

Anlageperspektiven 2003

Nach der Rezession im Jahr 2001 hat sich die wirtschaftliche Erholung im Jahr 2002 fortgesetzt. Obwohl seit dem Rezessionsende neun Monate vergangen sind, hat sich dies nicht positiv in den Aktienkursen niedergeschlagen. Wie geht es im Jahr 2003 weiter?

Von Dr. Alex Hinder

*Chief Investment Officer Bank Leu
und Claudine Hänni*
Investment Office Bank Leu

Die Turbulenzen an den weltweiten Aktienmärkten im Jahr 2001 haben sich auch im Jahr 2002 fortgesetzt und so zum längsten und stärksten Bärenmarkt seit 1973 geführt. Obwohl im 1. Quartal die meisten Aktienkurse zunächst wieder anstiegen und einzelne Märkte, wie z.B. Japan, mit mehr als 10% im Plus lagen, ging der Ausverkauf weiter. Die Niveaus nach dem schlimmsten Terroranschlag aller Zeiten vom 11. September 2001 wurden im Juli deutlich unterschritten. Die Häufung von Skandalen um die Verletzung von Buchhaltungsvorschriften, exorbitante Managersaläre, fragwürdigen Analystenempfehlungen sowie der Zusammenbruch der beiden US-Konzerne Enron und WorldCom haben das Vertrauen vieler Investoren in die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems erschüttert und sie dazu bewegen, ihre



Dr. Alex Hinder

Aktienengagements zu überprüfen. Die unbefriedigende Performanceentwicklung der Aktienmärkte hat im 2. Quartal den Druck auf viele institutionelle Anleger erhöht, aus regulatorischen Gründen ihre Eigenmittelbasis zu verstärken, indem sie ihre Aktienbestände reduzierten. Die dadurch ausgelösten massiven Aktienverkäufe in einem dünnen Markt haben zu eigentlichen Kurseinbrüchen geführt.

Rückblick auf ein Trauerspiel

Während der Kursverlust in Japan per Anfang September knapp 10% betrug, schnitten die amerikanischen und die europäischen Börsen deutlich schlechter ab (s. Grafik). Der Dow Jones Euro Stoxx 50 Index büsste über 30% ein, gefolgt vom SMI und dem S&P 500, die beide mit einem Minus von rund 22% notierten. Die grössten Kursverluste weisen die Technologietitel auf, was sich auch in der Performance des Nasdaq widerspiegelt, die zu Beginn des Monats September bei über 33% im Minus lag. Der Technologieanteil am Gesamtmarkt ist dadurch auf unter 20% gesunken; Ende 1999 lag er noch bei über 45%. Die Technologieblase ist nun definitiv geplatzt! Spätestens seit Juni kann von einer generellen Ausverkaufsstimmung an den Märkten gesprochen werden, d.h., wir befinden uns in einem sogenannten Bärenmarkt, in dem die Börsenpessimisten gegenüber den -optimisten überwiegen.

Wirtschaftswachstum in Gefahr

Der Crash an den Aktienmärkten verunsichert sowohl Konsumenten wie auch Unternehmen, so dass sich die Konjunkturerholung in Gefahr befindet. Je länger die Baisse anhält, desto grösser werden die Risiken einer globalen Wachstumsabschwächung. Die expansive Geld- und Fiskalpolitik, die hohe Flexibilität der US-Wirtschaft,

