

# Anlageperspektiven 2002



*Von Dr. Alex Hinder  
Chief Investment Officer  
Bank Leu AG*

## **Das vergangene Jahr hat den Anlegern wenig Freude bereitet. Wie wird 2002?**

Das Jahr 2001 wird als ein schwieriges Börsenjahr in die Geschichte eingehen. So bereiteten seit Beginn des Jahres volatile Märkte und dramatische Kursstürze den Anlegern schlaflose Nächte, wobei nach dem schlimmsten Terroranschlag aller Zeiten am 11. September der Tiefpunkt erreicht wurde (s. Grafik). Vor dem Anschlag zeigten sich neben dem Crash der Technologietitel auch die Hausse der Erdölpreise, die konjunkturellen Ängste, die zunehmende Globalisierung der Finanzmärkte sowie, vor allem in der Schweiz, firmenspezifische Ursachen für den Bärenmarkt verantwortlich. Ausgehend vom Tiefpunkt hat sich nach dem Attentat eine enorm rasche Erholung eingestellt. Trotzdem liegen

die im Jahr 2000 erreichten Niveaus noch in weiter Ferne. Wie wird es nun weitergehen?

### **Konjunkturaufschwung ab Mitte 2002**

Die USA sind im Jahr 2001 nach zehn Jahren Boom wieder in eine Rezession gefallen, die hauptsächlich vom Einbruch der Investitionen ausgeht. Sie werden weiterhin versuchen, diese mit allen fiskal- und geldpolitischen Mitteln zu bekämpfen. So hat die amerikanische Notenbank die Zinsen im vergangenen Jahr in elf Schritten auf rekordtiefe 1,75% gesenkt, so dass die Geldmengenaggregate mit der höchsten Zuwachsrate seit zwanzig Jahren angestiegen sind und so für grosszügige Liquidität sorgen. Daneben sollen fiskalpolitische Massnahmen wie Steuersenkungen und Erhöhung der Staatsausgaben die Wirtschaft wieder ankurbeln. Aufgrund der deutlichen Wirkungsverzögerung solcher Massnahmen wird der Tiefpunkt der Rezession vermutlich jedoch erst Anfang 2002 erreicht sein.

Es gibt aber bereits diverse Faktoren, die auf eine Wirtschaftserholung im Jahr 2002 hindeuten. Zum einen ist der Lagerzyklus schon weit fortgeschritten und zum anderen signalisiert die steile Zinskurve eine Erholung. Wir prognostizieren eine sogenannte «V»-förmige Erholung – also einen raschen und starken Aufschwung – ab Mitte 2002 in den USA. Japan wird vorläufig in einer deflationären Rezession verharren, wobei die geplanten Reformen der Regierung Koizumi das Wachstum noch für längere Zeit dämpfen werden. Auch vom Konsum und der Industrieproduktion sind keine positiven Impulse zu erwarten. Europa befindet sich am Rande einer Rezession. Aufgrund der weniger wach-

tumsfreundlichen Wirtschaftspolitik wird der Aufschwung in Europa nicht so ausgeprägt wie in den USA ausfallen.

### **Preisstabilität nicht gefährdet**

Es stellt sich die Frage, ob die hohen Zuwachsraten der Geldmengen folglich zu Inflation führen werden. In den letzten Monaten konnten sich die Inflationsaussichten kontinuierlich verbessern dank schwächerem Wirtschaftswachstum und der dadurch tiefen Kapazitätsauslastung, den moderaten Lohnforderungen, dem Rückgang der Erdölpreise und nicht zuletzt wegen der rückläufigen Geldumlaufgeschwindigkeit aufgrund restriktiverer Kreditvergabe der Banken. Derzeit machen viel eher Deflationsbefürchtungen die Runde. Vor dem Hintergrund der stark expansiven Geldpolitiken erachten wir diese Befürchtungen aber als übertrieben. In der Schweiz erwarten wir für 2002 eine Inflationsrate um 1%.

