

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



Die Kapitalmärkte im September 2002 mit Ausblick

### **Aktien unter kräftigem Abgabedruck, Renten erneut fester Die Kapitalmärkte im September 2002**

**Der September erwies sich für die internationalen Aktienmärkte als äußerst negativer Monat. Konjunktursorgen, Gewinnwarnungen auf Unternehmensebene sowie ein drohender Irak-Krieg belasteten das Geschehen und führten überwiegend zu kräftigen Kursrückschlägen. Auf der Rentenseite hingegen erlebten Anleger eine sehr freundliche Entwicklung. Weiterhin als „safe haven“ geschätzt, konnten Staatspapiere kräftige Renditeabschwächungen und somit Kurssteigerungen verzeichnen.**

#### **Die Aktienmärkte**

##### **Deutschland/Europa**

Kräftige Kurseinbußen: Auch für die **europäischen Aktienmärkte** stellte der September einen äußerst schwachen Börsenmonat dar. Neben negativen US-Vorgaben war es vor allem die sich zunehmend eintrübende Konjunktur, welche für überwiegend heftige Kurskorrekturen sorgte. Gewinnwarnungen auf Unternehmensebene sowie Sorgen um einen bevorstehenden Irak-Krieg taten ein Übriges, um die Kurstalfahrt zu verstärken. **Deutsche Aktien** wie etwa der Finanzdienstleister MLP mussten besonders kräftige Einbußen hinnehmen. Zeitweise unter deutlichen Abgabedruck gerieten aber auch Allianz, welche infolge von Asbestrisiken mit der Meldung über erhöhte Rückstellungen bei der US-Versicherungstochter Fireman's Fund negativ überraschte. Am Neuen Markt, dessen Aus zum Jahresende 2003 droht, sorgte insbesondere die Telekomgesellschaft MobilCom für Furore. Dem Unternehmen drohte die Insolvenz, nachdem France Télécom den Rückzug angekündigt hatte und auch keine weiteren liquiden Mittel zur Verfügung stellen wollte. In diesem Umfeld büßte der DAX bei einem Schlusstand von knapp 2.770 Punkten im Monatsvergleich über 25 Prozent seines Wertes ein (der englische FTSE 100: -12%, der französische CAC 40: -17,5%), während im Wachstumssegment der Nemax All-Share Index 27 Prozent verlor.

Bodenbildung in Sicht: Insbesondere die labile Konjunktursituation und damit einhergehende, verhaltene Ertragsperspektiven auf Unternehmensebene dürften das Geschehen an den **europäischen Aktienmärkten** auch weiterhin bestimmen. Aus den USA sind derzeit keine positiven Impulse zu erwarten. Im Gegenteil: Die dort deutlich gedämpften Wirtschaftsaussichten, Gewinnwarnungen und ein drohender Irak-Krieg lassen kaum Hoffnung auf eine baldige, nachhaltige Erholung an den Aktienbörsen beiderseits des Atlantik zu. Eher ist davon auszugehen, dass die Tendenz zunächst noch volatil bleibt. Allerdings scheint sich mittlerweile eine Bodenbildung anzubahnen, die eine solide Basis für später zu erwartende, wieder kräftige Aufwärtsbewegungen an den hiesigen Aktienmärkten darstellen dürfte. Im langjährigen Vergleich mittlerweile günstige Bewertungsniveaus sollten sich dabei unterstützend auswirken. Bei durchgreifender Besserung der makroökonomischen Situation werden sich dann die Kurschancen unseres Erachtens verstetigen. Mit Blick auf **Deutschland** dürfte der hohe Restrukturierungsbedarf inländischer Gesellschaften für zusätzliche Kursfantasie sorgen.

