

Von: "Raimund Tittes" <tittes@invextra.de>  
An: [REDACTED]  
Gesendet: Dienstag, 17. Oktober 2006 19:38  
Betreff: Investmaxx Einschätzung zum Renten- und Aktienmarkt Herbst 2006 / 17.10.2006

**Investmaxx Einschätzung zum Renten- und Aktienmarkt Herbst 2006**

Hallo Herr [REDACTED]

auch Sie als Kunde Fragen sich, ob es nun wieder Zeit ist am Aktienmarkt einzusteigen nachdem der Kurseinbruch vom Mai/Juni wieder aufgeholt wurde und manche Aktienmärkte neue Hochs erklommen haben.

Die Kurse an den globalen Aktien- und Rentenmärkten haben sich im September aufwärts in die gleiche Richtung bewegt, ein sehr ungewöhnliches Phänomen, das rational betrachtet nicht von Dauer sein kann.

Denn das bedeutet, dass sowohl am Renten- als auch am Aktienmarkt eine steigende Nachfrage von Anlegergeldern vorhanden ist, die die Kurse getrieben hat.

Die Rentenanleger sind pessimistisch bezgl. dem Aktienmarkt und gehen davon aus, dass sich eine Rentenanlage aufgrund der eingeschlagenen Zinspause und einer abgeschwächten Gewinnerwartung bei Unternehmen eher lohnt als eine Aktienmarktanlage.

Genau umgekehrt denken jedoch die optimistischen Aktienanleger, die bereits sinkende Zinsen der Fed und geringere Rohstoffkosten eingepreist haben.

Auf Dauer kann nur eine der beiden Anlegergruppen Recht behalten. Auf mittelfristige Sicht werden und müssen sich die Märkte invers entwickeln.

Die entscheidende Frage ist, welche Gruppe geht im Moment von falschen Erwartungen aus und ist einem Irrtum erlegen. Denn dass Börsen nicht unbedingt immer die rationale Vernunft widerspiegeln sollte den meisten bekannt sein, spätestens seit der Interneteuphorie Ende der 90er.

Um sich dieser Frage des Irrtums anzunähern ist ein Blick in die reale Globalwirtschaft hilfreich.

Die bis Ende Mai stark angestiegenen Rohstoffpreise haben die globalen Produktionskosten und die Inflation gesteigert. Das wiederum senkt die Gewinne der Unternehmen und die verfügbaren Haushaltsbudgets der privaten Konsumenten, wodurch der Konsum zurückgehen wird. Auf Dauer führt das zu einer Abkühlung der wirtschaftlichen Aktivitäten und schlimmstenfalls zu einer Rezession. Dieses haben die Zentralbanken vorausgenommen und eine Zinspause eingelegt um die Belastungen für Unternehmen und Haushalte nicht weiter zu steigern. Die Aktienmärkte scheinen jedoch von einem möglichen Rezessions-Szenario unbeeindruckt zu sein und haben sinkende Rohstoffpreise als Indiz für eine Stabilisierung der Gewinne und des Konsums gedeutet und zum Anlass für neue Aktienkäufe genommen. Ist das ein Irrtum? Beißt sich da die Katze in den Schwanz?

Dass die realen Preise für Rohstoffe relativ stark eingebrochen sind, zeigt jedoch bereits dass die reale Nachfrage durch Unternehmen bereits zurückgegangen ist, was auf deren Erwartung sinkender Absätze hindeutet. Dass heisst jedoch, dass bereits eine vorausschauende Planung der Unternehmen im Hinblick auf sinkende Absätze eingetreten ist, die in ca. 3-6 Monaten sich in den realen Bilanzen bezgl. der Gewinnerwartungen negativ widerspiegeln wird. Das könnte in diesem Herbst spätestens Anfang 2007 soweit sein. Dieses wird die KGVs an den Aktienmärkten verteuern und zwangsläufig zu fallenden Aktienkursen führen. Dabei muss man wissen, dass die aktuellen Gewinn-Erwartungen der Börsianer vor dem Hintergrund gebildet wurden, dass die Unternehmensgewinne zum 15. mal in Folge gegenüber dem letzten Quartal gestiegen sind.

Dazu die FAZ am 12. Oktober 2006:

„Analysten rechnen für die im S&P 500 vertretenen Unternehmen derzeit mit einem durchschnittlichen Gewinnzuwachs von 14 Prozent. Damit würden die Quartalsgewinne nach Angaben des Finanzinformationsdienstes Thomson First Call das dreizehnte Mal in Folge zweistellig wachsen. Seit 1950 sei das bisher nur einmal vorgekommen, hieß es. Die Prognosen der Analysten sind im Vergleich zum Anfang des Quartals aber bereits zurückgegangen. Anfang Juli hatten die durchschnittlichen Wachstumserwartungen für den S&P-500-Gewinn noch 15,3 Prozent betragen.“

Bei soviel grenzenlosem Optimismus sind Enttäuschungen und damit einhergehende Korrekturen an der Börse vorprogrammiert.

