

### **Nervosität an den Aktienmärkten – Was ist passiert?**

Nachdem der DAX am Montag erstmals seit November 2000 wieder über 7.000 Punkten geschlossen hatte, setzte bereits einen Tag später die erwartete Korrektur ein. Deutsche Standardwerte verloren analog zu anderen europäischen Aktien seitdem in der Spitze knapp 7% an Wert. Wir wollen eine Einschätzung zum weiteren Verlauf an den europäischen Aktienmärkten liefern und die aktuelle Verunsicherung mit den Turbulenzen im Frühjahr 2006 vergleichen, als der EuroStoxx50 innerhalb weniger Wochen über 13% verlor.

Auslöser für die Korrektur im Mai 2006 waren Ängste vor einer Fortsetzung des Zinserhöhungszyklusses der amerikanischen Notenbank (Fed). Sie beruhten auf einer erhöhten Kernrate der US-Verbraucherpreise und Hinweisen von Fed-Vertretern auf erhöhte Inflationserwartungen im privaten Sektor. Gleichzeitig bauten sich Befürchtungen über eine Abschwächung der amerikanischen Konjunktur aufgrund einer damals bevorstehenden Abkühlung des US-Immobilienmarktes und einer verringerten Dynamik beim Beschäftigungsaufbau auf. Dieses gefürchtete Stagflations-Szenario sorgte an der Börse für massive Kursverluste. Für europäische Aktien kam erschwerend eine vorübergehende Abwertung des USD gegenüber EUR hinzu, was damals insbesondere die Exporttitel zusätzlich belastete. Wir hatten in unserem Kommentar vom 19. Juni 2006 darauf hingewiesen, dass diese Befürchtungen nicht durch fundamentale Fakten untermauert wurden und damit von einem dauerhaften Einbruch des Aktienmarktes nicht auszugehen war.

Was passierte nun in dieser Woche? Auslöser für die weltweiten Aktienkorrekturen war zunächst eine heftige Negativreaktion chinesischer Festlandsaktien. Diese verloren in der Börsensitzung von Dienstag im Durchschnitt 9% an Wert. Grund hierfür waren Befürchtungen vor staatlichen Restriktionen am chinesischen Aktienmarkt, die wir im Übrigen aufgrund der Überhitzungstendenzen des Marktes für eine clevere Kommunikation der chinesischen Verantwortlichen halten. Es ging somit nicht um eine veränderte Einschätzung über die weitere – für die Weltwirtschaft sehr bedeutende – Konjunktur Chinas. Ein zweiter Grund, der zur Erklärung der weltweiten Kursverluste angeführt wurde, war die Angst vor einer Auflösung von Carry Trades. Bei Carry Trades werden Kredite in niedrig verzinsten Währungen (derzeit überwiegend JPY) aufgenommen, um diese Gelder in höher rentierlichen Währungen (z.B. NZD, AUD, USD und GBP) anzulegen. Eine Auflösung dieser spekulativen Positionen kann sehr kurzfristig und unter heftigen Ausschlägen erfolgen. Schadhaft wäre dies vor allem für diejenigen Investoren, die hier große Positionen aufgebaut haben. Eine weitere Begleiterscheinung wäre eine - fundamental gerechtfertigte - signifikante Aufwertung des JPY. Davon würden amerikanische und europäische Industrieunternehmen profitieren, da sich ihre Wettbewerbsfähigkeit gegenüber japanischen Konkurrenten verbesserte. Wir können aktuell aber keine Anzeichen für massive Auflösungsvolumina der Carry Trades erkennen. In diesem Fall müsste nämlich neben der zu beobachtenden JPY-Aufwertung gleichzeitig der amerikanische Rentenmarkt signifikante Verluste verzeichnen. Das Gegenteil war diese Woche der Fall.

Schließlich beschleunigten schlechter als erwartet ausgefallene Auftragseingänge für langlebige US-Wirtschaftsgüter die Kursverluste. Der deutliche Rückgang im Januar ist bei genauerer Betrachtung aber in erheblichem Maße auf Lagerkorrekturen zurückzuführen. Wir können auch anhand dieser Daten bisher keine harte Landung der US-Wirtschaft in diesem Jahr erkennen.

