

## Eine Zwischenerholung im Bärenmarkt

Mit viel Schwung sind die Aktienmärkte in das neue Jahr gestartet. Der Dax ist am Montag zum ersten Mal seit Mitte November 2008 zeitweise auf mehr als 5000 Punkte geklettert. Wir befragten Banken und Vermögensverwalter, ob der Aufschwung nachhaltig sein wird.

*Von Hanno Mußler, Stefan Ruhkamp und Bettina Schulz*

### **Morgan Stanley**

#### Geduldig bleiben

Große Krisen bieten große Kaufgelegenheiten - aber jetzt noch nicht. Die Grunddaten werden noch schlechter, und die Bewertungen am Aktienmarkt sind noch nicht wirklich billig. Im Bärenmarkt ist Geduld die goldene Regel. Bleiben Sie geduldig, bis der nächste Bullenmarkt beginnt, vielleicht später in diesem Jahr. Das hängt von den Unternehmensgewinnen, den amerikanischen Hauspreisen und dem Abbau der Fremdfinanzierung im Finanzgewerbe ab. Derzeit handeln die Aktienmärkte in Europa bei einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 14 bezogen auf eine zu erwartende Eigenkapitalrendite von 9 Prozent. Langfristig könnte der Markt auf ein KGV von 12 sinken.

### **J. P. Morgan**

#### Bärenmarktrally von einigen Wochen

Die niedrigere Volatilität an den Aktienmärkten hat wertorientierte Investoren wieder zu Investitionen verlockt. Allein im Dezember sind 15 Milliarden Dollar von amerikanischen Privatanlegern in Aktienfonds geflossen und 3 Milliarden Dollar in Fonds für die Schwellenländer. Die fiskalpolitischen Hilfen, die niedrigen Leitzinsen und die technisch immer noch überverkaufte Situation könnten die Bärenmarktrally noch einige Wochen tragen. Aber die schlechten Unternehmensgewinne und der Mittelabfluss von den Hedge-Fonds werden den Aufschwung bremsen.

### **Mack & Weise**

#### Einstieg verfrüht

Wir sehen eine typische Jahresanfangs-Rally, die fundamental nicht untermauert ist. Wie weit diese trägt, wird die Wall Street vorgeben. Wir empfehlen, erst auf einem bedeutend tieferen Bewertungsniveau zu investieren. Marktschwankungen von bis zu 20 Prozent innerhalb weniger Wochen werden auch 2009 nicht ungewöhnlich sein. Trotz punktuell deflatorischer Tendenzen sehen wir aufgrund der vorherrschenden Politik mittelfristig erhebliches Inflationspotential. Daher lautet unser Rat für 2009 Bestandsabbau von Geldvermögen und im Jahresverlauf - trotz erheblich rückläufiger Unternehmensgewinne - Aufbau von Sachvermögen in Form von Aktien und Rohstoffen.

### **Bankhaus Lampe**

#### Nur ein Zwischenhoch

Aktien profitieren zurzeit von der Aussicht auf umfangreiche Konjunkturpakete in den Vereinigten Staaten und in Deutschland. Unseres Erachtens dürfte es sich dabei lediglich um ein Zwischenhoch handeln, da die Konjunkturlösungen, die parlamentarisch noch nicht verabschiedet sind, erst mittelfristig wirken werden. Kurzfristig bleiben wir gegenüber Aktien skeptisch gestimmt. Andauernd schwache Konjunkturdaten und sinkende Inflationsraten dürften die Rezessions- und Deflationssorgen der Investoren wieder befeuern, und der negative Nachrichtenfluss dürfte somit die Oberhand gewinnen. Daher sind eher Dax-Niveaus von weniger als 4500 Punkten wahrscheinlich.

### **Sal. Oppenheim**

#### Deutliche Erholung im ersten Halbjahr

Wir erwarten eine deutliche Kurserholung in der ersten Jahreshälfte, die den Dax bis auf 5700 bis 6100 Punkte und den Euro Stoxx 50 bis auf 3000 bis 3200 Punkte tragen kann. In der zweiten Jahreshälfte ist aufgrund entstehender Diskussionen um die Nachhaltigkeit eines politikgetriebenen Aufschwungs ein Kursverfall bis auf 4800 bis 5400 Punkte im Dax und bis auf 2600 bis 2900 Punkte im Euro Stoxx 50 möglich. Tatsächlich halten wir in den kommenden beiden Jahren eine nachhaltige Konjunkturerholung für unwahrscheinlich. Ein fortgesetzter Risikoabbau in den Bankbilanzen, der später zu erfolgender Konsolidierungsprozess der Staatshaushalte, der Wegfall von Vermögensgewinnen als Konsummotor, eine abnehmende Beschäftigung und eine Umkehr der aggressiven Geldpolitik stehen ihr entgegen.

