

Die längerfristige Sicht der Märkte

Wie soll sich der private Anleger in der derzeit überaus schwierigen Marktsituation verhalten? Zentral bleiben der Schutz des Anlagekapitals und die Vermeidung hoher Risiken mit grossem Verlustpotential.



Von Viktor Beck
Vizedirektor
Centrum Bank AG, Vaduz

Überdurchschnittlich starke und lange Börsenbaisse

Bereits im dritten Jahr in Folge verzeichnen die internationalen Aktienmärkte heftige Kursrückschläge. Nach starken, zweistelligen Kursverlusten in den Jahren 2000 und 2001 sanken die Aktienmärkte weltweit bis Mitte September 2002 nochmals um über 20% (MSCI Weltindex in US-Dollar). Seit den Höchstständen vom März 2000 beläuft sich der Kursrückgang bis Mitte September 2002 auf rund 45% bzw. 50% in Schweizer Franken. Im Juli 2002 wurden die Tiefststände, die nach den Terroranschlägen in den USA erreicht worden waren, nochmals deutlich unterschritten, und die Märkte notieren damit auf Kursniveaus von 1997.

Die *Bereinigung der Spekulationsblase* an den Aktienmärkten und der damit einhergegangenen realwirtschaftlichen Übertreibungen dauert länger und ist deutlich heftiger als von vielen Finanzmarktexperten prognostiziert. Die Korrektur der Fehlentwicklungen – Aktienmarktblase, Investitionsboom, Aufbau von Überkapazitäten, überteuerte Firmenübernahmen und -fusionen, steigende Verschuldungen, überdimensionierte Aktienoptionsprogramme usw. – dauert noch an. Gleichzeitig bleibt das Vertrauen der Anleger aufgrund von Bilanzierungsskandalen und Konkursen von grosskapitalisierten Unternehmen, besonders zahlreich im Telekommunikationsbereich, tief erschüttert. Die Marktteilnehmer verlangen entsprechend höhere Risikoprämien für Anlagen in Aktienwerte.

Atypischer Konjunkturzyklus

Besonders ausgeprägt und langanhaltend war der Börsen- und Wirtschaftsaufschwung der 90er Jahre in den USA. Der Bereinigungsprozess ist deshalb äusserst schmerzhaft und dürfte im Vergleich zu früheren Konjunkturzyklen mehr Zeit in Anspruch nehmen. Nach den jüngsten, sich teilweise abschwächenden Konjunkturdaten in den USA wird vermehrt über die Möglichkeit einer erneuten Rezession, eines «Double Dip», gesprochen, und auch die US-Notenbank bestätigt, dass die Risiken einer schwachen Konjunktur überwiegen. Die auf tiefem Niveau liegende Kapazitätsauslastung lässt auf eine nur sehr langsame Erholung bei den Investitionen schliessen. Die Unternehmen sind bei Neuanstellungen nach wie vor äusserst zurück-

haltend und fokussieren auf Restrukturierungsmassnahmen, Produktivitätssteigerungen und auf den Schuldenabbau.

Die *Entwicklung des US-Konsums* bleibt als wichtigste Stütze der Wirtschaft von entscheidender Bedeutung. Während viele Unternehmen aufgrund erhöhter Bonitätsspreads kaum vom tiefen Zinsniveau profitieren, unterstützen die sinkenden Hypothekenzinsen den Konsum über die entstehenden Refinanzierungsmöglichkeiten. Dieses positive Element wird jedoch abgeschwächt durch die noch unsichere Entwicklung des Arbeitsmarktes und die schwache Lohnentwicklung. Aufgrund des hohen Konsumniveaus und der ebenso hohen Verschuldung der privaten Haushalte von über 75% des US-Bruttoinlandsprodukts dürften auch bei einem relativ stabilen Konsumniveau *kaum zusätzliche positive Impulse* für die Wirtschaft zu erwarten sein. Die rückläufige Inflation und die im Vorjahresvergleich anhaltend negativen Produzentenpreise verdeutlichen zudem, dass ein tendenziell *deflationärer Druck* die Wirtschaft belastet.

In *Europa* wird der von den Wirtschaftsforschungsinstituten und Ökonomen prognostizierte Konjunkturaufschwung weiter in die Zukunft verschoben, und die Wachstumsprognosen für 2002 und 2003 wurden bereits deutlich zurückgenommen. Das sinkende Verbrauchervertrauen und die sich wieder abschwächenden Einkaufsmanagerindizes für Euroland sprechen nicht für eine Belebung der Konjunktur. Die *hohen Arbeitslosenquoten* belasten den privaten Konsum. Dies zeigt sich beispielsweise bei den Einzelhandelsvolumen, die bis Mitte



Ihre Privatbank in Liechtenstein

Privatkunden und institutionellen Kunden stehen wir in sämtlichen Fragen der Vermögensverwaltung und der Anlageberatung zur Seite. Wir legen Wert auf hohe Professionalität und eine individuelle Betreuung.

