



Quartalsbericht II/2002

— vom 05.08.2002 —

Brandlecht-Hestruper Aktienclub GbR
Syenvennweg 10
D-48529 Nordhorn

Ihre Bankverbindung:

Raiffeisen-Volksbank Nordhorn
Postfach 22 29, D-48511 Nordhorn
Tel.: 05921-17-20, Fax: -2237
BLZ: 267 600 05, KNR: 233 333 300

Ihr Vermögensverwalter:

FIVV AG
Herterichstraße 101, D-81477 München
Tel.: 089-790863-0, Fax: -49
E-Mail: info@fivv.de

Ihre direkten Betreuer:

Markus Maus:
Tel.: 089-790863-36, Fax: -47
E-Mail: mm@fivv.de

Axel Daffner:
Tel.: 089-790863-38, Fax: -47
E-Mail: ad@fivv.de

Firma:
FIVV FINANZINFORMATION &
VERMÖGENSVERWALTUNG AG
(kurz: FIVV AG)
Aufsichtsratsvors.
Dr. Steffen Maus

Firmensitz:
Herterichstraße 101
81477 München
Postfach 71 03 20
81453 München
Tel.: 089-790863-0

Fax: 089-790863-49
E-Mail: info@fivv.de
Internet: www.fivv.de
Vorstand:
Andreas Grünewald
Dipl.-Kfm.

Handelsregister:
Amtsgericht München
HRB 128356
Bundesanstalt für Finanz-
dienstleistungsaufsicht (BAFin):
Zulassung gem. §32 KWG

Nr.: VII 2 (117661) 100
Bankverbindung:
Dresdner Bank München
Kontoinhaber: FIVV AG
Bankleitzahl: 700 800 00
Kontonr.: 3 208 345 00

Sehr geehrter Herr ten Bosch,

das Anlagemedium Aktie ist in der Vertrauenskrise. Die Bilanzskandale um Enron, Tyco, Worldcom und Xerox sorgen für eine Ausverkaufsstimmung an den Börsen und reißen die großen Aktienindizes im zweiten Quartal in die Tiefe. Dies zeigt sich allen voran am Resultat des MSCI-Weltindex, der in diesem Zeitraum 20,09% (!) an Wert verliert. Da ist es ein Trost, wenn auch ein schwacher, dass **Ihr Depot** im Sturm der Märkte mit einem **Quartalsminus von 13,40%** die massiven Verluste der Märkte zum Teil umschiffen konnte. Seit Jahresbeginn liegt die Performance Ihres Depots bei -11,92%.

- **Rückblick**

Was haben wir im vergangenen Quartal nicht alles an Schreckensmeldungen ertragen müssen. Da waren die bereits erwähnten Bilanzskandale, enttäuschte Wachstumshoffnungen verbunden mit Gewinnwarnungen von Unternehmen, immer neue Tiefststände bei den Telekommunikationsunternehmen (Telcos), steigende Arbeitslosenzahlen dies- und jenseits des Atlantiks usw. Damit einhergehend fielen auch die Aktienmärkte immer tiefer. **Alles scheint schlecht zu sein in diesen Tagen.** Allerdings gab es auch ein paar positive Meldungen, welche an den Märkten aber leider nur kurzzeitig bzw. gar kein Gehör fanden. Doch betrachten wir die Märkte im einzelnen.

Europa und das Klageglied der Telcos

„Jetzt müssen die Telekommunikationsunternehmen doch mal wieder steigen.“ oder „Weiter kann es doch nicht mehr bergab gehen.“ lauteten die Gedanken vieler Anleger nach den bereits herben Verlusten dieser Branche im ersten Quartal. Aber wieder einmal kam es anders als die meisten dachten. Bei den Telekommunikationsunternehmen zeigt sich in den Ausblicken immer deutlicher die Fehlkalkulation bei UMTS. Das Klageglied der Telcos, weiter

angeheizt durch Worldcom sowie das Drama um France Télécom und MobilCom, wurde im vergangenen Quartal sogar noch lauter. Die größten Verlierer im europäischen Index Dow Jones Euro Stoxx 50 waren somit wieder einmal Telefonica (-32,71%), Nokia (-39,10%), Deutsche Telekom (-44,97%), Alcatel (-55,83%) und France Télécom (-72,99%!!!), welche alleamt seit Monaten von uns gemieden werden. Diese enormen Verluste konnte der europäische Index nicht abschütteln und verzeichnete schließlich ein Quartalsminus von 17,19%, seit Jahresbeginn sind es -17,68% (siehe Abbildung 1).