##### **Osteuropa**

Überwiegend geschwächt, aber Russland als positive Ausnahme: Die **osteuropäischen Aktienmärkte** tendierten im September zumeist rückläufig,

wobei der allgemein schwache Verlauf an den Weltbörsen die Richtung vorgab. Während die polnische Börse bei sinkender Industrieproduktion unter der anhaltend labilen Wirtschaftssituation litt, war es in Ungarn ein höher als erwartetes Budgetdefizit, das zusätzlich für Verstimmungen sorgte. Die Regierung hat deshalb Sparpläne bekannt gegeben, welche dafür sorgen sollen, dass das Haushaltsdefizit nach etwa 6,5 Prozent in 2002 im kommenden Jahr die geplanten fünf Prozent des BIP nicht übersteigen wird. Eine positive Ausnahme bildete die russische Börse, welche sich bei volatiltem Verlauf im Monatsvergleich behauptete. Hier konnten trotz Unsicherheiten hinsichtlich der Restrukturierungen im Versorgungsbereich ein fester Ölpreis und gute Fundamentaldaten die Tendenz beflügeln. So ist die Industrieproduktion im August um 1,8 Prozent gegenüber dem Vormonat gestiegen und erreichte damit in den ersten acht Monaten des laufenden Jahres einen Zuwachs von 3,8 Prozent. Im gleichen Zeitraum betrug das BIP-Wachstum vier Prozent. Damit unterstrichen die Makrodaten erneut die solide konjunkturelle Entwicklung des Landes.

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 zuvor gesehenen Kursrückschläge. Zwar hat sich das Wirtschaftswachstum in Russland gerade auch mit Blick auf den die Wettbewerbsfähigkeit einschränkenden festen Rubel etwas verlangsamt, doch deutet der für dieses Jahr geschätzte BIP-Zuwachs von 3,5 Prozent auf eine weiterhin durchaus erfreuliche Entwicklung 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 viel versprechende Anlagechancen erwarten. In Polen hingegen sind wir angesichts der labilen Wirtschaftssituation – für 2002 wird ein BIP-Anstieg von lediglich einem Prozent erwartet – weiterhin untergewichtet.

### USA

Kurse erreichen mehrjährige Tiefstände: Die **US-Aktienmärkte** zeigten sich im Berichtszeitraum in deutlich geschwächter Verfassung. Abgesehen von wenigen erfreulichen Ausnahmen wie etwa den Einzelhandelsumsätzen blieb das Konjunkturbild eingetrübt, was sich auch im pessimistischen Grundton des „Beige Book“, in dem die Konjunkturberichte aus den einzelnen Fed-Bezirken zusammengefasst sind, widerspiegelte. Neben Unsicherheiten über die weitere wirtschaftliche Entwicklung belasteten zudem Gewinnwarnungen auf Unternehmensseite das Marktgeschehen. Nicht nur im „High-Tech“-Sektor mussten wie etwa von dem IT-Dienstleister Electronic Data Systems entsprechende Hiobsbotschaften hingenommen werden. Auch Unternehmen wie der Tabakriese Philip Morris oder die Fast-Food-Kette McDonald's nahmen ihre Ertragsprognosen zurück, was sich am Gesamtmarkt in heftigen Kurskorrekturen niederschlug. Für erhebliche Unruhe sorgte darüber hinaus ein drohender Irak-Krieg, der deutlich zur negativen Marktstimmung beitrug. Alles in allem ein düsterer Monat für die Aktienmärkte, welche auf mehrjährige Tiefstände abglitten. Zuletzt notierte der Dow-Jones-Industrial-Average bei rund 7.590 Punkten, womit er im Monatsvergleich ein Minus von gut 12 Prozent auswies. Der Verlust im technologieorientierten NASDAQ-Index betrug sogar knapp 11 Prozent.