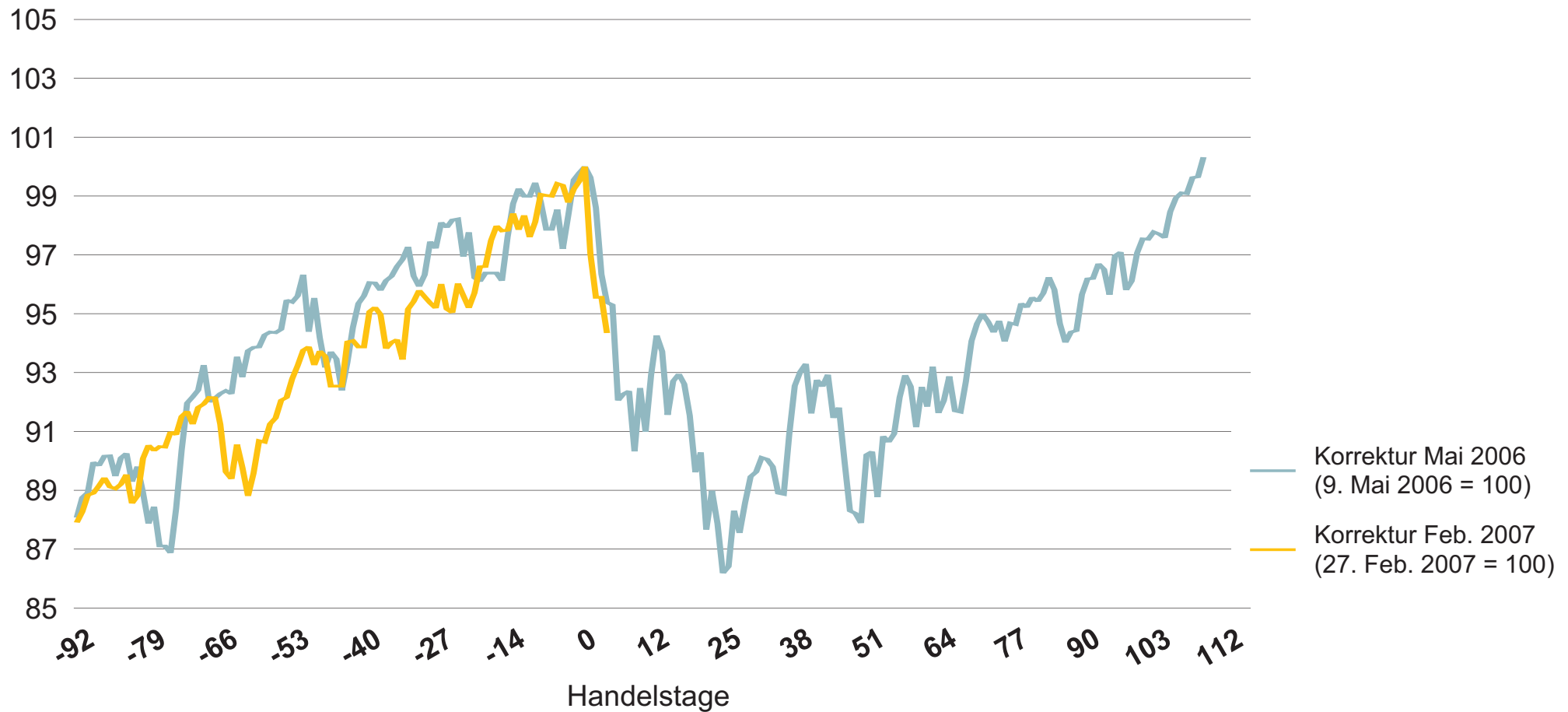
Eine rationale Analyse der Faktoren, die als Auslöser für die Aktienmarktkorrektur genannt wurden, ergibt somit Folgendes: Im Gegensatz zur Korrektur im Frühjahr 2006 basieren die aktuellen Ängste nicht auf fundamental relevanten Vorgängen. Auswirkungen auf die zukünftigen Unternehmensergebnisse und andere aktienkursbestimmende Determinanten sind nicht zu erkennen. Im Gegenteil: Teilauflösungen der Carry Trades wären gesund und würden in der Gestalt eines festeren JPY insbesondere den exportorientierten Unternehmen zu verbesserten Wettbewerbsbedingungen verhelfen. Die im gestrigen Tagesverlauf vorübergehend heftigen Kursverluste in Europa führen wir außerdem darauf zurück, dass die Aktiengewinne seit Jahresanfang zwischenzeitlich vollständig aufgezehrt wurden und damit einige institutionelle Investoren wie Versicherungen und Pensionskassen zu Absicherungsgeschäften veranlasst haben. Auch wertgesicherte Produkte („CPPI“) haben inzwischen begonnen, Aktienquoten automatisch zu reduzieren.

In der auf der nächsten Seite abgebildeten cominvest-Grafik wurde auf Basis des DAX der Aktienkursverlauf im Frühjahr 2006 mit der aktuellen Situation verglichen. In einem Worst-Case-Szenario, d.h. einer parallelen Entwicklung besteht das Risiko von 6.100 DAX-Punkten. Aus den oben aufgeführten Gründen, d.h. den fundamentalen Unterschieden zwischen beiden Phasen, rechnen wir allerdings nicht mit einem vergleichbaren Ausmaß. Wir gehen davon aus, dass sich die Aktienmärkte bereits früher beruhigen werden und rechnen folglich in den nächsten Wochen mit einer Bodenbildung im Bereich 6.400 bis 6.500 Punkte.

