

BHF  BANK

PRIVAT SEIT 1854



Die Aktienmärkte im Schatten von Inflations- und Konjunkturängsten

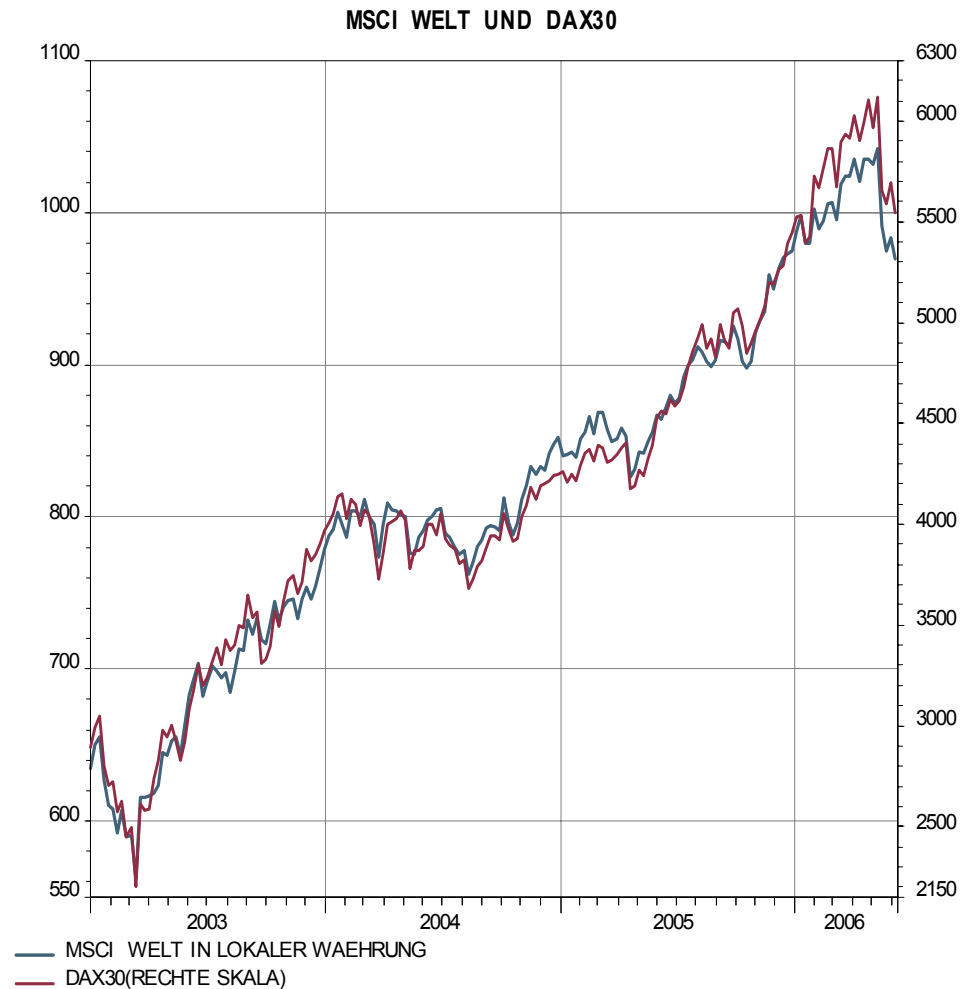
Investment Research

Roland Ziegler, Finanzanalyst

Frankfurt, 14. Juni 2006

Starke Korrekturbewegung an den internationalen Aktienmärkten

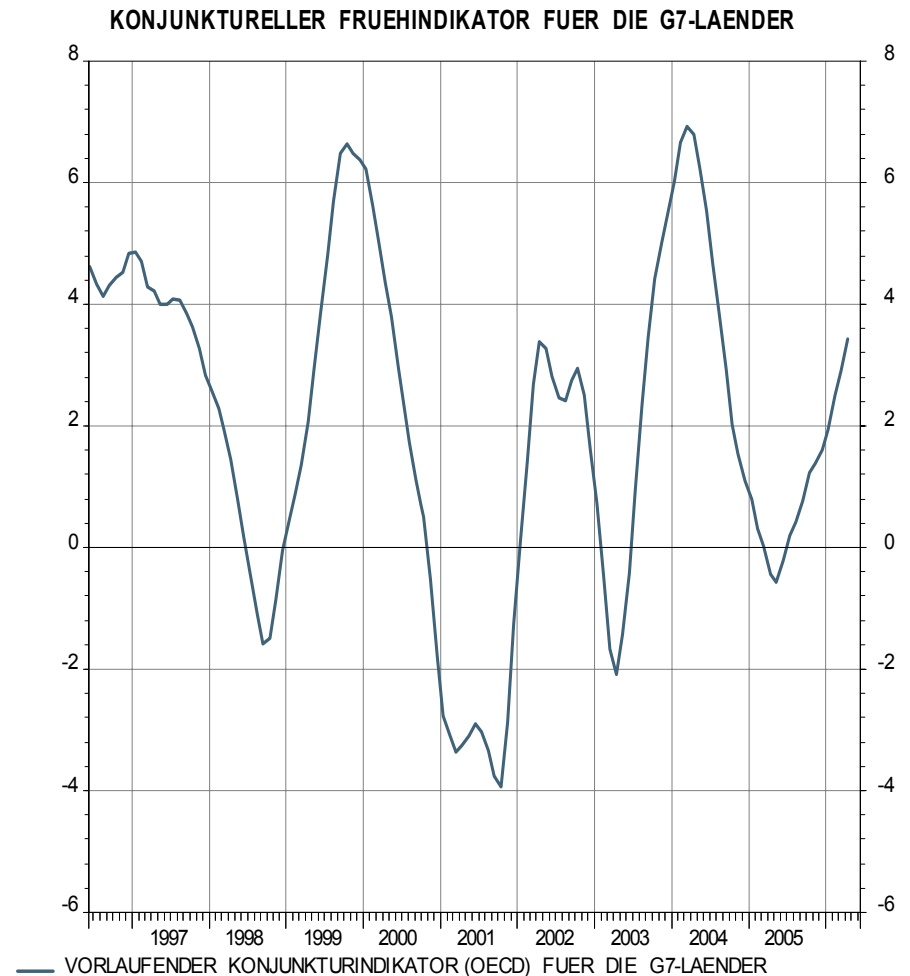
- ◆ Angestoßen durch die derzeit bei den Anlegern grassierenden Inflations- und Konjunktursorgen kam es zu spürbaren Kursrückgängen an den internationalen Aktienmärkten.
- ◆ Nach einem Kursrücksetzer im Oktober 2005 hatte ein sich über insgesamt sechs Monate erstreckender, sehr dynamischer Kursanstieg stattgefunden. Der Markt war damit wieder „reif“ für eine erneute technische Korrektur.
- ◆ Überrascht hat uns allerdings die Heftigkeit der Gewinnmitnahmen. Der MSCI-Welt hat seit dem Hoch vom 9. Mai etwa 11 % abgegeben, die Favoritenmärkte der letzten 18 Monate - Deutschland (Dax30: - 14 %), Japan (Topix: - 16 %) und Emerging Markets (MSCI EM: -24 %) - deutlich mehr.
- ◆ Ein ähnliches Bild zeigt auch die sektorale Entwicklung, auch hier haben die Anleger differenziert „abverkauft“. Die Top-Performer von 2005/06 (Rohstoff-/ Öl- und Industrierwerte) kamen unter den stärksten Abgabedruck.