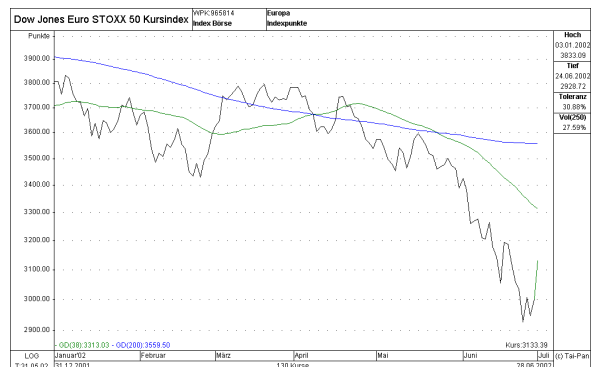


Abb. 1: Dow Jones Euro Stoxx 50 (Kursindex) vom 31.12.01 bis 28.06.02

Lediglich ganz vereinzelte Werte wie E.ON oder BASF schlossen das Quartal leicht positiv ab und sorgten damit für ein paar Lichtblicke.

Auch in Deutschland kein Anschluss unter dieser Nummer

In den einstelligen Bereich, auf einen neuen historischen Tiefststand und noch weit unter das Tief vom September letzten Jahres ging der Verfall der Deutschen Telekom im zweiten Quartal (siehe Abbildung 2).



Abb. 2: Dt. Telekom seit Börsengang 1996

Das schlechte Abschneiden des Telekommunikationsunternehmens (-44,97%) wurde im DAX lediglich von dem Finanzdienstleister MLP (-59,78%) überboten. Bei MLP waren von einer Börsenzeitschrift Zweifel an der Praxis der Gewinnberechnung veröffentlicht worden, welche dazu führten, dass die von uns schon häufig dargestellte, massive fundamentale Überbewertung in diesem Titel an der Börse reduziert wurde.

Für den DAX gab es damit, ähnlich wie auf europäischer Ebene, ein deutlich zweifelhaftes Minus (-18,80%). Nur Adidas sowie die erwähnten BASF und E.ON schafften es in den grünen Bereich. Seit Jahresbeginn verliert der Index 15,07% (siehe Abbildung 3).



Abb. 3: DAX vom 31.12.01 bis 28.06.02

Neuer Markt und alte Sorgen

Die Geschichte vom Neuen Markt ist (leider) schnell erzählt. -40,94% im vergangenen Quartal und damit -47,21% seit Jahresbeginn schlagen beim Nemax 50 zu Buche. Damit hangelt sich der Index seit Ende 2000 von einem Tiefpunkt zum nächsten (siehe Abbildung 4). Vergleicht

man das heutige Niveau mit dem Höchststand im März 2000, so summieren sich die Verluste bereits auf 94% (!).



Abb. 4: NEMAX 50 seit Gründung des Segments

Sowohl durch Gerüchte und eine generell schlechte Stimmung am Wachstumssegment, als auch durch schlechte Meldungen der Unternehmen sowie die teilweise nach wie vor überzogenen Bewertungen (z.B. T-Online, Biotech-Unternehmen wie Qiagen, Direktanlagebanken) wurden die Kurse am Neuen Markt belastet. Verstärkt wurde der freie Fall so ziemlich aller Werte durch die Tatsache, dass im Verlauf des zweiten Quartals weitere institutionelle Investoren dem Neuen Markt den Rücken gekehrt haben und Ihre Gelder komplett aus dem Segment abgezogen haben – kostete es was es wolle.

Value stützt den M-DAX

Bis in den Mai hinein konnte sich der Index der mittelgroßen Aktiengesellschaften in Deutschland, M-DAX, schadlos halten, doch dann geriet auch er unter Druck. Auf das Quartal gerechnet musste er schließlich 11,93% abgeben (siehe Abbildung 5), seit Jahresbeginn sind es -8,87%. Mit diesem Ergebnis schlägt sich der M-DAX recht wacker, was auf die große Anzahl an Value-Werten im Index (z.B. Indus, K+S, Krones, Norddeutsche Affinerie, Salzgitter, Stada) zurückzuführen ist.

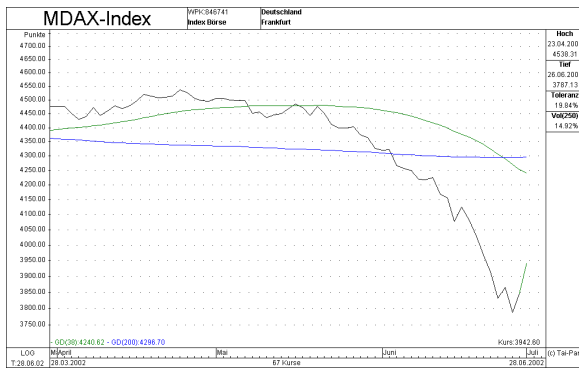


Abb. 5: M-DAX vom 28.03.02 bis 28.06.02

Zu den Gewinnern im abgelaufenen Quartal gehört wieder einmal die Stada Arzneimittel AG, welche ein Plus von 3,80% schafft. Des Weiteren finden sich auf den Spitzenplätzen das Bäckerei-Imperium Kamps (+18,57%), welches vom Übernahmeangebot des italienischen Pasta-Herstellers Barilla profitierte, sowie die Puma-Aktie (+42,91%).