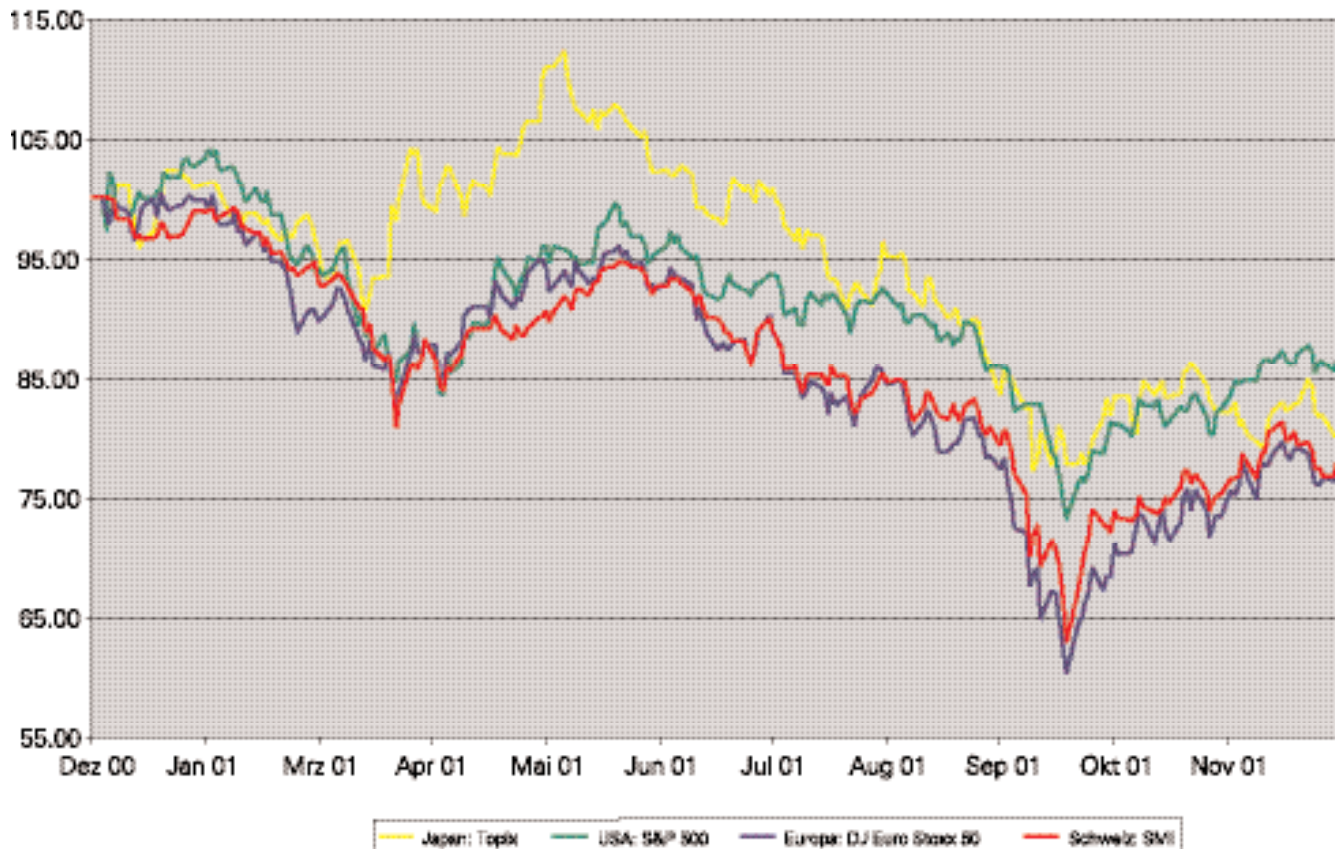
### **Zinswende absehbar**

Die Zentralbanken sind global mit ihren Geldpolitiken auf Expansionskurs, so dass die kurz- und langfristigen Zinsen in den letzten Monaten nicht nur in den USA, sondern auch in Europa und der Schweiz kräftig ins Rutschen gekommen sind. Im laufenden Jahr rechnen wir parallel mit der Konjunkturerholung auch mit einer Zinswende. Sobald sich die Wirtschaftszahlen von ihrer besseren Seite zeigen werden, was Mitte Jahr der Fall sein dürfte, kann wieder von steigenden Zinsen ausgegangen werden – um so mehr, als wir uns im Moment auf historisch äusserst tiefen Niveaus befinden.