CENTRUM BANK AKTIENGESELLSCHAFT
FL 9400 VADUZ · FÜRSTENTUM LIECHTENSTEIN · TELEFON +423 235 85 85 · FAX +423 235 86 86
www.centrumbank.li

des Jahres in der Eurozone um 0,9% zurückfielen. In Deutschland musste gar ein Rückgang von 5,9% gegenüber dem Vorjahr hingenommen werden. Aufgrund der fortgesetzten Risiken einer Wachstumsabschwächung wird sich der Druck auf die Europäische Zentralbank, die monetären Rahmenbedingungen zu lockern, in den nächsten Monaten verstärken. Mit einem global abgeschwächten Wachstum und tendenziell deflationären Tendenzen können die bereits auf seit rund 40 Jahren nicht mehr verzeichneten Tiefständen liegenden Zinsen *deutlich länger als allgemein erwartet tief* bleiben oder gar noch tiefer tendieren.

Mittelfristig tiefere durchschnittliche Finanzmarkerträge

Durch die Restrukturierungsanstrengungen der Unternehmen und aufgrund der bereits in den Vorjahres- und Halbjahresergebnissen enthaltenden massiven Gewinneinbrüche ist insgesamt eine Erholung der Unternehmensergebnisse zu erwarten. Mittelfristig beeinträchtigen die geringe Preis-

durchsetzungskraft und der Margendruck in vielen Branchen jedoch das Ergebniswachstum. Gewinnt die globale Wirtschaft nicht an Schwung, so ist nur mit einem *mässigen Unternehmensgewinnwachstum* und entsprechend mit eher *unterdurchschnittlichen Gesamterträgen für Aktien* zu rechnen.

Die bisherigen kleinen technischen Erholungen an den Aktienmärkten wurden stets vom übergeordneten Bärenmarkt gleich wieder erstickt. Mit ein Grund dafür sind der anhaltende Verkaufsdruck bzw. die fehlenden Käufer. Insbesondere Versicherungskonzerne, aber auch Pensionskassen, sehen sich gezwungen, Risiken zu reduzieren, d.h. ihre Aktienquoten abzubauen. Abgesehen vom Falle eines externen Schocks (Irakkonflikt, Ölpreisanstieg) sind technische Kurserholungen von den derzeit überverkauften Niveaus jederzeit möglich. Zur Überwindung der starken Baisse fehlt aber eine breit abgestützte Bodenbildung.

Verschiedene *Modelle zur Bewertung der Aktienmärkte*, beispielsweise das viel beachtete Fed-Modell und

ähnliche Modelle, die die erwarteten Gewinne miteinbeziehen, zeigen im historischen Vergleich nach den letzten Kursrückschlägen und den nochmals rückläufigen Langfristzinsen zum Teil *deutliche Unterbewertungen* der Aktienmärkte an (s. Grafik). Andere empirische Vergleiche, beispielsweise mit Bewertungskennzahlen wie Preis/Buchwert, Preis/Dividende und dem altbekannten Kurs-/Gewinn-Verhältnis, weisen hingegen *in einer langfristigen Betrachtung noch deutlich zu hohe Aktienmarktbewertungen auf*. Die ausgeprägte Vertrauenskrise, verbunden mit erhöhten Risikoprämien sowie geopolitische und konjunkturelle Unsicherheiten und Risiken, bewegen uns insgesamt zu einer vorsichtigen Haltung.

Dies bedeutet keineswegs, dass mit Aktienanlagen mittelfristig keine Erträge erzielt werden können. Auch im Falle einer länger anhaltenden Seitwärtsbewegung an den Börsen, wie oftmals nach dem Platzen von Finanzblasen zu beobachten, können erhebliche Marktschwankungen auftreten.

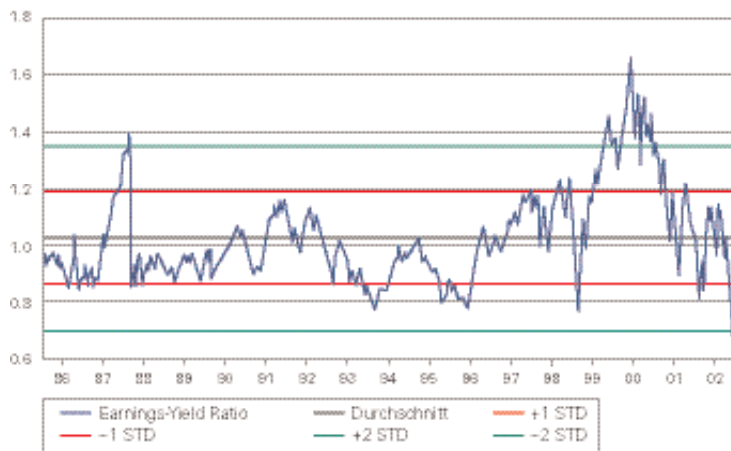
Markt-Timing sowie Sektor- und Titelselektion sind deshalb entscheidend für den Anlageerfolg. Zudem dürfte dies dazu beitragen, dass sich das Hauptaugenmerk der Anleger weg von einem passiven Benchmarking hin zu einer Betrachtung von absoluten Renditen verschiebt (s. Artikel in PRIVATE, Sommer 2002, «Absolute Renditen: mehr als nur ein neues Modewort»).