Konjunktur bleibt Sorgenkind: Während das Thema „Bilanzskandale“ wieder etwas in den Hintergrund getreten ist, gilt das Hauptaugenmerk der Anleger den konjunkturellen Tendenzen, welche mehr und mehr zu einem Sorgenkind

werden. Enttäuschende Wirtschaftsdaten haben teilweise sogar die Furcht vor einem „Double Dip“, einer – von uns allerdings nicht erwarteten – wiederkehrenden Rezession geschürt. Vor allem der rückläufige Verbrauchervertrauensindex sowie die verhaltene Situation am Arbeitsmarkt führen teilweise bereits zu Befürchtungen, dass der für die amerikanische Konjunktur so wichtige private Konsum, welcher rund 2/3 zum Bruttoinlandsprodukt beiträgt, nachlassen wird. In diesem Umfeld dürfte sich noch keine nachhaltige Erholung der Unternehmensgewinne ergeben, was die allgemein negative Stimmung an den **US-Aktienbörsen** verstärkt. Darüber hinaus ist auch die Irak-Krise ein Unsicherheitsfaktor. Bei einer kriegerischen Auseinandersetzung würde der Ölpreis kurzfristig über weiteres Steigerungspotenzial verfügen und damit zusätzliche Gefahren für die makroökonomische Entwicklung heraufbeschwören. In diesem Szenario wird unseres Erachtens das Geschehen an den US-Börsen, welche im Vergleich zu Europa nach wie vor ungünstigere Bewertungsrelationen vorweisen, volatil und zunächst noch Korrektur gefährdet bleiben. Erst bei deutlichen Anzeichen einer Belebung der amerikanischen Wirtschaft werden die Aktienmärkte wieder bessere Zeiten erleben.

### **Lateinamerika**

Brasilien im Vorfeld der Wahlen weiterhin belastet: Die **lateinamerikanischen Aktienmärkte** präsentierten sich im September in überwiegend geschwächter Verfassung. Zu den größten Verlierern gehörte die brasilianische Börse, welche weiterhin von den Anfang Oktober anstehenden Präsidentschaftswahlen belastet wird. Marktteilnehmer befürchten, dass der Kandidat der Linken Lula, welcher in den Umfragen vorne liegt, gewinnen und damit die Kontinuität der momentanen Wirtschaftspolitik gefährdet wird. Die Sorgen richten sich vor allem darauf, dass Lula bereits in der ersten Wahlrunde mehr als 50 Prozent der Stimmen auf sich vereinigen kann, was die zweite und entscheidende Abstimmung Ende Oktober überflüssig machen würde. Auch der Real hat im Vorfeld des Urnengangs deutlich gelitten. Mittlerweile hat es die Notenbank aufgegeben, die Währung zu stützen, um so ihre Devisenreserven nicht weiter zu dezimieren.

Region bleibt untergewichtet: Neben den weiterhin bestehenden Wirtschaftsproblemen 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 sind Investoren im Vorfeld der für den 6. 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**

Geschwächt: Die **asiatischen Aktienmärkte** setzten im September ihren Abwärtstrend fort, womit sie wieder einmal den Vorgaben der amerikanischen Börsen folgten. Vor allem eine sich weltweit abzeichnende Konjunkturabkühlung sowie die Angst vor einem Krieg im Irak mit der Gefahr eines steigenden Ölpreises belasteten das Geschehen. Besonders ausgeprägt war die negative Entwicklung an den großen asiatischen Börsen wie Taiwan und Korea. Doch auch kleinere Märkte wie Thailand und Indonesien, die eher als defensiv eingestuft werden, mussten Kurseinbußen hinnehmen. Insgesamt gab der MSCI Far East (ex Japan)-Index im Berichtsmonat um 12,1 Prozent nach. An der Börse in Hongkong, das durch seine Währung eng an die USA gekoppelt ist, kam es ebenfalls zu kräftigen Rückschlägen. Der Hang-Seng-Index notierte zuletzt in gefährlicher Nähe der 9.000er Linie und büßte damit im Monatsvergleich nahezu 10 Prozent seines Wertes ein.