Source: DATASTREAM

Die Konjunktur-/Inflationsängste sind u.E. überzogen

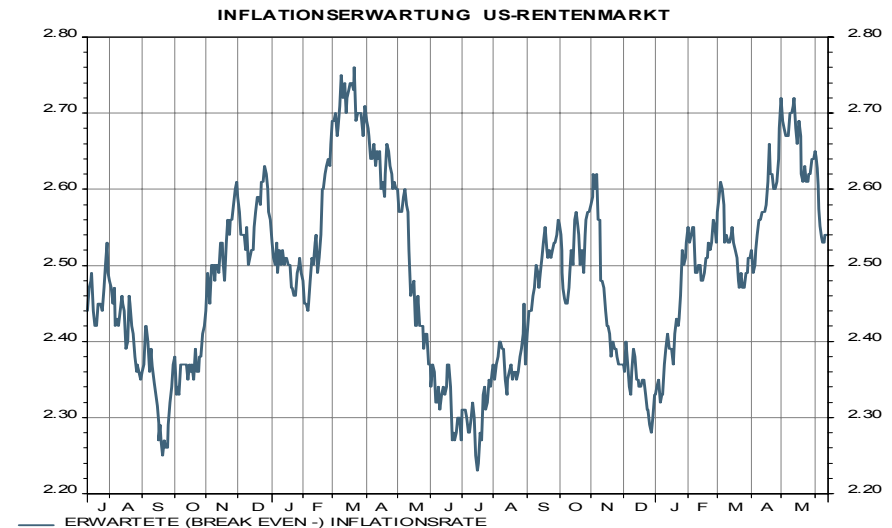
- ♦ Die Weltwirtschaft hat ein ausgezeichnetes Jahr hinter sich (BIP 2005: + 4,8 %). Unsere volkswirtschaftlichen Experten erwarten für 2006 und 2007 ein Wachstum in einer ähnlichen Größenordnung. Wichtig aus unserer Sicht ist dabei, dass die USA ihre langjährige Rolle als alleinige Konjunkturlokomotive abgegeben haben. Wachstumsimpulse kommen nun auch von Japan (BIP 2005/06: + 3,2 % jew. i. Vgl. z.Vj.) und China (BIP 2005: + 9,9 %). Sogar in der Euro-Zone und in Deutschland zeichnet sich eine moderate konjunkturelle Belebung ab.
- ♦ Im fünften Jahr eines globalen Konjunkturaufschwungs mit dementsprechend anziehenden Rohstoff- und Ölnotierungen haben die (zyklischen) Preisrisiken naturgemäß zugenommen. Angesichts des (strukturell) starken globalen Wettbewerbs auf dem Arbeits- und Gütermarkt halten wir aber eine Entgleisung („Lohn-/Preisspirale“), die die Notenbanken zu einer geldpolitischen Vollbremsung zwingen würde, für wenig wahrscheinlich.



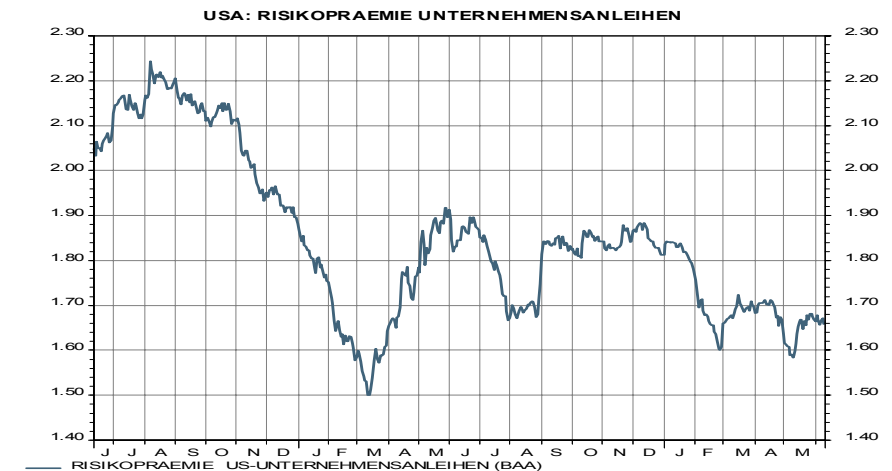
Source: DATASTREAM

Der Rentenmarkt sieht die Lage entspannt

- ◆ Die derzeit am Aktienmarkt gehandelten Themen müssten sich eigentlich auch am dafür sehr sensiblen Rentenmarkt auswirken. Im Gegensatz zum schon wieder sehr nervös agierenden Aktienmarkt werden aber die Inflations- und Konjunkturperspektiven vom Rentenmarkt relativ gelassen gesehen:
- ◆ Die vom US-Rentenmarkt eingepreiste (Break Even-) Inflationsrate (Renditedifferenz 10-jähriger US-Treasuries und entsprechender inflationsgeschützter Staatsanleihen) hat keine neuen Höchststände markiert und ist seit Mitte Mai sogar schon wieder rückläufig.
- ◆ Die typischerweise stark konjunktursensitive Risikoprämie der Unternehmensanleihen befindet sich weiterhin auf einem historisch gesehen sehr niedrigen Niveau und hat sich in den letzten Wochen nur marginal erhöht.