## **Fazit**

**Wir glauben, dass ein Großteil der Korrektur abgeschlossen ist. Am Dienstag Abend konnten wir in den USA bereits Anzeichen von Panikverkäufen erkennen, die im Übrigen durch eine Computerpanne im späteren Handelsverlauf beschleunigt wurden. Gestern Nachmittag waren schließlich auch in Europa Anzeichen einer Panik zu beobachten, als der Markt in wenigen Stunden und unter sehr hohen Volumina über 3% an Wert einbüßte. Unsere mittelfristige Markteinschätzung, die ein DAX-Jahresendziel von 7.400 Punkten beinhaltet, hat sich nicht geändert, da für die Kursverluste keine Änderungen der Rahmenbedingungen verantwortlich waren. In den letzten Wochen wurde die US-Konjunktur am Markt zu optimistisch gesehen und einige Risiken ignoriert. Die fällige Reaktion können wir derzeit beobachten. Für den mittelfristigen Verlauf sind wir unverändert optimistisch gestimmt, zumal die Berichtssaison in Europa für das 4. Quartal 2006 hervorragend ausgefallen ist. Es ist schwer abzusehen, wann der Tiefpunkt der Aktienmarktkorrektur erreicht sein wird. Wir wollen aber darauf hinweisen, dass die aktuellen Kurse für mittelfristig agierende Investoren eine günstige Einstiegsgemeinschaft darstellen. Wir empfehlen daher, die Gunst der Stunde zu nutzen und in den nächsten Wochen auf dem niedrigen Niveau nach und nach Bestände aufzubauen. Wir gehen davon aus, dass der Markt innerhalb kurzer Zeit seine langfristige Aufwärtsbewegung fortsetzen wird, wenngleich wir im weiteren Jahresverlauf von weiteren kurzfristigen Korrekturen begleitet werden dürften. Als größtes Risiko für diese Korrekturen stufen wir unverändert ein signifikantes Ansteigen des Ölpreises ein.**

## DAX in der Korrektur\*



\*Hochpunkte indiziert auf 100 und zeitlich verschoben

## **DISCLAIMER**

**Für die Erstellung dieser Ausarbeitung ist das Geschäftsfeld Private Banking (ZPB) der Commerzbank AG verantwortlich. Die Commerzbank AG, Frankfurt am Main, unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).**

Diese Ausarbeitung dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Sie soll lediglich eine selbständige Anlageentscheidung des Kunden erleichtern und ersetzt nicht eine anleger- und anlagegerechte Beratung. Die in der Ausarbeitung enthaltenen Informationen wurden sorgfältig zusammengestellt. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann jedoch nicht übernommen werden. Einschätzungen und Bewertungen reflektieren die Meinung des Verfassers im Zeitpunkt der Erstellung der Ausarbeitung und können sich ohne vorherige Ankündigung oder Mitteilung hierüber ändern. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden. Die Commerzbank AG, mit dieser verbundene Unternehmen, und/oder deren Kunden können Transaktionen für eigene oder für fremde Rechnung im Hinblick auf die in dieser Ausarbeitung genannten Finanzinstrumente oder damit verbundene Anlagen tätigen oder getätigt haben, bevor der Empfänger diese Ausarbeitung erhalten hat. Die Commerzbank hat in Übereinstimmung mit den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen interne organisatorische Vorkehrungen getroffen um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden. Hierzu zählen insbesondere institutsinterne Informationsschranken (Chinese- Walls). Diese verwehren den Erstellern den Zugang zu Informationen, die Interessenkonflikte der Commerzbank AG in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumente begründen können. Diese Informationsschranken gelten auch für nicht öffentlich bekannte Informationen aus einer etwaigen Geschäftsbeziehung der Commerzbank mit den Emittenten. Diese Informationen dürfen aus gesetzlichen oder vertraglichen Gründen nicht im Rahmen einer Finanzanalyse verwendet werden und sind daher auch nicht in dieser Ausarbeitung enthalten.

**Spezielle Hinweise auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf Emittenten oder Finanzinstrumente, die Gegenstand der Ausarbeitung sind:**

**Veröffentlichung gemäß § 5 Abs. 4 Nr. 3 der Finanzanalyseverordnung:**

Anzahl der Aktienempfehlungen des „Zentralen Geschäftsfelds Private Banking“ der Commerzbank (ZPB) im 4. Quartal 2006 aufgeschlüsselt nach Kategorien: 9 Kaufen, 0 Halten, 6 Verkaufen.