung registrieren, dass ein Großteil der wichtigsten Unternehmenschefs die Richtigkeit ihrer Bilanzen beideten. Der Dow-Jones-Industrial-Average notierte zuletzt bei rund 8.664 Punkten, womit er trotz allem im Monatsvergleich mit knapp 1 Prozent doch noch ein leichtes Minus verbuchte. Im NASDAQ-Index betrug das Minus rund 1 Prozent.

Weiterhin vorsichtige Käufe: Wir gehen davon aus, dass der Vertrauensverlust vieler Anleger im Zusammenhang mit den dubiosen Bilanzierungspraktiken großer amerikanischer Unternehmen das Börsengeschehen in den USA noch eine Weile belasten wird. Insofern sind auch in den nächsten Wochen bei hoher Schwankungsbreite Korrekturbewegungen nicht auszuschließen. Da jedoch unseres Erachtens die Reaktion der Märkte auf die jüngsten Vorfälle sehr heftig und auch undifferenziert erfolgte, scheint uns das gegenwärtig gedrückte Kursniveau für selektive Zukäufe geeignet. Darüber hinaus dürfte sich die Makrosituation zunehmend als Stütze der US-Aktien erweisen. Zwar ist nicht, wie Anfang des Jahres noch prognostiziert, mit einer raschen Wirtschaftsbelebung und damit einem zügig verbesserten Ertragsszenario auf Unternehmensseite zu rechnen, doch sollte sich die Konjunktur wenn auch langsam, dafür aber stetig

„nach oben“ bewegen. Insofern stehen wir der Kursentwicklung im späteren Jahresverlauf vorsichtig optimistisch gegenüber. Derzeit allerdings bleiben US–Werte gemessen am MSCI–Welt–Index in unseren entsprechenden Portfolios noch untergewichtet.

Lateinamerika

Stabilisierung: Im August konnten sich die **lateinamerikanischen Börsen** stabilisieren, nachdem sie in den vergangenen Monaten aufgrund der angespannten politischen und wirtschaftlichen Lage kontinuierlich gefallen waren. Die leichte Erholung dürfte vor allem mit dem 30 Mrd. Dollar schweren Maßnahmenpaket zusammenhängen, das der Internationale Währungsfonds im Juli geschnürt hat, um die angeschlagene Wirtschaft Brasiliens zu stützen. Mit dem unerwartet hohen Kredit an den größten Staat Lateinamerikas will der IWF verhindern, dass sich die Krise auf den gesamten Kontinent ausbreitet. Dies würde am Ende auch die nordamerikanische Wirtschaft hart treffen. Im Zuge der guten Nachrichten vom IWF stiegen der MSCI Argentinien im Berichtsmonat um 1,94 Prozent sowie der MSCI Brasilien um 3,79 Prozent. Es ist gegenwärtig aber unwahrscheinlich, dass diese leichte Erholung mehr als ein Strohfeuer war, denn angesichts der weiter bestehenden Unsicherheiten bezüglich des Wahlausgangs in Brasilien im Oktober, der anhaltenden politischen Wirren in Argentinien sowie des fehlenden Reformeifers der mexikanischen Regierung scheint eine Trendwende an den lateinamerikanischen Aktienmärkten in weite Ferne gerückt.

Region bleibt untergewichtet: Neben den weiterhin bestehenden Wirtschafts–problemen in Argentinien, welche für die Marktentwicklung ein Belastungsfaktor bleiben, steht vor allem die brasilianische Börse derzeit unter Verkaufsdruck. Mit Blick auf den vom Markt wenig geliebten Präsidentschaftskandidaten Lula, der in den Umfragen die meisten Stimmen auf sich vereinigt, sind Investoren im Vorfeld der für Oktober anstehenden Wahlen nicht von der Kontinuität der momentanen Wirtschaftspolitik überzeugt. Trotz des IWF–Hilfspakets von 30 Mrd. USD, das größer ausfiel als erwartet, liegen die Risikoprämien immer noch bei rund 2.000 Basispunkten. Hierin spiegelt sich deutlich das vom Markt gesehene überproportionale politische Risiko in Brasilien wider. Wir erwarten auch weiterhin erhöhte Volatilitäten am brasilianischen Aktienmarkt und stufen vor diesem Hintergrund die gesamte lateinamerikanische Region als „Untergewichten“ ein.