Source: DATASTREAM



Source: DATASTREAM

Bewertung und Liquidität sprechen weiterhin für Aktien

- ◆ Die derzeitige Korrektur an den Börsen vollzieht sich vor dem Hintergrund weiter steigender Unternehmensgewinne. Die an sich schon moderate Bewertung des Aktienmarktes ist damit wieder fast auf das Panik-Niveau vom Frühjahr 2003 zurückgefallen.
- ◆ Die exzellente Liquiditätssituation sowohl der Unternehmen als auch der Private Equity-Fonds spricht dafür, dass die im vergangenen Jahr in Gang gekommene Welle an Fusionen, Übernahmen und Aufkäufen sich in den kommenden Quartalen fortsetzen wird. Allein in Europa wurden in diesem Jahr schon M&A-Transaktionen im Wert von etwa 690 Mrd. US-\$ eingeleitet. Im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode entspricht dies einem Zuwachs von über 110 %.



Source: DATASTREAM

Der Aktienmarkt hat überreagiert

- ◆ Unserer Einschätzung nach gab es nach dem langen und massiven Kursanstieg durchaus gute Gründe für ein „Durchatmen“ der Märkte.
- ◆ Mit der heftigen Korrektur der letzten Wochen hat der Aktienmarkt u.E. aber (wieder einmal) überreagiert. Die als „Begründung“ angeführten Inflations- und Konjunkturrisiken halten wir für überzogen. Auch der Rentenmarkt als ein in diesen Zusammenhängen überaus sensibler Signalgeber sieht hier derzeit keine akuten Gefahren.
- ◆ Strategisch handelnde, längerfristig orientierte Investoren (Unternehmen, Private Equity) verfügen über ein hohes Liquiditätspolster und werden in den kommenden Quartalen aller Voraussicht nach weiter aktive Käufer bleiben.
- ◆ Vor dem Hintergrund steigender Gewinne und gesunkener Kurse sind Aktien wiederum sehr günstig bewertet. Für das am Aktienmarkt zweifelsohne vorhandene höhere Verlustrisiko wird der Anleger damit mit einer sehr attraktiven Risikoprämie „bezahlt“.
- ◆ Auch wenn die im Kontext der derzeitigen Korrekturbewegung auftretenden Turbulenzen heftiger ausgefallen sind, als wir ursprünglich erwartet haben, sehen wir dies nicht als Abschluss der Aktienhaushalt, sondern rechnen mit Blick auf die fundamentalen Daten mit mittelfristig wieder anziehenden Notierungen.

Offenlegung von möglichen Interessenkonflikten

In Bezug auf die Gesellschaft(en), die von dieser Veröffentlichung umfasst ist/sind, gilt folgendes, wenn bei der Nennung ihres Firmennamens in dieser Veröffentlichung eine oder mehrere der folgenden Kennzeichnungen erscheinen:

Mitglieder der BHF-BANK-Gruppe und mit ihr verbundene Unternehmen

- [a] halten zum Ende des dem Tag dieser Veröffentlichung vorhergehenden Monats mehr als 5 % des Grundkapitals der Gesellschaft.
- [b] waren in den letzten 12 Monaten Lead Manager oder Co-lead Manager eines öffentlichen Angebots von Wertpapieren der Gesellschaft.
- [c] waren in den letzten 12 Monaten an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder haben in diesem Zeitraum aus einer solchen Vereinbarung eine Leistung oder ein Leistungsversprechen erhalten.
- [d] betreuen Finanzinstrumente, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand dieser Veröffentlichung sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- [e] haben ein Mitglied ihrer Geschäftsführung oder ihres Aufsichtsrats oder einen leitenden Angestellten in der Geschäftsführung oder im Aufsichtsrat der Gesellschaft.
- [f] haben sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf die Gesellschaft.

Darüber hinaus handeln die BHF-BANK-Gruppe und mit ihr verbundene Unternehmen in Aktien der Gesellschaft(en), die Gegenstand dieser Veröffentlichung ist/sind.

