

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



Die Kapitalmärkte im Juli 2002 mit Ausblick

Aktien deutlich rückläufig, Renten freundlich

Der Juli war für die internationalen Aktienmärkte ein bitterer Monat. Weitere Bilanzskandale in den USA und vor allem der Konkursantrag von WorldCom ließen die Aktienmärkte weltweit erzittern. Rentenpapiere hingegen profitierten von per saldo schwachen Konjunkturdaten, welche die Wahrscheinlichkeit von Leitzinserhöhungen deutlich verringerten.

Die Aktienmärkte

Deutschland/Europa

US-Vorgaben und schwache Konjunkturdaten belasten: An den **europäischen Aktienmärkten** sorgten die US-Ereignisse ebenfalls für heftige Korrekturbewegungen. Darüber hinaus drückten auch hier nach unten revidierte Ertragsschätzungen sowie ein zunehmend eingetrübtes Konjunkturszenario auf die Stimmung der Marktteilnehmer, welche nicht selten ihren Aktienanlagen den Rücken kehrten und den „sicheren“ Hafen der festverzinslichen Wertpapiere aufsuchten. In **Deutschland** stand die T-Aktie lange Zeit unter heftigem Abgabedruck. Erst als Vorstandschef Ron Sommer zurücktrat, konnte sich der Aktienkurs deutlich erholen. Unter Beschuss stand erneut die Aktie des Finanzdienstleisters MLP, dem Bilanzmanipulationen vorgeworfen wurden. Schwächer tendierte ebenfalls die Aktie der Deutschen Post, da der Gesellschaft angesichts einer von der Regulierungsbehörde verordneten Portosenkung Ertragseinbußen in Milliardenhöhe drohen. Am Neuen Markt sorgten wieder einmal Thiel Logistik für negative Schlagzeilen. Das schwache Geschäft im zweiten Quartal sowie die notwendig gewordene Senkung der Jahresprognose hatte hier für zeitweise heftige Kursrückschläge gesorgt, zumal Anleger dem Unternehmen eine verspätete Informationspolitik vorwarfen. Der DAX fiel zeitweise auf ein Niveau von rund 3.516 Punkten zurück, konnte sich jedoch zuletzt wieder bis auf 3.700 Zähler erholen. Damit verblieb allerdings immer noch ein Monatsverlust von nahezu 16 Prozent. Im NEMAX All-Share Index betrug die Einbußen knapp 15 Prozent.

Korrekturfahren noch nicht gebannt, doch Hoffnungen für den späteren Jahresverlauf: Obwohl der Unruheherd in den USA zu suchen ist, gehen wir davon aus, dass Unsicherheiten bezüglich weiterer möglicher Bilanzfälschungen das Geschehen auch an den **europäischen Aktienmärkten** noch einige Zeit belasten werden. Erst auf mittlere Sicht erwarten wir hier 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

Zumeist Rückläufig: Die **osteuropäischen Börsen** präsentierten sich vorwiegend in geschwächter Verfassung. Ursache hierfür waren vor allem die kräftigen Korrekturen an den Weltmärkten, welche gerade auch an Russland nicht spurlos vorübergingen. Angesichts der in diesem Jahr vergleichsweise

sehr guten Performance russischer Aktien konnten Investoren zudem durch entsprechende Gewinnmitnahmen ihre Liquiditätsposition verbessern. In Ungarn hatte die Notenbank im Berichtsmonat mit Blick auf das höhere Haushaltsdefizit sowie den schwachen Forint die Leitzinsen um 50 Basispunkte erhöht, was den Markt belastete. Die polnische Börse wurde durch die angespannten konjunkturelle Situation des Landes in Mitleidenschaft gezogen. Zudem verstärkte sich mit der Ernennung des neuen Finanzministers Kolodko die Unsicherheiten. Kolodko möchte den Export auf Kosten eines schwächeren Zloty ankurbeln und zudem einigen hochverschuldeten Staatsunternehmen finanziell zur Seite stehen. Eine positive Ausnahme bildete hingegen der tschechische Markt. Die Notenbank hatte hier im Juli die Zinsen stärker als erwartet um 75 Basispunkte gesenkt. Diese Maßnahme diente dazu, die Krone etwas abzuschwächen, um so den Export zu stützen. Mittlerweile sind in Tschechien die Zinsen niedriger als in der EU.

