

Portfolio

FINANCIAL TIMES DEUTSCHLAND

Märkte & Trends

Freitag, 12. Juli 2002

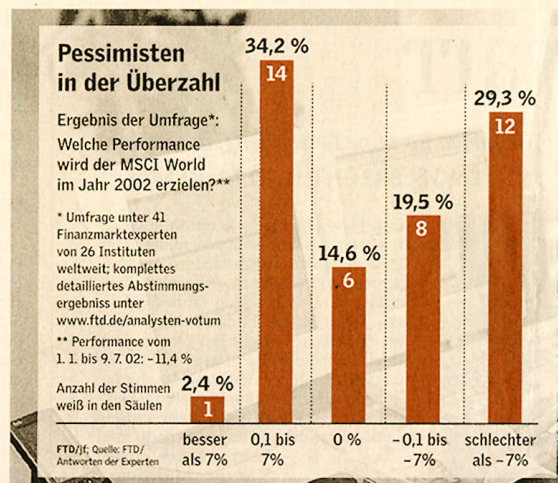
7

Sommertief oder Dauerfrost

Werden die globalen Aktienmärkte, seit Jahresbeginn um 11 Prozent abgetaucht, das Jahr 2002 im Minus abschließen? Wie bereits 2001 und 2000? Die FTD befragte 41 Experten von 26 Instituten weltweit. Zwei von ihnen beziehen Stellung

Drei Negativ-Jahre in Folge? Das gab es zuletzt vor 60 und 70 Jahren. Doch nun droht erneut ein solches Szenario. Entsprechend kontrovers wird diskutiert, und die Ansichten – so das Ergebnis der Umfrage* – divergieren selbst innerhalb der Banken. **Albert Edwards**, Leiter der globalen Strategie bei Dresdner Kleinwort, kommt stellvertretend für die Pessimisten zu Wort. **Mark Tinker**, globaler Chefstratege der Commerzbank, bietet Contra. Die Experten befragte Torsten Engelbrecht.

*vollständiges Umfrageergebnis unter
www.ftd.de/analysten-votum



PRO

Von **Albert Edwards**

Der Bärenmarkt befindet sich in einer Anpassungsphase, die wir „Eiszeit“ nennen. Eine Erläuterung der strukturell dahinter stehenden Gründe dürfte aktuelle und künftige Entwicklungen erklären helfen.

Treibende Kraft hinter dem Bullenmarkt von 1982 bis 2000 war der Entschluss der Politiker, uns von hohen Inflationsraten zu befreien. Dies führte zu einem Rückgang der Zinsen für lang laufende Kredite. Die Renditen am Geldmarkt, von Aktien und anderen Assetklassen schrumpften. Umgekehrt stiegen die Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV). Dabei trieben weniger steigende Gewinne als vielmehr höhere Bewertungen der Gewinne die Aktienpreise nach oben.

Doch war klar, dass steigende KGVs nicht ewig als Zugpferd für die Wertpapierkurse dienen konnten. Nachdem die Inflation entschärft war, blieb nur noch das Gewinnwachstum, um die Kurse zu treiben. Doch niedrige Inflation heißt auch langsam wachsende Gewinne. Die Anleger werden sich also an niedrigere Nominalerträge gewöhnen müssen als die 16 Prozent pro Jahr während des langen Bullenmarkts. An sich hätte diese Übergangsphase relativ unaufgeregt verlaufen sollen. Sie erwies sich aber als einigermaßen umwälzend, vor allem wegen der Unfähigkeit der westlichen Entscheider, sich dem Unvermeidlichen zu fügen und dem Auf auch ein Ab folgen zu lassen.

Im einfachsten Fall wird ein KGV von drei Faktoren bestimmt: den kurzfristigen Gewinnerwartungen, den langfristigen Gewinnerwartungen und dem Diskontsatz, mit dem die Gewinne abgezinst werden. In einer Welt mit niedriger (oder gar keiner) Inflation müsste das KGV wegen der niedrigeren Abschlagsrate steigen. Doch zugleich sollten auch die Gewinnerwartungen in Richtung nominales Bruttoinlandsprodukt (BIP) sinken – doch eben dies ist nicht so

glatt verlaufen, wie es hätte sein können. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich erklärte 1996 die lange Schlacht gegen die Inflation für gewonnen. Zum Teil lag dies an den politischen Entscheidungen, aber einige Faktoren wurden nicht gänzlich antizipiert wie Technologie-Innovationen, die helfen, die Kapazitäten zu steigern und so die Inflation zu unterdrücken.

Die Asienkrise 1997 verdeutlichte, wie die Welt an Überkapazität litt. Deflation wurde zum Kernthema. Die Rezession wurde als

Mittel der Märkte gesehen, damit umzugehen. Doch die Politik – frei von Inflationsängsten – wollte keine Rezession zulassen. Ende der 90er geriet die USA in eine ähnliche Schieflage wie Asien 1997. Und noch schlimmer: Der US-Boom schuf weitere Überkapazität. Drastische Zinssenkungen ließen die Märkte dann denken, der Zyklus sei noch unter Kontrolle. Doch makroökonomische Schieflagen – vor allem das riesige US-Außenhandelsdefizit – lassen sich nicht so weglegen.