Fernost

Leicht rückläufig: Die **asiatischen Aktienmärkte** mussten im August weitere moderate Kursrückgänge hinnehmen. Gleichzeitig blieben die gehandelten Volumina niedrig. Somit bewegten sich die fernöstlichen Börsen mehr oder weniger im Gleichklang mit den westlichen Märkten. Auch in Asien wirkten sich die nicht besonders ermutigenden Nachrichten über eine weitere konjunkturelle Abkühlung in den USA und Europa negativ aus. Ein Nachfragerückgang in den westlichen Industriestaaten dürfte an den stark exportgetriebenen asiatischen Märkten nicht spurlos vorübergehen. Während die Börsen in China, Korea und Thailand im Berichtsmonat nur leichte Kursrückgänge verzeichneten, wurde der Markt in Taiwan zusätzlich von den wieder aufflammenden Konflikten mit China um die politische Unabhängigkeit des Inselstaats belastet. So gab der MSCI Taiwan im August um 3,22 Prozent nach. Positiv ragte im August vor allem die indische Börse heraus. Hier stiegen die Notierungen, nachdem sich die Regierung zur Umsetzung eines lange erwarteten Privatisierungsprogramms entschlossen hat. Nach Jahren des Aufschubs sollen nun zahlreiche Privatisierungen in wichtigen Wirtschaftszweigen wie z.B. der Ölindustrie eingeleitet werden.

Positive Perspektiven: Obwohl die Probleme in den USA und Europa gegenwärtig auch die **asiatischen Aktienmärkte** belasten, konnte sich die Region dank der in den letzten drei Jahren durchgeführten strukturellen Reformen ein besseres wirtschaftliches Umfeld aufbauen. So weist Asien weiterhin ein robustes Wirtschaftswachstum auf. Im Durchschnittlich sind

asiatische Aktien mit einem Kurs–Gewinn–Verhältnis von 8 bis 9 nur halb so hoch bewertet wie ihre amerikanischen und europäischen Pendanten. Deshalb sind wir zuversichtlich, dass sich die fernöstlichen Aktienmärkte trotz der in jüngster Zeit gesehenen Korrekturen in den kommenden Monaten besser als andere Regionen entwickeln werden..

Japan

Überwiegend im Minus: Der **japanische Aktienmarkt** tendierte im August überwiegend im Minus. Während vor allem die Konjunktorentwicklung in den USA mit sorgenvollem Blick verfolgt wurde, führte auch die anhaltende Schwäche des US–Dollars gegenüber dem Yen angesichts möglicher Belastungen für exportorientierte japanische Unternehmen weiterhin zu Verstimmungen. Darüber hinaus waren es aber auch Befürchtungen hinsichtlich anstehender Veräußerungen von Überkreuzverflechtungen zwischen Unternehmen und Banken, welche das Marktgeschehen negativ beeinflussten. Zwar sorgten Kurssteigerungen bei den High–Techs zwischenzeitlich für Aufwärtstendenzen, doch reichten diese letztendlich nicht aus, um die Monatsbilanz in schwarzen Zahlen zu schreiben. Der Nikkei–Index, welcher kurzfristig die 10.000er Marke streifen konnte, notierte zuletzt bei 9.619 Punkten, was einem Minus von fast 3 Prozent entsprach.

Längerfristig Chancen vorhanden: Mit dem kräftigen Abbau der Lagerbestände und einem vorsichtig optimistischen Konjunkturausblick der BoJ sind in Japan erste Anzeichen einer wirtschaftlichen Bodenbildung gegeben. Auch überraschten die Quartalsergebnisse einiger japanischer Unternehmen, die mit Kosteneinsparungen und Effizienzsteigerungen die Yen–Stärke etwas ausgleichen konnten, positiv. Dies alles deutet darauf hin, dass sich die fundamentale Situation in **Japan** langsam bessert. Dabei sehen wir vor allem eine Unterstützung durch die wieder aufkommende Konjunkturstärke in den asiatischen Nachbarländern und eine damit steigende Nachfrage nach japanischen Produkten. Wir könnten uns durchaus vorstellen, dass dies die negativen Effekte aus einer nur zögerlichen Wirtschaftsbelebung in den USA abmildern kann. Insofern stehen wir dem japanischen Aktienmarkt eher positiv gegenüber. Während wir kürzerfristig gerade auch mit Blick auf den noch Korrektur anfälligen US–Markt durchaus Kursgefahren in Japan sehen, erscheinen uns die längerfristigen Chancen angesichts der sich bessernden makroökonomischen Aussichten durchaus ansprechend. Weiterhin erscheint es uns angebracht, in einem international ausgerichteten Portfolio Schwächephasen zu nutzen, um die bisherige Untergewichtung Japans abzubauen und auf eine neutrale Positionierung anzuheben.