Vor allem Russland bleibt Anlagefavorit: In Osteuropa favorisieren wir weiterhin den russischen Aktienmarkt, auch wenn er sich – wie erwartet – derzeit in einer Korrekturphase befindet. Fundamental gibt es jedoch kaum einen Grund für die Kursrückschläge, auch wenn sich das Wirtschaftswachstum mittlerweile verlangsamt hat (2001 knapp 5%, 2002e 3,5%). Die russische Konjunktur wird vornehmlich von Sektoren wie Öl und Gas getragen, wobei sie sich zudem auf große Unternehmen stützt. Diese Firmen kommen derzeit bei steigenden Reallöhnen und einer die Wettbewerbsfähigkeit mindernden Stärke des Rubels unter Druck. Auch verschlechtert sich ihre Gewinnsituation durch den Anstieg der Transport-, Elektrizitäts- und Gatarife. Hieraus jedoch bereits einen Abschwung der Wirtschaft abzuleiten, halten wir für deutlich verfrüht. Die Makrosituation in Russland ist gerade auch mit Blick auf andere Emerging-Market-Regionen und vor dem Hintergrund der weltweit schwierigen gesamtwirtschaftlichen Situation weiterhin überdurchschnittlich stabil. Der Ölpreis bereitet derzeit keine Sorgen. Wir gehen davon aus, dass er zwar weiterhin volatil tendieren, jedoch nicht unter das Niveau von 20 / 21 USD pro Barrel fallen wird. Ein Ölpreis von mehr als 17,5 USD pro Barrel bedeutet für Russland einen Budgetüberschuss. Allerdings gibt es immer noch Schwachstellen. So lassen etwa die Deregulierungen in Sektoren wie Elektrizität und Gas, die für das Wirtschaftswachstum dringend erforderlich sind, auf sich warten. Auch müssen die Staatsausgaben verringert werden und eine Förderung und Unterstützung des Mittelstandes bzw. des Unternehmertums durch Reduzierung administrativen Barrieren ist erforderlich. Alles in allem jedoch bleiben wir für die russische Wirtschaft und damit für den Aktienmarkt positiv gestimmt. Unser Rating für das Land wie auch die gesamte Region bleibt bei „Übergewichten“.

USA

WorldCom-Konkurs sorgt für Turbulenzen: Die US-Aktienmärkte kamen im Juli über weite Strecken unter heftigen Verkaufsdruck. Erneut wurden die Märkte durch Bilanzskandale – so bei Qwest Communications International – belastet. Aber auch enttäuschende Quartalsergebnisse der Unternehmen bzw. eingeschränkte Ertragsprognosen trübten nachhaltig die Stimmung. Von konjunktureller Seite fand der Markt kaum Unterstützung, denn die Daten lagen oftmals unter den Erwartungen und schürten die Furcht, dass eine nachhaltige Wirtschaftsbelebung und damit wieder erfreuliches Gewinnwachstum nicht so bald zu erwarten sind. Der eigentliche „Sell-Out“ wurde allerdings durch die Konkursankündigung von WorldCom ausgelöst, welche den Dow-Jones-Industrial-Average (DJIA) auf ein Tief von zeitweise rund 7.700 Punkten und den NASDAQ-Index auf 1.229 Zähler drückte. Zuletzt, angesichts technisch bedingter Erholungsbewegungen, konnten wieder einige der Verluste ausgeglichen werden, doch mussten im Monatsvergleich immer noch Rückschläge hingenommen werden. Während das Minus im DJIA gut fünf Prozent betrug, verbuchte der NASDAQ-Index Einbußen von mehr als neun Prozent.