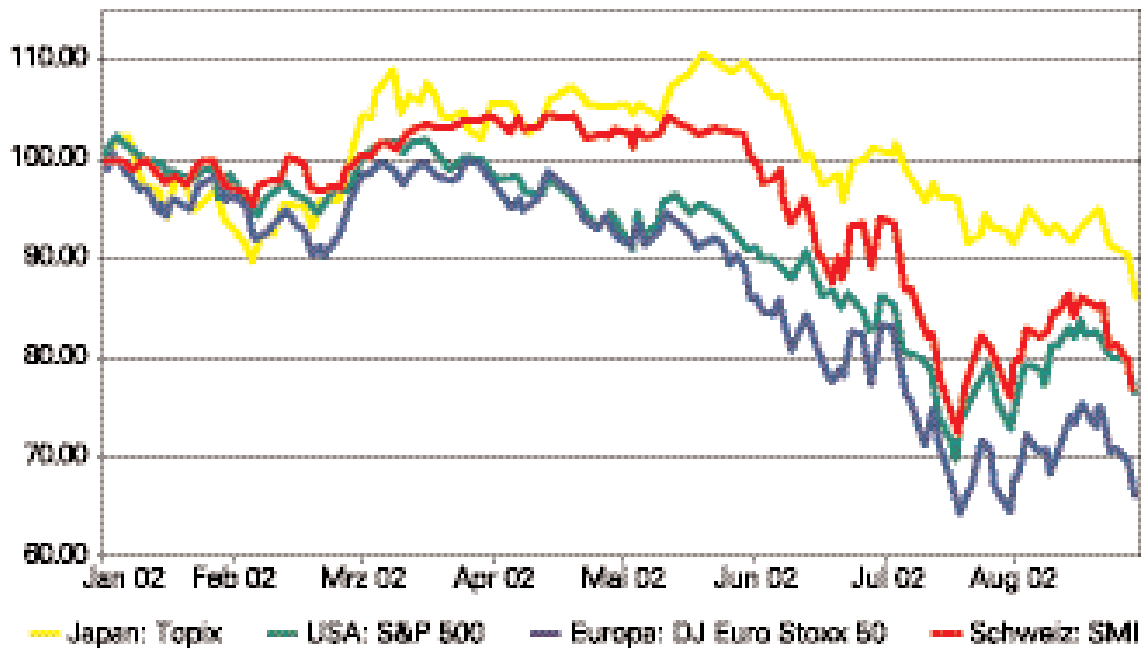


Claudine Hänni

der starke Privatkonsum sowie der Immobilienboom konnten bis anhin ein Abgleiten in eine Rezession verhindern. Inzwischen deuten aber eine Mehrzahl der US-Wirtschaftsindikatoren auf eine deutliche Abschwächung im 2. Halbjahr 2002 hin. So halten die Unternehmen ihre Investitionen aufgrund von Überkapazitäten und angesichts der herrschenden Unsicherheiten zurück. Ein weiterer negativer Faktor ist politischer Natur: Es verdichten sich die Anzeichen, dass kriegerische Aktionen der USA gegen den Irak im nächsten halben Jahr bevorstehen. Ein Angriff wäre aufgrund der Klarheit ein positives Zeichen für die Börse – das Schlimmste für die Aktienmärkte ist immer die Ungewissheit. In Europa dürfte die Verlangsamung des Wirtschaftswachstums aufgrund des Sozialnetzes und der geringeren Bedeutung von Technologiebranche und Aktienmärkten bescheidener ausfallen als in den USA. Im Verlaufe des Jahres 2003 rechnen wir wieder mit einer anziehenden Konjunktur.

Die wichtigsten Aktienmärkte im Jahr 2002

Indexiert, 1.1.2002 = 100



Von Januar bis Anfang September verloren die wichtigsten Aktienmärkte der Welt 10 (Japan) bis über 30% (Dow Jones Euro Stoxx 50). Der Swiss Market Index (SMI) und der amerikanische S&P 500 verloren gut 20%. Quelle: Datastream

Dividendenrendite findet wieder Beachtung

Die sinkenden Aktienkurse, einhergehend mit tiefen Zinsen, haben Dividenden wieder vermehrt ins Rampenlicht rücken lassen, bieten diese doch stabile Erträge und bei einigen Unternehmen auch respektable Renditen. Aufgrund des sinkenden Vertrauens in die Rechnungslegung der Firmen verliert das Kurs-/Gewinn-Verhältnis (P/E Ratio) zunehmend an Bedeutung. Die Dividende dagegen ist direkt messbar, nicht manipulierbar und bedeutet eine Barauszahlung an den Investor. Die Dividendenrenditen sind im Jahr 2002 weltweit deutlich gestiegen, und das nicht nur wegen der gefallen Kurse. So beträgt die Dividendenrendite in Europa über 3% und entspricht so dem Geldmarktsatz. Die Dividendenrenditen des US- und des schweizerischen Aktienmarktes sind mit rund 1,65% nur etwa halb so hoch. Es kann daher eine interessante Anlagestrategie sein, auf Aktien zu setzen, bei denen hohe Dividendenrenditen erwartet werden.