Die Flucht vieler Investoren aus risikoreichen Anlagen in sichere Staats-

## Entwicklung der Aktienmärkte im Jahr 2001

Indexiert, 1.1.2001 = 100



Quelle: Datastream

anleihen und Corporate Bonds mit erstklassigem Rating scheint sich mit den jüngsten Avancen auf den Aktienmärkten dem Ende zu nähern. Die hohen Spreads zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen werden so wieder abnehmen.

### Schweizerfranken profitiert von Flucht in Sicherheit

Der US-Dollar hat in den letzten zwölf Monaten allen Fundamentaldaten getrotzt und sich weiterhin relativ fest gezeigt. So konnten die rekordhohen US-Handels- und Leistungsbilanzdefizite, die stärkere Konjunkturabschwächung in den USA als in Europa sowie die Zinsdifferenz Europa – USA zugunsten des Euros den Greenback bis Mitte 2001 nicht schwächen. Allerdings muss festgehalten werden, dass der US-Dollar vor allem auch gegenüber dem Schweizerfranken in den letzten zwölf Monaten nicht mehr zu-

legen konnte. Hingegen war er in den letzten Wochen gegenüber dem Euro wieder stärker – wahrscheinlich wegen der Einführung des Euro-Bargeldes, welches zu einem zusätzlichen Abgabedruck auf den Euro führte. Mittelfristig dürften sich aber die schlechteren Fundamentals zuungunsten des Dollars auswirken und dem Euro zu einer gewissen Aufwertung verhelfen.

Auch den japanischen Yen sehen wir in den kommenden Monaten schwächer. Die Gründe dafür sind naheliegend: die desolante japanische Wirtschaftslage und die Unfähigkeit der Regierung, tiefgreifende Struktur-reformen durchzuführen, die unattraktiven japanischen Finanzmärkte mit Obligationenzinsen um 1% sowie das explodierende Budgetdefizit. So ist ein tieferer Wechselkurs noch eine der wenigen Optionen für die Behörden, die (Export-)Wirtschaft zu stimulieren.

Bisher konnte der Schweizerfranken aufgrund seines Safe-Haven-Status deutlich von den erhöhten politischen Unsicherheiten (mögliche neue Terrorattacken, Verlauf der Antiterror-kampagne) und dem weltweit erhöhten Rezessionsrisiko profitieren. So erreichte er gegenüber dem Euro das kritische Niveau von 1,45 Schweizerfranken je Euro. Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der schweizerischen Tourismus- und Exportindustrie dürfte dadurch zunehmend gefährdet sein. Die Schweizerische Nationalbank versuchte mit der jüngsten Zinssenkung, den Höhenflug des Frankens zu stoppen. Längerfristig dürfte daher der Schweizerfranken wieder die magische Marke von 1,50 erreichen.

### Schweizer Aktienmarkt – Erholung in Sicht

In den letzten 18 Monaten wurde der Schweizer Markt von einer Reihe von

firmenspezifischen Ereignissen getroffen, welche in einem solchen Ausmass und in dieser Häufigkeit wohl für längere Zeit nicht mehr eintreten sollten. Neben den bekannteren Namen aus dem Swiss Market Index (SMI) wie Swissair, ABB, Zurich Financial Services, Roche und SGS kam es ausserdem sowohl im Small- und Mid-Cap-Bereich als auch im New Economy-Segment zu eigentlichen Kursdebakeln.