Überreaktion der Märkte lässt vorsichtige Käufe zu: Wir gehen davon aus, dass die Verunsicherung der Marktteilnehmer bezüglich der

Bilanzierungsmethoden gerade auch 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

Überwiegend leichter: Die **lateinamerikanischen Börsen** tendierten im Berichtsmonat überwiegend leichter. Vor allem brasilianische Aktien gerieten unter heftigen Verkaufsdruck. Hier hatte mit Blick auf die im Oktober anstehenden Wahlen der Regierungs- und Wunschkandidat der Kapitalmärkte Serra weiter an Boden verloren. Bei der jüngsten Umfrage schrumpfte seine Unterstützung von 16 auf 13 Prozent. Darüber hinaus belastete auch die ausgeprägte Währungsschwäche das Börsengeschehen. So sank der Real gegenüber dem US-Dollar auf den tiefsten Stand seit seiner Einführung 1994. In diesem Jahr hat die brasilianische Währung gegenüber dem „Greenback“ bereits rund 30 Prozent ihres Wertes eingebüßt.

Region untergewichten: Neben den weiterhin bestehenden Wirtschaftsproblemen in Argentinien, welche die Marktentwicklung anhaltend belasten, 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 Wahlen nicht von der Kontinuität der momentanen Wirtschaftspolitik überzeugt. Dies hatte zur Folge, dass die Risikoprämien deutlich von etwa 1.700 auf 2.200 Basispunkte gestiegen sind, was zu den jüngsten Kursturbulenzen auf dem Aktienparkett führte. Wir erwarten auch weiterhin erhöhte Volatilitäten am brasilianischen Aktienmarkt und stufen vor diesem Hintergrund die gesamte lateinamerikanische Region als „Untergewichten“ ein.

Fernost

Rückläufig: Die **fernöstlichen Aktienmärkte** zeigte sich im Berichtsmonat durchweg in geschwächter Verfassung. Auch hier wirkten sich die Vorgaben aus den USA mit Bilanzskandalen und Insolvenzen deutlich negativ aus. In Hongkong, das über seine Währung eng mit den USA verbunden ist, kam es ebenfalls zu kräftigen Kursrückschlägen. Der Hang-Seng-Index unterschritt zeitweise die 10.000er Marke, tendierte jedoch zuletzt im Gefolge der US-Erholung ebenfalls aufwärts und notierte wieder bei rund 10.267 Punkten. Damit betrug der Monatsverlust aber noch gut drei Prozent.

Positiver Ausblick: Obwohl die Probleme in den USA derzeit auch die asiatischen 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 **fernöstlichen Aktienmärkte** trotz der gegenwärtigen 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

US-Vorgaben belasten: Der **japanische Aktienmarkt** tendierte im

Berichtszeitraum erneut deutlich rückläufig, wobei er ganz im Bann der in jeder Hinsicht negativen US-Vorgaben stand. Gerade die Dollarschwäche, welche über den Yenanstieg die exportorientierten japanischen Unternehmen wie etwa Sony belastete, wirkte sich negativ auf das Geschehen aus. Zudem wurde die Stimmung durch unter den Erwartungen liegende US-Konjunkturdaten getrübt, da sie Hoffnungen auf eine robuste fundamentale Erholung in den USA und damit gleichzeitig in Japan dämpften. Zuletzt gehörten sogar ausländische Brokergesellschaften zu den Verkäufern. Der Nikkei-Index unterschritt im Verlauf die 10.000er Linie und musste bei einem Schlussstand von knapp 9.880 Punkten im Monatsvergleich ein Minus von sieben Prozent hinnehmen.

Auf neutrale Gewichtung anheben: Mit dem kräftigen Abbau der Lagerbestände und einem vorsichtig optimistischen Konjunkturausblick der BoJ sind in Japan erste Anzeichen einer wirtschaftlichen Bodenbildung gegeben. Auch konnten die Quartalsergebnisse einiger japanischer Unternehmen, die mit Kosteneinsparungen und Effizienzsteigerungen die Yen-Stärke etwas ausgleichen konnten, positiv überraschen. 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**, welcher seine relative Outperformance gegenüber der US-Börse fortsetzen dürfte, 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