Hohe Risiken und Verlustpotentiale vermeiden

Die labile sicherheitspolitische Lage (Irak, Kampf gegen den Terror, Kaschmir, Naher Osten) und die massiven wirtschaftlichen Probleme in den grössten südamerikanischen Volkswirtschaften Argentinien und Brasilien bleiben Gefahren für die globale Wirtschaftsentwicklung. Ebenso die deflationären Risiken, welche die in nächster Zukunft möglichen Inflationspotentiale überwiegen.

Ein weiterer möglicher Risikofaktor besteht in einem sich übermässig stark abschwächenden US-Dollar. Das Leistungsbilanzdefizit der USA wird für 2002 im Konsens bei 4,5% des Bruttoinlandprodukts erwartet. Nach-

S&P 500 Composite: Earnings-Yield Ratio



STD = Standardabweichung

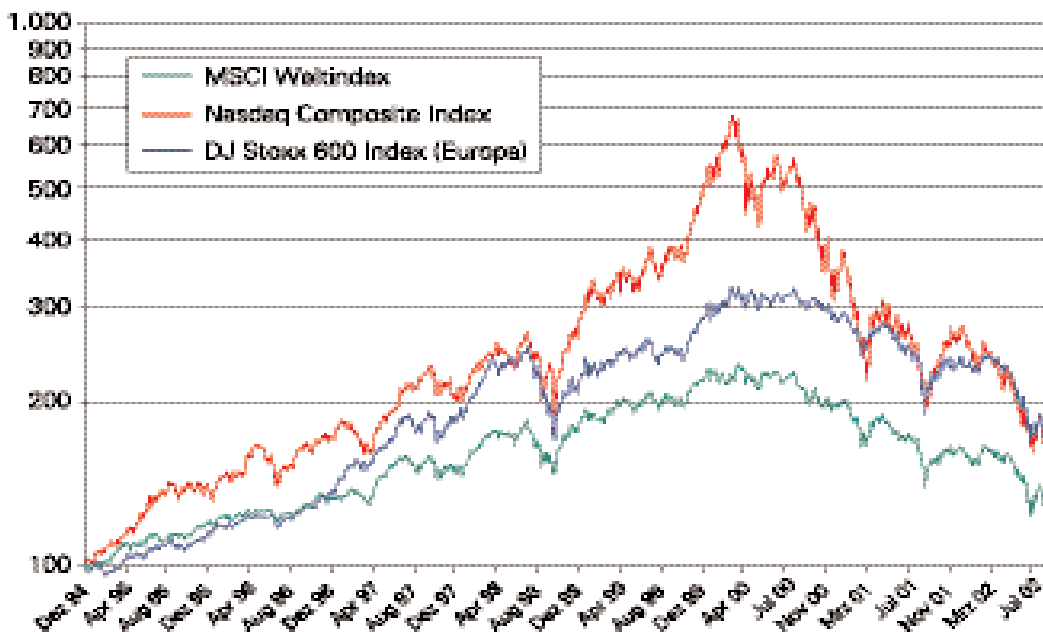
Modelle wie die Earnings-Yield Ratio des S&P 500 Composite zeigen z.T. deutliche Unterbewertungen der Aktienmärkte. Andere Modelle deuten auf das Gegenteil hin. Vorsicht ist daher geboten. Quelle: Bloomberg, First Call Analyst

dem sich die ausländischen Direktinvestitionen bereits deutlich abgeschwächt haben, hängt die Finanzierung dieses US-Aussendefizites umso stärker von den ausländischen Portfoliozuflüssen und damit gleichzeitig auch von einem sich wieder stabilisierenden Börsenumfeld ab.

Der Schutz des Anlagekapitals und die Vermeidung von zu hohen Risiken und Verlustpotentialen bleiben gegenüber der Suche nach Anlagen für schnelle Kursgewinne zentral für den privaten Anleger. ■

Aktienmärkte in Lokalwährung

Indexiert, logarithmisch



Nach über zwei Jahren Talfahrt haben die wichtigsten Weltaktienbörsen seit ihren Höchstständen rund 50% an Wert verloren. Im Sommer 2002 sanken die Börsen auf den tiefsten Stand seit 1997. Quelle: Bloom-