Die Rentenmärkte

Euroland

Euro–Renten folgen US–Bondmarkt: Beflügelt durch freundliche Vorgaben des US–Bondmarktes tendierten **europäische Anleihen** im August über alle Laufzeiten fester. Zu dem positiven Rentenmarktumfeld mit geringer Wahrscheinlichkeit für baldige Zinserhöhungen trugen neben dem nachlassenden Inflationsdruck – seit Mai liegt die Teuerung in der Eurozone unter der von der Europäischen Zentralbank angestrebten Zwei–Prozent–Marke – auch ernüchternde Konjunkturdaten bei. Der stark beachtete Ifo–Geschäftsklimaindex gab im August zum dritten Mal in Folge nach und notierte nur noch bei 88,8 Punkten. Auch der Einkaufsmanagerindex sowie das Konsumentenvertrauen waren leicht rückläufig. Trotz wenig erfreulichen Konjunkturdaten bleibt die Wirtschaft Eurolands auf moderatem Wachstumskurs. In Deutschland ist das Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal um 0,3 Prozent gegenüber Vorquartal gestiegen.

Stabile Aussichten für Euro–Anleihen: Bei einem sich weiter befestigenden Euro – beispielsweise in Folge einer kriegerischen Auseinandersetzung im

Irak – könnten die europäischen Rentenmärkte zwar von verstärkten Kapitalzuflüssen profitieren. Wir gehen dennoch davon aus, dass das Potenzial für Renditerückgänge angesichts des bereits niedrigen Zinsniveaus inzwischen begrenzt sein sollte. Inflationsrisiken sind dabei in absehbarer Zeit nicht völlig auszuschließen. Die Folgen der Flutkatastrophe in Österreich sowie im Osten Deutschlands und der wachsenden staatlichen Budgetdefizite für die Preisniveaustabilität können zurzeit jedenfalls noch nicht annähernd abgeschätzt werden. Ungemach droht auch von der Ölpreisentwicklung. Der Preis pro Barrel notierte zum Monatsende angesichts der Spannungen im Nahen Osten bei über 27 US-Dollar mit steigender Tendenz. Angesichts der bestehenden Unsicherheiten sind wir in der Duration inzwischen wieder auf eine gegenüber Benchmark nahezu neutrale Positionierung übergegangen. Insgesamt dürfte das kurze Endes Marktes fair gepreist sein. Bei mittleren und langen Laufzeiten besteht hingegen durchaus noch etwas Potenzial für Kursgewinne. Bis Jahresende ist deshalb mit einer leichten Verflachung der Zinsstrukturkurve zu rechnen.

Übriges Europa (ex Euroland)

Tendenz fester: Die Rentenmärkte der nicht der Eurozone angehörigen Länder („Euro-Outs“) tendierten zuletzt ebenfalls überwiegend fester. In *Großbritannien* ist bei schwächeren Konjunkturdaten und niedriger Inflationsrate die zuvor bestehende Zinserhöhungserwartung aus dem Markt gewichen. Wir sehen gegenwärtig indes keinen Anlass, an unserer Positionierung mit Betonung kurzer und mittlerer Laufzeiten bei gleichzeitiger Untergewichtung des unattraktiven langen Endes etwas zu verändern. Weiter positiv sind wir gegenüber den skandinavischen Ländern eingestellt. Nach zwei Zinserhöhungen im Frühjahr ist in *Schweden* vorerst nicht mit weiteren Zinsschritten zu rechnen. Die Schwäche am Aktienmarkt sowie Unsicherheiten über den weiteren Verlauf der Weltkonjunktur sprechen dagegen. Vor allem die mittleren und langen Laufzeiten konnten zuletzt Kursgewinne verbuchen. Für die Entwicklung der Schwedischen Krone (SEK) ist die Frage des Beitritts zur Eurozone von zentraler Bedeutung. Mit der Aufstellung eines konkreten Fahrplans nach der am 15. September stattfindenden Parlamentswahl könnte die SEK an Wert zulegen. *Dänemark* hat in der letzten Woche wegen der Stärke der Währung den Ausleihesatz am Geldmarkt um 5 Basispunkte auf nunmehr 3,5 Prozent gesenkt und damit den Zinsunterschied zur Eurozone weiter verringert. Weitere kleine Zinsschritte könnten noch folgen. *Norwegen* ist vor allem wegen der hohen Realverzinsung attraktiv. Mit einem Leitzinssatz von sieben Prozent liegt das Land unter allen westlichen Industrieländern mit Abstand an der Spitze. Zusätzliche Attraktivität könnten Bondmarkt und Währung Norwegens bei einem weiteren Anstieg des Ölpreises gewinnen.