Schwächere Konjunkturdaten: **Euro-Renten** konnten im Berichtsmonat erfreuliche Kurssteigerungen verbuchen. Neben der Schwäche an den Aktienmärkten, welche Anleger verstärkt auf die „sichere“ Rentenseite trieb, waren es vor allem wachsende Befürchtungen bezüglich eines raschen Endes des ohnehin nur verhaltenen Wirtschaftsaufschwungs – der DIW in Berlin sprach von einem „konjunkturellen Strohfeuer“ –, die das Geschehen mit Blick auf die Notenbankpolitik beflügelten. Zu den wenig erfreulichen Konjunkturdaten gehörte beispielsweise der Ifo-Geschäftsklimaindex für das Verarbeitende Gewerbe Westdeutschlands, welcher im Juli auf 89,9 Punkte nach 91,3 Zählern im Vormonat fiel. Auch der auf 69,1 gesunkene ZEW-Indikator, der die Wachstumserwartungen im Inland misst, passte in das eingetrübte Bild. Erfreulich hingegen verlief die Entwicklung auf der Preisseite. So lag die Inflationsrate in der Eurozone im Juni bei 1,8 Prozent, womit endlich wieder das von der EZB selbst gesetzte Ziel von 2,0 Prozent unterboten wurde. Beides, nachlassende Teuerungsraten und schwächeres Wirtschaftswachstum ließen die Sorgen vor einer baldigen Leitzinserhöhung weiter in den Hintergrund treten. In **Deutschland** ermäßigte sich zuletzt die Umlaufrendite um 19 Basispunkte gegenüber dem Juni-Ultimostand.

Ein Plus von höchstens 25 Basispunkten für dieses Jahr erwartet: Der EZB-Rat hat auch auf seiner Juli-Sitzung den Hauptrefinanzierungssatz bei 3,25 Prozent belassen. Ein gestiegener Außenwert des Euro und die nachlassende Inflation – für Juli liegen die Schätzungen bei 1,9 Prozent – haben ihm diese Entscheidung erleichtert. Dem stehen allerdings ein nach wie vor starkes Geldmengenwachstum und relativ hohe Lohnabschlüsse gegenüber. Auch könnte der höher bewertete Euro europäische Exporte, die

wichtigste Konjunkturstütze, auf den Weltmärkten verteuern. Wir gehen vor dem Hintergrund zuletzt eher schwacher Wirtschaftsdaten im Einklang mit dem Markt von einer Anhebung der Leitzinsen bis Jahresende um höchstens 25 Basispunkte aus. Die durch die Euro-Entwicklung verursachten Kapitalströme sprechen gegenwärtig mehr für Bundesanleihen als für US-Treasuries. In der Duration liegen wir nahezu neutral. Insgesamt dürfte das kurze Ende des Marktes inzwischen fair gepreist sein. Bei mittleren und langen Laufzeiten besteht hingegen durchaus noch Potenzial für Kursgewinne. Bis Jahresende ist deshalb mit einer leichten Verflachung der Zinsstrukturkurve zu rechnen.

Übriges Europa (ex Euroland)

Entwicklung überwiegend positiv: Ein durchweg freundliches Bild boten im Juli die Rentenmärkte der **europäischen Nicht-EWU-Länder**. In Osteuropa tat sich insbesondere der tschechische Bondmarkt hervor, welcher von einer Leitzinssenkung der Notenbank profitierte. Diese kam zwar erwartet, doch lag das Ausmaß mit 75 Basispunkten über den Prognosen. Kräftige Kurssteigerungen verzeichneten darüber hinaus britische Anleihen, wobei sich die Renditeabschwächungen vor allem im Fälligkeitsbereich bis 10 Jahre bemerkbar machten. Hier war wiederum der „safe haven“ Status der Staatspapiere gefragt.