Die Berichtssaison der Unternehmen hat gerade begonnen.

„An der Wall Street begann die Bilanzsaison für das dritte Quartal mit einem Dämpfer. Gleich mehrere Unternehmen wurden an der Börse kräftig abgestraft, nachdem sie enttäuschende Ergebnisse ausgewiesen hatten. Der Aktienkurs des Aluminiumherstellers Alcoa brach trotz eines um 87 Prozent gestiegenen Nettogewinns um über 5 Prozent ein. Der Grund: Der Gewinn pro Aktie war aufgrund des jüngsten Rückgangs der Aluminiumpreise um über 20 Prozent hinter den Erwartungen der Analysten zurückgeblieben.“ (FAZ, „Bilanzsaison startet schlecht“, 12. Oktober 2006)

„Enttäuschende Quartalsergebnisse von Alcoa könnten sogar noch eher Schwierigkeiten für Aktien signalisieren. Der Gewinneinbruch des Aluminiumriesen „stellt die Nachhaltigkeit der Rally der letzten Zeit in Frage, vor allem angesichts des Allzeithochs beim Dow Jones“, heißt es auf der Marktanalyseseite Briefing.com.“ (vgl. FAZ: „Albtraum an der Wall Street“, 13. Oktober 2006)

Die Frage ist nun, wann es soweit ist und ob bis dahin die Aktienbörsen neue historische Hochs erreichen, die von euphorischen Anlegern getrieben werden, die an der Börse investieren weil die Kurse in den letzten 4 Jahre stark gestiegen sind und alle negativen Meldungen (Gewinnwarnungen von DaimlerChrysler, Yahoo etc.) ignorieren.

Manche Analysten verweisen darauf, dass die aktuellen durchschnittlichen KGVs an den meisten Aktienmärkten noch nicht Ihre historischen Höchststände von 2000 erreicht hätten. Alleine diese Aussage überrascht angesichts neuer historischer Höchststände im Dow Jones und hat uns von der InveXtra skeptisch gemacht, wie den solche Statistiken zustande kommen. Wir wollten es genauer wissen. Die Frage ist, ob diese Aussage wirklich stimmt. Dazu haben wir recherchiert und festgestellt, dass man die KGVs von 2006 mit denen aus 2000 und davor gar nicht mehr vergleichen kann, da die heute veröffentlichten Gewinnzahlen aufgrund unterschiedlichen Methoden zur Gewinnermittlung von denen früherer Jahre deutlich abweichen. Warum? Unternehmen betreiben seit Beginn des neuen Aufschwungs an den Börsen Anfang 2003 zunehmend Bilanzkosmetik. Manche Gewinne sind heute mehr „Schein als sein“.

Dazu die FAZ: „Wie solide sind die Gewinne amerikanischer Unternehmen“, 28.09.06

„Immerhin haben selbst große, bekannte Unternehmen wie General Electric in der weiteren Vergangenheit nicht gezögert ihre Gewinn buchtechnisch „nach oben zu pflegen“. Der in den vergangenen Monaten immer deutlicher zum Vorschein gekommene Aktienoptionsskandal dürfte das Vertrauen in die Unternehmensbilanzen auch nicht gerade stärken. Viele Firmen sträuben sich bis heute, die Aktienoptionen vernünftig in den Bilanzen auszuweisen. Auf diese Weise wurden die Kosten deutlich unter- und die Gewinne ebenso deutlich überschätzt. (...) Die amerikanische Börsenaufsicht SEC und das Justizministerium ermitteln längst. Bei mehr als zwei Dritteln der 117 Unternehmen, die bis 31. August Ermittlungen über ihre Optionsgewährung einräumen mußten, ist der Aktienkurs nach Bekanntgabe gefallen. (...) Außer Kursverlusten müssen sich etwa 70 Unternehmen, darunter Apple Computer und Home Depot, auf 220 Aktionärsklagen gefaßt machen. Mehr als 20 Manager hat der Optionsskandal bislang den Job gekostet, darunter Gregory Reyes, ehemals Vorstandsvorsitzender bei Brocade Communications Systems. Fünf früheren Vorstandsmitgliedern droht eine strafrechtliche Anklage. Mindestens 19 Gesellschaften, auch Broadcom und Applied Micro Circuits, haben bereits den Gewinn um insgesamt 2,5 Milliarden Dollar korrigiert. Über 30 Unternehmen haben angekündigt, es dürfte zu Gewinnkorrekturen kommen.