Positive Perspektiven: Obwohl die Probleme in den USA wie etwa der drohende Irak-Krieg oder die Ölpreisentwicklung derzeit auch die **fernöstlichen Aktienmärkte** belasten, konnte sich Asien dank der in den letzten drei Jahren durchgeführten strukturellen Reformen ein vergleichsweise besseres wirtschaftliches Umfeld aufbauen. Deshalb sind wir zuversichtlich, dass sich die asiatischen Börsen trotz der in jüngster Zeit gesehenen Korrekturen angesichts steigender Unternehmensgewinne und günstiger Bewertungen (1,4 mal Kurs/Buchwert vs. 2,0 mal Kurs/Buchwert des MSCI World) in den kommenden Monaten besser als andere Regionen entwickeln werden.

## Japan

Relativ stabil: Der **japanische Aktienmarkt** konnte sich im September in einem weltweit stark angeschlagenen Börsenumfeld noch relativ gut behaupten. Positiv wirkte sich insbesondere die Ankündigung der Bank of Japan (BoJ) aus, Aktien von Banken, die das Eigenkapital übersteigen (Tier 1) und deshalb in den nächsten Jahren entweder an die Unternehmen selbst oder über den Markt veräußert werden müssen, direkt aufzukaufen. Neben einer die Börse schonenden Vorgehensweise könnte diese Maßnahme auch eine expansive geldpolitische Wirkung entfalten. Darüber hinaus bestanden zeitweise Hoffnungen, dass Koizumi ein Konjunkturförderprogramm, konzentriert auf Steuerkürzungen und Bankreformen, ankündigen wird. Diese Nachrichten stützten den Markt, der ansonsten auch zahlreichen Belastungsmomenten ausgesetzt war. So etwa der Schwäche des US-Dollars gegenüber dem Yen, welche für die japanische Exportindustrie äußerst ungünstig ist. Auch ein weiterhin hoher Umfang Not leidender Kredite im Bankensektor oder die trotz eines unerwartet erfreulichen Anstiegs der Industrieproduktion unsicheren Konjunkturperspektiven drückten die Stimmung am Markt. Der Nikkei-Index, welcher eine hohe Volatilität aufwies, notierte zuletzt bei rund 9.380 Punkten, was gegenüber dem Ultimo-Stand August einem Minus von 2,5 Prozent entsprach.

Halteposition: Obwohl in Japan erste Anzeichen einer wirtschaftlichen Bodenbildung gegeben sind, bleiben die Konjunkturperspektiven nicht zuletzt infolge einer anhaltend geschwächten Wirtschaftslage in den USA sehr verhalten. Der positive Nachrichtenfluss, welcher in den letzten Monaten den Aktienmarkt gestützt hat, scheint mittlerweile zu versiegen, womit der Kabutocho eine wichtige Stütze verlieren dürfte. Vor allem Sorgen über die weiterhin zögerliche Inangriffnahme der dringend notwendigen Bankreformen und Unsicherheiten hinsichtlich des angeschlagenen Finanzsystems beherrschen zunehmend das Geschehen und lassen kaum Hoffnungen auf eine weitere Outperformance des **japanischen Aktienmarktes** gegenüber den angeschlagenen Weltbörsen aufkommen (seit Jahresanfang: Nikkei-Index -11,0%, DJIA -24,2%). Darüber hinaus ist die Ankündigung der BoJ über den direkten Aktienkauf bei Banken nach der ersten Euphorie mittlerweile auf Ernüchterung gestoßen, da eine Vielzahl von Fragen unbeantwortet blieb. Mit Blick auf dieses Szenario stehen wir dem weiteren Geschehen am japanischen Aktienmarkt nunmehr mit Vorsicht gegenüber, sodass sich unser Rating derzeit auf „Halten“ beschränkt.