## **Bank of America**

### Zwei von fünf Dingen fehlen noch

Drei wichtige Punkte stimmen derzeit optimistisch: der niedrigere Ölpreis, die Zinssenkungen der Notenbanken und die fiskalpolitischen Hilfsmaßnahmen. Zwei weitere Punkte müssen für eine nachhaltige Erholung der Märkte jedoch gegeben sein: Der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik muss wieder funktionieren, und die Krise am Bau- und Immobilienmarkt in Amerika und einigen anderen Ländern muss langsam drehen. Beides dürfte zur Jahresmitte eintreten. Dann dürfte sich die amerikanische Wirtschaft langsam wieder stabilisieren. Japan und Europa werden ein Quartal später folgen.

## **Commerzbank**

### Erholung erst im zweiten Quartal

Mit Beginn der Berichtssaison der amerikanischen Unternehmen in der nächsten Woche sollte die Dax-Erholung auslaufen. Schwache Unternehmenszahlen könnten den Dax nochmals unter 4500 Punkte drücken. Den Start einer nachhaltigen Dax-Erholung Richtung 5500 Punkte erwarten wir im zweiten Quartal. Der Aktienmarkt wird dann vorwegnehmen, dass sich dank der expansiven, global koordinierten Geld- und Fiskalpolitik die Weltwirtschaft im zweiten Halbjahr 2009 erholen wird.

## **HSBC Trinkaus & Burkhardt**

### Dax hat Tiefpunkt hinter sich

In den vergangenen Wochen ist der Aktienmarkt gestiegen, obwohl Konjunktur- und Unternehmensmeldungen unverändert schwach waren. Dies zeigt, dass eine starke Rezession in 2009 bereits eingepreist ist. Entscheidend wird sein, wie schwache Unternehmensergebnisse für das vierte Quartal 2008 und der gedrückte Jahresausblick der Unternehmen für 2009 aufgenommen werden. Spätestens dann sollten einzelne Aktien nochmals deutlich unter Druck geraten. Der Dax sollte aber seine Tiefstkurse von Ende November nicht mehr sehen, da schon bald eine Konjunkturerholung im Jahr 2010 gespielt werden dürfte, mit der auch wir rechnen.

## **Dekabank**

### Kursgewinne nicht nachhaltig

Da bis ins Frühjahr hinein nur triste Konjunkturaussichten vorherrschen und die Unternehmensmeldungen auch eher belastend sein dürften, halten wir die Entwicklung an den Aktienmärkten in den letzten Tagen noch nicht für nachhaltig. Rückschläge sind nicht auszuschließen. Erst wenn die Frühindikatoren nach oben drehen und positive Gewinnaussichten für 2010 in den vorausschauenden Blick der Märkte geraten, sehen wir nachhaltig positives Kurspotential für Aktien.

## **M.M. Warburg**

### Überzogener Optimismus

Wir sind skeptisch, was die Nachhaltigkeit des Kursaufschwungs angeht. Die niedrige Aktienmarktbewertung erweckt den Eindruck, dass die Rezession und der damit verbundene Druck auf die Unternehmensgewinne bereits ausreichend in den Gewinnprognosen und damit auch in den Aktienkursen vorweggenommen ist. Wirft man jedoch einen Blick auf die Dax-Gewinnerwartungen für 2009 (plus 9 Prozent) und 2010 (plus 15 Prozent), so scheinen die Analysten sehr hohe Erwartungen an die Wirksamkeit der Konjunkturprogramme zu hegen. Dieser Optimismus dürfte angesichts der Heftigkeit und Tiefe des konjunkturellen Einbruchs und der globalen Synchronität des Abschwungs, der durch die Finanzmarktkrise verstärkt wird, überzogen sein.