Das sollte Anlegern eigentlich zu denken geben. Allerdings schocken die Enthüllungen die Investoren inzwischen offenbar nicht mehr so stark. Unternehmen, die spät mit der „Wahrheit“ herausrücken, scheinen an der Börse nicht mehr oder kaum noch „abgestraft“ zu werden.

Dabei gibt es auch andere Untersuchungen, die bedenklich stimmen können. So hat Ben Inker von GMO in Boston die Ergebnisqualität der amerikanischen Unternehmen in der Vergangenheit untersucht und dabei eine bedenkliche Verschlechterung festgestellt. So sei man im Laufe der Zeit nicht nur davon abgekommen, Nettoergebnisse zu berichten, sondern man habe die operativen Ergebnisse auch noch geschönt.

Das führt automatisch dazu, daß Aktien optisch günstiger aussehen, als sie es tatsächlich sind. Aus diesem Grund blicken Analysten und Strategen auch gerne auf optimistische Gewinnschätzungen, wenn es um das Ausloten von Kursrisiken oder -potentialen geht. Das heißt, die Zitate „die Börsen sind günstig“ sollten alleine schon aus diesem Grund mit einer gewissen Skepsis betrachtet werden.

Die schleichende Verschlechterung der berichteten Ergebnisse in den vergangenen Jahren führt jedoch noch zu einem weiteren Problem: Die aktuellen Daten sind nicht ohne

weiteres mit historischen vergleichbar. Durchschnittsrechnungen auf dieser Basis führen zu einem geschönten Bild. Die einzig vernünftige Vergleichsbasis beruhe auf den nachlaufenden Nettoergebnissen der S&P-500-Werte. Und auf dieser Basis sind amerikanische Aktien trotz der zuletzt steigenden Kurse alles andere als günstig.

- Zitatende (siehe FAZ, „Wie solide sind die Gewinne amerikanischer Unternehmen“, 28.09.06) –

Was ist mit den Wachstumsraten der Gewinne? Börsianer gehen weiterhin von zweistelligen Raten aus.

„Kritische Stimmen sind etwas skeptischer. Zum Beispiel Nouriel Roubini, Professor of Economics an der Stern School at New York University und Chairman von Roubini Global Economis. Er denkt, die amerikanische Wirtschaft werde schon im ersten Quartal des kommenden Jahres negative Wachstumsraten zeigen und die Börsen nach unten ziehen. Auf dieser Basis dürfte es ratsam sein, die Börsenentwicklung in den kommenden Wochen und Monaten regelmäßig und vor allem auch kritisch zu betrachten.“

(FAZ, „Amerika: Hohe Unternehmensgewinne - abnehmende Tendenz“, 09. Oktober 2006)

Schlussfolgerung:

In diesem Sinne beobachten wir von der InveXtra AG derzeit sehr genau die Entwicklungen an den Aktienmärkten und sehen im Moment keinen Grund zur Handlung für die Investmaxx Depots. Mit Cash und Rentenfonds kann man das Geschehen im Moment entspannt beobachten. Das fundamental begründete Aufwärtspotential an den internationalen Börsen ist derzeit begrenzt und nur durch psychologischen Herdentriebverhalten der Anleger zu begründen, der an sich sehr hohe Rückschlag-Risiken birgt. Natürlich können die Aktienmärkte wider erwarten weiter steigen, denn wie Sir John Templeton schon sagte: „Man kann die Umlaufbahn von tausend Lichtjahren entfernten Sternen und Galaxien berechnen, aber nicht wohin eine wahnsinnige Schar von Aktionären die Börsenkurse treiben kann.“

Wenn es am schönsten ist sollte man gehen. Das haben wir bereits getan.

Trotzdem sind wir auch für das Gegenteil vorbereitet und warten ab ob bestimmte Marken nach oben entscheidend gebrochen werden und bewerten dann neu, ob es sich lohnt partiell mit gewissen Beträgen an der kurzfristigen „Milchmädchen-Hausse“ (Kostolany) zu partizipieren ohne entscheidende Risiken einzugehen.

Fuer weitere Auskuenfte stehe ich Ihnen gerne unter der Tel.-Nr. 0221/57096-10 zur Verfuegung.

Mit freundlichen Gruessen aus Koeln

Dipl.-Kfm.  
Raimund Tittes

InveXtra AG  
Neuenhoefer Allee 49-51  
50935 Koeln  
Tel. 0221/ 57096 - 10  
Fax: 0221/ 57096 - 20  
Email: [tittes@invextra.de](mailto:tittes@invextra.de)  
URL: [www.invextra.de](http://www.invextra.de)

+++ Die InveXtra Dienste mit Mehrwert: +++

<http://www.investmentfonds.de>  
<http://www.investmentberatung.de>