Das Jahr 2002 war bei den meisten Unternehmen gekennzeichnet von Kosteneinsparungen. So konnten viele Firmen die teilweise dramatischen Einbußen auf der Einnahmenseite einigermaßen kompensieren. Die Gewinnerwartungen für das kommende Jahr werden aber vor allem in den USA weiter reduziert werden. Der Beginn eines langjährigen Bullenmarktes ist noch immer nicht in Sichtweite, obwohl die Aktienmärkte deutlich unterbewertet sind. Eines ist aber klar: Jeder Bärenmarkt hat einmal ein Ende gefunden, und auch dieser wird eines Tages vorüber sein!

Aufgrund unseres Wirtschaftsszenarios empfehlen wir, europäische Aktien gegenüber US-Aktien strategisch überzugewichten. Die aufstrebenden Märkte in Osteuropa verfügen über enormes Kurspotential bei günstigem Bewertungsniveau. Noch besser als die europäischen Märkte schätzen wir die südostasiatischen ein. So hat Südostasien die Folge der Überinvestitionsblase der 90er Jahre überwunden

und weist ein kräftiges, wenn auch nachlassendes Binnenwachstum auf. In Japan bereitet die unter der Deflation leidende Binnenwirtschaft nach wie vor Sorgen. Wir beschränken uns daher auf Qualitätswerte mit Schwerpunkt auf dem Export.

Inflation zur Zeit kein Thema

Trotz expansiver Geldpolitik sind die Preise in Europa und in den USA stabil. Auch mittelfristig muss nicht mit einer Inflation gerechnet werden. Im Gegenteil: Die amerikanische Zentralbank hat angedeutet, dass sie den Deflationsgefahren bei Bedarf mit weiteren Zinssenkungen begegnen will. Die Langfristzinsen haben nach unten übertrieben, dürften aber in Erwartung weiterhin volatiler Aktienmärkte und moderater Konjunkturaussichten nur leicht ansteigen.

Schweizerfranken als Safe Haven

Die enttäuschenden Konjunkturdaten der USA sowie die nach wie vor politisch unsichere Entwicklung im Nahen

Osten haben den US-Dollar unter Druck gesetzt. Wir rechnen damit, dass sich der Greenback auch im Jahr 2003 weiter abschwächen wird. Die tiefe Sparquote der Amerikaner und das damit verbundene Leistungsbilanzdefizit sowie die gemäss Kaufkraftparität deutliche Überbewertung machen den US-Dollar für weitere Korrekturen anfällig. Es dürfte der amerikanischen Wirtschaft zudem schwieriger als in der Vergangenheit fallen, ausländisches Kapital in Form von Finanz- oder Direktinvestitionen anzuziehen. Die Erfolge der US-Wirtschaft (z.B. Produktivitätsgewinne) wurden in der Vergangenheit offensichtlich überschätzt; die USA verlieren an Glanz, und der Zufluss in US-Assets nimmt ab. Hingegen dürfte der Schweizerfranken von der unsicheren politischen Lage profitieren und vor allem gegenüber dem US-Dollar weiter ansteigen. Gegenüber dem Euro ist der Schweizerfranken leicht überbewertet. Sollte sich die Krise im Nahen

Osten nicht zuspitzen, dürfte die europäische Einheitswährung gegenüber dem Franken moderat ansteigen. Gegenüber dem US-Dollar hat der Euro starkes Aufholpotential.