Albert Edwards, globaler Chefstratege Dresdner Kleinwort

Zwar beginnt die Realität, überzogene Erwartungen einzuholen. Und langfristige Gewinnerwartungen sind schnellen Schrittes dabei, sich dem BIP-Wachstum anzunähern. Doch ist dieser Prozess abgeschlossen? Wir glauben, nein. Die USA sind immer noch in der Korrekturphase. Und obwohl Europas Aktienmärkte relativ attraktiv bewertet sind, werden sie auch künftig nach der Pfeife von Dow und Nasdaq tanzen. Der Bärenmarkt könnte daher bis Ende 2003 andauern. Weil die natürliche Ordnung des Zyklus nicht akzeptiert wurde, fühlt sich die Eiszeit der Märkte wie Dauerfrost an.

CONTRA

Von **Mark Tinker**

Die Sommerrezession ist da, und alle Aktienmärkte liegen unterhalb der Werte, die man als fair bezeichnet. Neu ist, dass die USA von einer fairen auf eine attraktive Bewertung gefallen sind, obwohl der US-Markt immer noch der teuerste der führenden Märkte ist. Zugleich zweifeln die Anleger an den Gewinnen: wegen Bilanzunregelmäßigkeiten, die wie ein Schock wirken und das Vertrauen nachhaltig erschüttern; und wegen der Sorge um die US-Wirtschaft – eine Sorge allerdings, die wir nicht teilen.

So haben die schwachen Märkte die Mythosmaschine angekurbelt. Besonders die Vorstellung eines US-Staatshaushalts, der am Rande eines Schuldenvulkans tanzt. Darüber lassen sich spannende Artikel schreiben, die besonders außerhalb der USA beliebt sind, wo die Leser nur zu gerne glauben, dass der relative wirtschaftliche Erfolg Amerikas auch nur ein Buchhaltertrick ist. Und dies wird als Fakt in einem Kommentar nach dem anderen verbreitet. Tatsächlich gibt es überall Beweise für den hochverschuldeten US-Konsumenten, nur nicht in den Statistiken. Dieser Sektor gibt gegenwärtig knapp unter 14 Prozent seines verfügbaren Einkommens nach Steuern für die Schuldentilgung aus – bleiben also 86 Prozent frei verfügbar. Diese Zahl schwankt seit 25 Jahren zwischen 12 und 14 Prozent.

Noch wichtiger: Zwei Drittel der Schulden sind Immobilien-Hypotheken mit Festzinsen, die wegen niedriger Anleiherenditen refinanzierbar sind. Tatsächlich waren es die überraschenden Gewinne aus der Refinanzierung 1999, die den Konsum heißlaufen ließen. Dies aber war ein sich selbst regulierendes und temporäres Phänomen.

Die Nachfrage der Verbraucher ist nie zusammengebrochen, vielmehr finden die Schwankungen auf der Angebotsseite statt. So mussten die Produktionsraten 2001 fal-

len, um die durch hysterische Wachstumsprognosen bedingte 2000er Überproduktion auszugleichen. Die von der US-Produktion abhängigen Branchen erlebten einen starken Einbruch, da die Endnachfrage verstärkt aus Lagerbeständen und weniger aus der Produktion gedeckt wurde. 2002 ist es umgekehrt. Bei konstantem Konsum legt die Produktion zu, um mit den Umsätzen Schritt halten zu können. Ergebnis: eine V-förmige Erholung. Industrie-Zykler halten wir daher für gute Werte. Die Gewinne

des zweiten Quartals werden Vertrauen schaffen, die des dritten noch mehr.

Diese Aktienblase platze vor zwei Jahren, doch erleben wir zurzeit die Auswirkungen der geplatzten Kreditblase, die darauf folgte. Am stärksten betroffen sind die Unternehmen, die die Kreditmärkte in den vergangenen drei Jahren angezapft haben und deren Kreditvolumen auf Basis ihrer (mittlerweile stark reduzierten) Aktien-

Mark Tinker, globaler Chefstratege Commerzbank

werte berechnet wurden, und weniger auf Cashflows. Die Aussichten für Tech-, Medien- und Telekom-Papiere sind somit trübe.

Können die Märkte 2002 im Plus schließen? Die dazu notwendige Steigerung um 14 Prozent ist durchaus möglich, wenn man die fairen Bewertungen und den sich daraus ergebenden Kursspielraum bedenkt. In der Zwischenzeit werden viele der Aktien in den europäischen Indizes Renditen bieten, die über denen von Anleihen oder geldmarktnahen Anlagen liegen. Wer an eine Erholung glaubt, ist am besten mit den – wenig beliebten – Lebensversicherern bedient, die eine langfristige Wachstumsperspektive und in vielen Fällen hohe Renditen bieten.



„Die Märkte sind in einer Phase, die wir „Eiszeit“ nennen“



„Alle Aktienmärkte liegen unterhalb ihrer fairen Bewertungen“