Wer im Moment verschiedene Bewertungskriterien für den Schweizer Markt heranzieht, kommt zum klaren Schluss, dass die Aktienkurse als günstig bewertet einzustufen sind. Einer der von uns favorisierten Bewertungsmassstäbe ist die Yield Ratio, welche die Obligationenrendite mit der Gewinnrendite der Aktien vergleicht. Die Yield Ratio zeigt die Attraktivität von Obligationen gegenüber Aktien und stellt im Prinzip eine Risikoprämie dar. Nur 1998, während der Asienkrise, befand sich die Yield Ratio kurzfristig auf einem ähnlich tiefen Niveau – ein Zeichen für billig bewertete Aktien. Zieht man ein längerfristiges Durchschnittsniveau von 0,75 für die Yield Ratio heran, so erhält man ein Aufwärtspotential des Schweizer Aktienmarktes von mindestens 10 bis 15% von den gegenwärtig gedrückten Kursniveaus aus.

Die zeitlich um neun bis zwölf Monate verzögerte Wirkung einer expansiven Geldpolitik auf das Wirtschaftswachstum bedeutet, dass ab Mitte 2002 wieder mit einer anziehenden

Konjunkturdynamik zu rechnen ist, was sich auch günstig auf die Gewinnperspektiven der Unternehmen auswirken wird. So rechnen wir im kommenden Jahr wieder mit deutlichen Gewinnsteigerungen der Unternehmen. Zusammen mit der klaren Unterbewertung des schweizerischen Aktienmarktes erwarten wir im laufenden Jahr wieder eine deutliche Erholung des SMI von zwischen 10 und 15%.

#### **Bessere Performance der europäischen Aktienmärkte als des amerikanischen**

Nachdem die europäischen Aktienmärkte nach den Vorkommnissen im September bis zu 45% Einbussen hinnehmen mussten, hat sich die Lage weitestgehend wieder normalisiert. Der europäische Aktienmarkt konnte seit den Tiefstständen wieder um 25% zulegen. Tiefere Energiepreise, eine sich abschwächende Inflationserwartung sowie die Leitzinssenkungen der Europäischen Zentralbank (EZB) verliehen dem Aktienmarkt neuen Auftrieb. Das Rally, das wir seit dem 21. September beobachten konnten, signalisiert, dass der Markt vom Ende der Rezession überzeugt ist. Im laufenden Jahr erwarten wir einen weiteren Zinschritt von der EZB, was die Aktienmärkte weiter beflügeln sollte. Die Gewinne für das Jahr 2001 dürften einen Rückgang von über 11% gegenüber dem Vorjahr verzeichnen. Für 2002 rechnen wir mit einem Gewinnanstieg von 14%. Der absolute Gewinn dürfte somit leicht über dem Niveau von

2000 ausfallen. Die Aktienmärkte erscheinen uns nicht mehr so billig wie noch im September, weisen jedoch aufgrund unserer Bewertungsmodelle noch überdurchschnittliches Potential auf. Vor dem Hintergrund einer weiteren Zinsrunde sowie einer Wirtschaftserholung messen wir den europäischen Aktienmärkten ein Potential von 15% zu.

#### **Globale Konjunkturerholung**

Im vergangenen Jahr tauchte die Weltwirtschaft in eine Rezession ab. Wir erwarten aber, dass spätestens ab Mitte des laufenden Jahres die Konjunkturlage sich global verbessern wird, wobei Europa weiterhin ein stärkeres Wachstum als die USA zeigen wird. Der Inflationsrückgang wird sich im laufenden Jahr auf einem tiefen Niveau stabilisieren. Im Jahresverlauf rechnen wir auch mit einer Änderung des Zinstrends nach oben, so dass wir in zwölf Monaten eher von steigenden Zinsen als von fallenden Zinsen sprechen werden. Auf den Devisenmärkten wird sich der US-Dollar vermutlich leicht abschwächen, was wir auch beim Yen erwarten. Der Euro dürfte sich mittelfristig gegenüber dem Schweizer Franken wieder über die Marke von 1,50 erholen. Der Schweizer Aktienmarkt wird im laufenden Jahr ein Niveau von mindestens 7500 Indexpunkten erreichen. Gleichzeitig erwarten wir von den europäischen Aktienmärkten eine bessere Performance als vom amerikanischen.

# Das Vermögensverwaltungs-Archiv

[www.private.ag](http://www.private.ag)