Zusammenfassung

Nach der Rezession im Jahr 2001 hat sich die wirtschaftliche Erholung in diesem Jahr fortgesetzt. Obwohl seit dem Rezessionsende neun Monate vergangen sind, hat sich dies nicht positiv in den Aktienkursen niedergeschlagen. In der Vergangenheit lag der Dow Jones Index nach einem Rezessionsende regelmässig deutlich im Plus. Mit zunehmendem Abwärtsdruck auf den Finanzmärkten steigt die Gefahr, dass die Realwirtschaft in Mitleidenschaft gezogen wird. Die expansive Geld- und Fiskalpolitik sowie die hohe Flexibilität der Weltwirtschaft werden dafür sorgen, dass die Konjunktur im Jahr 2003 wieder anziehen wird. Die Teuerung dürfte auch im kommenden Jahr kein Problem dar-

stellen. Möglichen deflationären Tendenzen in den USA würde mit Zinssenkungen entgegengewirkt werden. Bei den Unternehmen stellt das Gewinnwachstum nach wie vor eine Unsicherheit dar. Obwohl die Aktienmärkte unterbewertet sind, ist der Beginn eines langjährigen Bullenmarktes noch nicht in Sichtweite. Angesichts der stark angestiegenen Dividendenrenditen in einigen Sektoren ist es sinnvoll, in Aktien mit hohen erwarteten Dividendenrenditen zu investieren. Wir ziehen den europäischen Aktienmarkt dem amerikanischen vor. Grosses Kurspotential sehen wir in den Emerging Markets Osteuropa und Südostasien. Auch das Jahr 2003 wird durch einen fallenden US-Dollar und einen steigenden Euro gekennzeichnet sein. Sollten die Amerikaner, wie befürchtet, Krieg gegen den Irak führen, dürfte der Schweizerfranken aufgrund seiner Funktion als «Save-Haven»-Währung profitieren. ■

Investment Outlook 2003

By Dr. Alex Hinder

Chief Investment Officer Bank Leu

and Claudine Hänny

Investment Office Bank Leu

The turbulence that affected the world's equity markets during 2001 continued into 2002, producing the most protracted and brutal bear market since 1973. And the sell-offs continued, despite the rise in most share prices during the first quarter and positive developments in individual markets, such as Japan's, which ended the quarter more than 10% up. July saw significant moves below the levels witnessed in the wake of September 11, 2001, the worst terrorist attack of all time. The spat of scandals after breaches of accounting rules, exorbitant salaries for top executives, questionable analyst recommendations and the collapse of the two U.S. companies Enron and WorldCom shattered investors' faith in the financial system and prompted many to re-examine their portfolios. With the equity markets failing to perform satisfactorily over the first quarter, the second quarter saw many institutional investors under regulatory pressure to raise their equity base by reducing the amount of shares held. The result was a massive shares sell-off, which, in a thin market, caused prices to collapse.

A tragedy recalled

While share prices in Japan lost around 10% as at the beginning of September, U.S. and European markets fared markedly worse (see chart). The Dow Jones Euro Stoxx 50 Index registered a drop of over 30%, followed by the Swiss Market Index (SMI) and the S&P 500, both some 22% down. Tech stocks suffered the gravest collapse in prices, as reflected in the performance of the Nasdaq: It was down by more than 33% in early September. This brought the tech share of the overall market to under 20%, from a level of over 45% at the end of 1999. Suffice it to say that the tech bubble has now definitively burst. Since June, at the latest, a general sell-off sentiment has dominated the markets. In other words, it's a bear market, with the pessimists outweighing the optimists.

Economic growth in jeopardy

The crash on the stock markets has made both consumers and corporations uneasy and thus jeopardized economic recovery. The longer the bear market persists, the greater the risk of a global fall-off in growth. Expansive monetary and fiscal policies, the flexibility of the U.S. economy, strong private consumption figures and the boom in real estate have been the main bulwarks thus far against a drift into a recession. In the meantime, however, a number of economic