Die Rentenmärkte

## Euroland

Weiterhin labile Wirtschaft: An den **EWU-Rentenmärkten** kam es im Berichtsmonat zu deutlichen Renditeabschwächungen. Neben freundlichen US-Vorgaben war es vor allem die anhaltende Konjunkturschwäche, welche das Geschehen stimulierte, machte sie doch in absehbarer Zeit Leitzinserhöhungen seitens der EZB unwahrscheinlich. So gaben im September wichtige Frühindikatoren wie der Ifo-Geschäftsklimaindex für Westdeutschland, der französische INSEE-Index oder der Reuters-Einkaufsmanagerindex weiter nach. Beim Ifo-Index war es bereits der vierte Rückgang in Folge. Was den Marktteilnehmern hier besondere

Sorge bereitete, sind die sinkenden Geschäftserwartungen, während sich die Einschätzung der aktuellen Lage stabilisiert hat. Hinsichtlich der Bundestagswahlen war zwar ein Unsicherheitsfaktor aus den Märkten genommen, doch führte dies zu keinen nennenswerten Kursbewegungen. In Deutschland notierte die Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere zuletzt bei 4,09 Prozent und damit um 27 Basispunkte niedriger als zum August–Ultimo.

Euro–Anleihen bleiben gefragt: Das Zinsumfeld für Euro–Anleihen ist weiterhin intakt. Angesichts der labilen Aktienkursentwicklung und nach wie vor gedämpfter Konjunkturaussichten – der IWF hat für den **Euroraum** seine Wachstumsprognosen für 2002 auf 0,9% (zuvor: 1,4%) und für 2003 auf 2,3% (2,9%) reduziert – bleiben festverzinsliche Wertpapiere eine gefragte Anlage. Angesichts des bereits erreichten Kursniveaus erscheint das weitere Kurspotenzial bei steiler gewordener Zinsstrukturkurve jedoch begrenzt. Mit Blick auf die EZB gehen wir davon aus, dass sie vor dem Hintergrund der labilen makroökonomischen Situation die Leitzinsen in diesem Jahr unverändert bei 3,25 Prozent belassen wird. Die vom Markt bereits zunehmenden Erwartungen in Richtung einer Senkung des Hauptrefinanzierungssatzes teilen wir jedoch nicht. Zum einen hat die Teuerungsrate im August erstmals seit April wieder die Zwei–Prozent–Marke überschritten und zum anderen stellt der Ölpreis angesichts des drohenden Irak–Krieges ein Gefahrenmoment dar. Insgesamt sind wir derzeit in der Duration neutral positioniert.

### Übriges Europa (ex Euroland)

Leitzinssenkung in Polen: Zum Teil kräftige Renditerückgänge und damit deutliche Kurssteigerungen kennzeichneten im September die Entwicklung an den **europäischen Nicht–EWU–Rentenmärkten**. Auch hier wurde angesichts der Turbulenzen auf der Aktienseite der „sichere Hafen“ der festverzinslichen Wertpapiere bevorzugt. Polnische Anleihen profitierten darüber hinaus bereits im Vorfeld von einer gegen Monatsende von der Notenbank durchgeführten Leitzinssenkung um 50 Basispunkte. Der tschechische Rentenmarkt musste hingegen noch auf die erhoffte Leitzinssenkung warten, was ihn aber nicht daran hinderte, sich ebenfalls freundlich zu präsentieren.