## **DZ Bank**

### Dividenden werden gekürzt

Auch wenn zunächst eine Fortsetzung der Aufwärtsbewegung realistisch erscheint, sollten schlechte Nachrichten das Potential des Dax bis zum Ende des ersten Halbjahrs auf 5000 Punkte begrenzen. Spätestens mit Vorlage der Jahresabschlüsse erwarten wir eine drastische Kürzung der Dividenden und eine Überprüfung von Aktienrückkaufprogrammen und Investitionen. Die Margenprognosen knapp unter Allzeithochs legen weitere deutliche Gewinnrevisionen nahe, auch wenn die Gewinnschätzungen analog zur Zyklus der vergangenen drei Rezessionen bereits um ein Drittel reduziert wurden. Erst im zweiten Halbjahr erwarten wir einen nachhaltigen Anstieg über die Schwelle von 5000 Punkten, denn dann dürfte der Dax mit Blick auf 2010 eine Konjunkturerholung vorwegnehmen.

## **Generali**

### **Wende frühestens im zweiten Halbjahr**

Der Aktienmarkt befindet sich nach den dramatischen Verlusten des vergangenen Jahres derzeit wohl nur in einer Zwischenerholung, die den hohen Erwartungen an die kommenden konjunkturellen Impulse geschuldet ist. Abermalige Belastungen für Dividentitel wird die kommende Berichtssaison bringen. Die erste globale Rezession seit dem Beginn der achtziger Jahre wird die Unternehmensgewinne stärker belasten, als bislang in den Prognosen berücksichtigt ist. Hinzu kommt, dass Abschreibungen in den Kreditportfolien der Banken wegen der Rezession erst noch ausstehen. Zu einer nachhaltigen Trendumkehr dürfte es daher frühestens in der zweiten Jahreshälfte kommen.

## **DWS**

### **Vor der Bodenbildung**

Leider ist der Aufschwung wahrscheinlich nicht nachhaltig, da die fundamentale Nachrichtenlage negativ bleibt. Gewinnwarnungen und schlechte Makrodaten werden uns auch 2009 begleiten. Hoffnungen auf ein besseres zweites Halbjahr könnten sich als verfrüht erweisen. Zu negativ sollten Anleger allerdings auch nicht sein, da nachlassender Verkaufsdruck und eine Stabilisierung der Frühindikatoren für eine Bodenbildung an den Märkten sorgen könnten. Wir erwarten volatile Seitwärtsmärkte.

## **Allianz Global Investors**

### **Erste Chancen nutzen**

Die hohe Volatilität an den Aktienmärkten wird uns noch bis ins zweite Halbjahr 2009 hinein begleiten. Aber die massiven, unkonventionellen Konjunkturpakete auf der Welt werden im Jahresverlauf für eine deutliche Beruhigung sorgen und positive Nachfrageeffekte zur Folge haben. Als wichtige Indikatoren für eine nachhaltige Verbesserung bewerten wir eine Situation, in der sich die Kreditbedingungen für Unternehmen und Haushalte wieder entspannen und die Risikoprämien deutlich sinken. Momentan raten wir langfristig orientierten Investoren, freie Liquidität selektiv zu investieren und Chancen bei günstigen Einstiegsniveaus zu nutzen.

## **MLP**

### **Kurzfristig Abwärtspotential**

Nach der freundlichen Börse zum Jahresende, unter anderem bedingt durch die seit 1. Januar 2009 geltende Abgeltungsteuer, sehen wir derzeit eine hohe Volatilität mit einem kurzfristigen Rückschlagspotential im Dax. Hauptgrund hierfür ist die schwache konjunkturelle Lage. Einen dauerhaften Aufwärtstrend erwarten wir dann ab dem zweiten Halbjahr 2009. Potential ergibt sich vor allem durch die günstige Bewertung vieler Dax-Titel. Ein derart niedriges KGV gab es zuletzt 1982 - damals folgte ein nachhaltiger Aufschwung am Aktienmarkt.

## **Bankhaus Metzler**

### **Bessere Daten für Aufschwung nötig**

Von seinem Tiefpunkt im Oktober 2008 bis zum Stand von 5000 Punkten hat der Dax zwar um fast 25 Prozent zugelegt. Dieser Anstieg allein ist allerdings noch kein hinreichendes Indiz, dass der Index nun weiter einen stetigen Weg nach oben einschlagen wird. Wir halten es für wahrscheinlich, dass negative Unternehmensnachrichten und Gewinnwarnungen im Jahresverlauf noch zunehmen werden. Die Gewinnschätzungen dürften weiter nach unten korrigiert werden. Eine Verbesserung der Fundamentaldaten ist jedoch eine der Voraussetzungen für einen nachhaltigen Aufwärtstrend.