Ungarn gegen den Trend: Mit Ausnahme Ungarns, wo als Folge der Leitzinserhöhung die Renditen zunahm, zeigten sich die osteuropäischen Rentenmärkte in festerer Verfassung. In *Polen* nehmen zwar die Bedenken wegen eines steigenden staatlichen Budgetdefizits zu. Standard & Poor's hat die Einstufung von Langläufern in Landeswährung von A+ auf A herabgesetzt. Dennoch sehen wir wegen der anhaltend hohen Realverzinsung am polnischen Bondmarkt – trotz gewisser Währungsrisiken – über alle Laufzeiten attraktive Anlagemöglichkeiten. Daran ändert auch die jüngste Leitzinssenkung um 50 Basispunkte auf nunmehr acht Prozent nichts. Nach der letzten Zinsanhebung um 50 Basispunkte erwarten wir in *Ungarn* bei nachlassender Inflation vorerst keine weiteren Zinserhöhungen. Kurze bis mittlere Laufzeiten gefallen uns hier besonders. Die tschechische Nationalbank hat am 25. Juli die Leitzinsen überraschend stark auf 3,0 Prozent und damit unter das Niveau der Eurozone gesenkt. Da das Konvergenzpotenzial in *Tschechien* weitgehend ausgeschöpft sein sollte, nehmen wir jedoch von weiteren Engagements Abstand.

USA

Konjunkturdaten uneinheitlich: Der **US-Bondmarkt** präsentierte sich auch im August in fester Verfassung. Die Renditen gaben über alle Laufzeiten hinweg leicht nach, wobei die stärksten Rückgänge bei mittleren und langen

Laufzeiten zu verzeichnen waren. Kaum Veränderungen gab es dagegen am kurzen Ende, was nicht zuletzt auf die wieder gesunkenen Erwartungen für Leitzinssenkungen in diesem Jahr zurückzuführen war. Das konjunkturelle Umfeld zeigte sich wiederum uneinheitlich. Positive Meldungen von den Einzelhandelsumsätzen, Auftragseingängen für dauerhafte Wirtschaftsgüter und einem leicht rückläufigen Handelsbilanzdefizit standen schwächere Sentimentfaktoren gegenüber. Frühindikatoren, Verbrauchervertrauen und Einkaufsmanagerindex gaben im Vergleich zum Vormonat nach. Wir gehen dennoch weiterhin davon aus, dass die US-Wirtschaft auch im zweiten Halbjahr wachsen wird, wegen des stagnierenden privaten Verbrauchs, steigender Arbeitslosenziffern und negativer Vermögenseffekte jedoch mit geringerem Tempo. Ein abermaliges Abrutschen in die Rezession, wie von einigen Marktteilnehmern erwartet, kann nach unserer Ansicht aber vermieden werden.

Rentenmarktumfeld weiter intakt: Angesichts verhaltener Konjunkturaussichten bei gleichzeitig niedriger Inflation – im Juli belief sich die Teuerungsrate in den Vereinigten Staaten auf 1,5 Prozent – sehen wir vorerst gute Unterstützung für US-Treasuries. Eine baldige Trendumkehr in der Leitzinspolitik ist jedenfalls nicht zu erwarten. Staatsanleihen profitieren dabei gegenwärtig auch von einer nachlassenden Risikoneigung vieler Investoren, die zu einer geringeren Nachfrage nach Corporate Bonds oder Anleihen aus den Emerging Markets führte. Wir gehen davon aus, dass das intakte Rentenmarktumfeld noch eine Weile erhalten bleiben sollte. An unserer strategischen Ausrichtung mit Betonung des mittleren Laufzeitenbereichs (3–5 Jahre) und des ganz langen Endes (über 10 Jahre) halten wir fest. Das zunehmende Haushaltsdefizit in den Vereinigten Staaten könnte sich allerdings wegen des wachsenden Bondangebots mittelfristig belastend auf die Anleihemärkte auswirken.