Gegenüber Tschechien weiterhin reserviert: In Großbritannien ist angesichts einer niedrigen Inflationsrate die starke Zinserhöhungserwartung aus dem Markt genommen. Wir betonen hier weiterhin kurze und mittlere Laufzeiten bei gleichzeitiger Untergewichtung des langen Endes. Mit Blick auf Osteuropa sehen wir am polnischen Bondmarkt trotz Währungsrisiken über alle Laufzeiten noch attraktive Anlagemöglichkeiten. Dabei erwarten wir, dass die polnische Zentralbank das Leitzinsniveau von gegenwärtig 7,5 Prozent in absehbarer Zeit weiter reduzieren wird. In Ungarn dürften aufgrund nachlassender Inflationstendenzen vorerst keine weiteren Zinserhöhungen durchgeführt werden. Mittlere Laufzeiten gefallen uns hier besonders. Hingegen bleiben wir gegenüber Engagements in Tschechien reserviert. Die Rentenmärkte und Währungen Skandinaviens beurteilen wir insgesamt positiv und sind in Schweden, Dänemark und Norwegen Übergewichtet. Die jetzt in Schweden abgehaltenen Parlamentswahlen erbrachten einen überraschend deutlichen Erfolg für die Regierungskoalition von Ministerpräsident Persson. Insbesondere die tendenziell Euro–freundliche Sozialdemokratische Partei geht gestärkt aus den Wahlen hervor. Dies dürfte für die Entwicklung schwedischer Staatsanleihen und der Krone positiv sein.

### USA

Rendite der Zehnjährigen erreicht 44–Jahrestief: Der **US–Bondmarkt** präsentierte sich im September über alle Laufzeiten in freundlicher Verfassung. Wiederum profitierten festverzinsliche Wertpapiere von heftigen Kursrückschlägen an den Aktienmärkten, wodurch Investoren verstärkt in den „sicheren“ Anleihehafen getrieben wurden. Auch anhaltende Sorgen bezüglich einer kriegesischen Auseinandersetzung im Irak erhöhte in den Augen der bereits risikoscheuen Marktteilnehmer die Attraktivität von

Staatsschuldverschreibungen. Darüber hinaus ließen überwiegend schwache Konjunkturdaten wie etwa der Rückgang in der Industrieproduktion, ein weiter gesunkener Konsumentenvertrauensindex vor allem aber ein deutlich gesunkener Einkaufsmanagerindex Hoffnungen auf eine erneute Leitzinssenkung der FED aufkeimen, was den Markt ebenfalls stützte (auf ihrer September-Sitzung beließ die Notenbank den Tagesgeldsatz unverändert). Alles in allem ein für Rentenpapiere günstiges Umfeld, in dem die 10-jährigen US-Treasuries mit zuletzt knapp 3,6 Prozent ein 44-Jahrestief verzeichneten. Die 30-jährigen Staatstitel erreichten mit rund 4,7 Prozent ihren niedrigsten Stand seit 1970. Im Monatsvergleich sank ihre Rendite um knapp 30 Basispunkte.

Zinssenkungshoffnungen nehmen zu: Angesichts weiterhin verhaltener Konjunkturaussichten bei gleichzeitig niedriger Inflation – im August belief sich die Teuerungsrate in den Vereinigten Staaten auf 1,8 Prozent – sehen wir anhaltend gute Unterstützung für **US-Treasuries**. Eine baldige Trendumkehr in der Leitzinspolitik ist jedenfalls nicht zu erwarten. Im Gegenteil: Spekulationen um einen weiteren expansiven Zinsschritt bis Jahresende nehmen zu. Vom Markt wird mittlerweile eine Senkung der FED Funds Target Rate um 25 Basispunkte eingepreist. Staatsanleihen profitieren nach wie vor von einer nachlassenden Risikoneigung vieler Investoren, die zu einer geringeren Nachfrage nach Corporate Bonds oder Anleihen aus den Emerging Markets führt. Wir gehen davon aus, dass uns das intakte Rentenmarktumfeld noch eine Weile erhalten bleiben wird, obwohl sich das zunehmende US-Haushaltsdefizit wegen eines steigenden Bondangebots mittelfristig belastend auf die Anleihemärkte auswirken könnte. Bezogen auf die Laufzeiten sind wir am kurzen Ende des Marktes untergewichtet, in der Mitte stark übergewichtet, bei den Laufzeiten 7–10 Jahre neutral positioniert und am ganz langen Ende (+10 Jahre) leicht übergewichtet.