Euro-Outs bleiben attraktiv: In Großbritannien ist bei gemischten Konjunkturdaten und niedriger Inflationsrate die starke Zinserhöhungserwartung aus dem Markt gewichen, wenngleich von der Immobilienpreisentwicklung mittelfristig Gefahren ausgehen könnten. Wir sehen gegenwärtig jedoch noch keinen Anlass, an unserer Positionierung mit Betonung kurzer und mittlerer Laufzeiten bei gleichzeitiger Untergewichtung des langen Endes etwas zu verändern. In Polen sind nach der letzten Leitzinsanhebung vom Juni weitere Zinssenkungen nicht ausgeschlossen. Hier erachten wir insbesondere mittlere Laufzeiten als interessant. Etwas Sorgen bereitet jedoch die anhaltende Zloty-Schwäche. Wegen des zuletzt leichteren Forint hat die ungarische Notenbank dagegen den Leitzins um 50 Basispunkte auf 9,5 Prozent angehoben. Da aber die Inflation im Juni mit 4,8 Prozent den niedrigsten Stand seit 10 Jahren verzeichnete, sind in nächster Zeit keinen weiteren Zinsschritte zu erwarten. Kurze bis mittlere Laufzeiten gefallen uns hier besonders. Versuche der tschechischen Zentralbank, mittels Devisenmarktinterventionen die Aufwärtsbewegung der Krone umzukehren, schlugen bislang fehl. Wegen des geringen Renditeabstands zu Euroland bleiben tschechische Anleihen untergewichtet. Das Fundamentaltbild in den skandinavischen Ländern ist unverändert stabil. In Schweden nimmt nach Angaben des Statistischen Amtes die Zustimmung zu einem EWU-Beitritt wieder zu. Im Nachbarland Norwegen hat die Zentralbank den Leitzins von 6,5 auf sieben Prozent erhöht – den höchsten Satz unter allen Industriestaaten.

USA

Renten weiterhin als „sicherer“ Anlagehafen geschätzt: Der **US-Bondmarkt** tendierte im Juli über alle Laufzeitenbereiche in freundlich bis fester Verfassung. Angesichts der anhaltenden Talfahrt an den Aktienmärkten blieben Anleihen als „sicherer“ Anlagehafen begehrt. Darüber hinaus profitierten Rentenpapiere von schwächer als erwarteten Konjunkturdaten. So fiel etwa der Verbrauchervertrauensindex von 106,3 im Juni auf 97,1 im Berichtsmontat, der Chicago Einkaufsmanagerindex lag nur noch bei 51,5 Indexpunkten und das BIP-Wachstum für das erste Quartal 2002 wurde auf 5,0 Prozent von ursprünglich 6,1 Prozent revidiert. Der Anstieg im zweiten Quartal lag bei 1,1 Prozent und unterschritt damit deutlich die Analystenschätzungen. Vor dem Hintergrund dieses angespannten Konjunkturszenarios rückte eine Leitzinserhöhung der FED in immer weitere Ferne, zumal auch Chairman Alan Greenspan andeutete, in den kommenden Monaten keine Veränderungen vorzunehmen. Bei den 30-jährigen Staatspapieren ermäßigte sich die Rendite im Monatsvergleich um mehr als 20 Basispunkte.

Unveränderte Zinspolitik in diesem Jahr möglich: Vor dem Hintergrund der

Aktienmarktschwäche, den Unsicherheiten auf der Konjunkturseite, wo zunehmend Zweifel an einer kräftigen Erholung aufkommen sowie bei weiterhin gemäßigten Inflationsraten gehen wir nicht davon aus, dass die FED derzeit eine Leitzinserhöhung durchführen wird. Es würde nicht überraschen, wenn die US-Notenbank die Fed Funds Target Rate bis zum Jahresende unverändert bei 1,75 Prozent belässt. Vor allem auch die zunehmenden Belastungen für den Arbeitsmarkt (Konsum- und Investitionsnachfrage leiden unter den rückläufigen Aktienkursen, was sich negativ auf die Beschäftigung auswirkt) sprechen gegen eine baldige Trendumkehr in der Notenbankpolitik. Das freundliche Bondmarktumfeld sollte uns daher noch eine Weile erhalten bleiben. Übergewichtet sind wir aktuell im mittleren Laufzeitbereich (3 – 5 Jahre) und am ganz langen Ende des Marktes (über 10 Jahre).