Disclaimer

Die in diesem Bericht geäußerten Ansichten geben zutreffend die persönlichen Ansichten des/der Analysten über die betreffenden Wertpapiere oder Emittenten wieder; die Vergütung des/der Analysten war nicht, ist nicht und wird auch künftig nicht an spezifische Empfehlungen oder Ansichten in diesem Bericht gebunden.

Diese Veröffentlichung wurde von der BHF-BANK Aktiengesellschaft („BHF-BANK“) erstellt und dient ausschließlich der Information ihrer Kunden. Sie stellt weder eine Anlageberatung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten dar. Die BHF-BANK übernimmt keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen, auch wenn sorgfältig darauf geachtet wurde, dass diese zur Zeit der Veröffentlichung nicht falsch oder irreführend sind. Die hierin enthaltenen Informationen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Die BHF-BANK-Gruppe, ihre Vertreter und Mitarbeiter, mit ihr zusammenhängende oder von ihr mit Entscheidungsspielraum verwaltete Konten und Depots können, auch soweit dies vorstehend nicht offengelegt ist, im Rahmen der gesetzlichen Bestimmungen in den in dieser Veröffentlichung genannten Werten (auch in Form von Leerverkäufen) investiert sein oder in sonstiger Weise an Geschäften oder Investments (einschließlich Derivaten), auf die sich diese Veröffentlichung bezieht, ein Interesse haben. Darüber hinaus kann die BHF-BANK-Gruppe Bank- und Vermögensverwaltungsdienstleistungen für in dieser Veröffentlichung genannte Unternehmen erbringen oder sich darum bemühen.

Weder die BHF-BANK noch ihre Vertreter und Mitarbeiter übernehmen die Verantwortung für Verluste (einschließlich Folgeschäden), die sich aus der Verwendung dieser Publikation oder ihres Inhalts ergeben. Diese Veröffentlichung unterliegt dem Urheberrecht; ihre Vervielfältigung, Verbreitung und Veröffentlichung zu jeglichen Zwecken durch Dritte bedarf der vorherigen Zustimmung der BHF-BANK. Alle Rechte sind vorbehalten.

Die Vermögensanlagen, die in dieser Veröffentlichung genannt sind, können mit erheblichen Risiken behaftet sein, sind unter Umständen nicht in allen Staaten verfügbar, können illiquide und nicht für alle Anleger geeignet sein. Der Wert und die Erträge aus sämtlichen, in dieser Veröffentlichung genannten Anlagen können Schwankungen unterworfen sein und durch Wechselkursänderungen beeinflusst werden. In der Vergangenheit erzielte Erfolge bieten keine Gewähr für künftige Entwicklungen. Die Investoren sollten eine selbständige Anlageentscheidung treffen, ohne sich auf diese Veröffentlichung zu verlassen. Geldanlagen in Unternehmen oder Märkte, die in dieser Publikation genannt werden, sollten nur von Anlegern in Betracht gezogen werden, die aufgrund ihrer Kenntnisse und Erfahrung in Finanz- und Wertpapiergeschäften in der Lage sind, die damit verbundenen Vorteile und Risiken einzuschätzen; andere Personen sollten keine Maßnahmen auf der Basis dieser Veröffentlichung ergreifen.

Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht; Graurheindorfer Str. 108; 53117 Bonn

Weitere Informationen sind auf Anfrage bei der BHF-BANK erhältlich

Hinweise zur Finanzanalyse

Unsere Finanzanalysen basieren auf qualitativen und quantitativen Bewertungsgrundlagen und –methoden. Hierzu u.a. historische und geschätzte zukünftige Finanzkennzahlen, Bilanz- und Gewinn- und Verlustrechnungsdaten, Aussagen zur Markt- und Wettbewerbsstärke sowie zur Managementqualität. Unsere Aktienempfehlungen sind auf einen Anlagezeitraum von zwölf Monaten ausgerichtet, ansonsten wird in der Studie explizit ein anderer Zeitraum genannt.

Unsere Finanzanalysen werden wir entsprechend der Aktienmarktentwicklung und/oder anlässlich Bilanzpressekonferenzen, Zwischenberichten oder Ad-hoc-Mitteilungen des Unternehmens vornehmen, sofern wir dies als notwendig erachten.