Auf der Verliererseite stehen Cargolifter (-70,63%), Babcock (-72,20%) und Gold-Zack (-81,37%), welche alle drei in Zahlungsschwierigkeiten gekommen sind bzw. im Falle von Babcock zielstrebig darauf zusteuern.

Amerika – das Land der Superlative

Erst Enron, dann Tyco, anschließend Worldcom und nun Xerox. Hier eine Milliarde Umsatz gefälscht, da eine weitere an Kosten unter den Tisch fallen lassen. Die schlechten Nachrichten über Betrügereien in den Bilanzen börsennotierter US-Unternehmen wollen einfach nicht abreißen und belasten das Vertrauen der Anleger schwer. Die USA werden mal wieder Ihrem Ruf gerecht, dass sie das Land der Superlative sind, dieses Mal leider im negativen Sinne.

Einen weiteren, unrühmlichen Rekord stellte AOL Time Warner im abgelaufenen Quartal auf. Das Unternehmen veröffentlichte einen Verlust für das erste Quartal des Jahres 2002 in Höhe von 54,2 Mrd. US-Dollar. Dies bedeutete den höchsten Quartalsverlust eines US-Unternehmens in der US-Geschichte!

Allerdings wussten die USA zumindest in manchen Punkten auch positiv zu überraschen.

Das Wachstum des Brutto-Inlandsproduktes der USA für das erste Quartal dieses Jahres wurde z.B. mit +5,6% im Quartalsvergleich veröffentlicht und später sogar auf 6,1% nach oben revidiert.

Des Weiteren konnten auch die viel beachteten Konjunkturindikatoren, wie z.B. der Chicagoer Einkaufsmanagerindex, welcher sich im gesamten Quartal beharrlich über der 50-Punkte-Marke hielt, ihren positiven Trend fortsetzen. Bei diesem so genannten Diffusionsindex spricht ein Wert über 50 Punkten für ein Wachstum und ein Wert unter 50 Punkten für einen Rückgang der Wirtschaft.

In diesem konträren Umfeld an rekordverdächtigen Ereignissen verlor der breite amerikanische S&P-500-Index im abgelaufenen Quartal 13,75% (siehe Abbildung 6). Seit Jahresbeginn belaufen sich die Verluste auf 13,82%, welche sich in Euro gerechnet durch den schwächeren US-Dollar sogar auf mehr als 25% ausweiten.



Abb. 6: S&P 500 vom 31.12.01 bis 28.06.02

Technologie und NASDAQ – die schlechten Nachrichten reißen nicht ab

Auf der Seite der Belastungsfaktoren für die US-amerikanischen Aktienmärkte sind weiterhin zahlreiche Gewinnwarnungen, vor allem von Unternehmen aus dem Technologiesektor, zu nennen. So warnten u.a. IBM, Ericsson, Nokia und auch Intel (siehe Langfristchart Abbildung 7) vor geringeren Ergebnissen im zweiten Quartal, was ihre Bewertungen stärker unter Druck brachte.



Abb. 7: Intel seit 1996

Für den Index bedeuteten diese Hiobsbotschaften nichts Gutes und ließen ihn im vergangenen Quartal um weitere 20,74% einbrechen (siehe Abbildung 8), nachdem bereits zum Ende des ersten Quartals ein Minus von 5,39% herausprang. Bezieht man auch hier die Währungsentwicklung mit ein, so ergibt sich seit Jahresbeginn ein Verlust von knapp 35%.

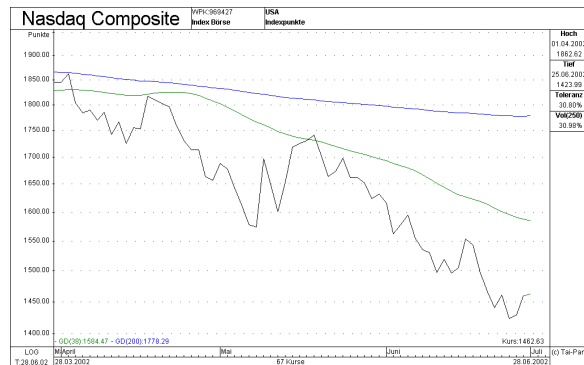


Abb. 8: Nasdaq Composite vom 28.03.02 bis 28.06.02

Der argentinische Virus

In Argentinien bleibt die Lage weiterhin undurchsichtig. Bisher ist es dem Land nicht gelungen, eine Lösung für seine Wirtschafts- und Verschuldungsprobleme zu finden, welche auch politisch realisierbar wäre. Aus diesem Grund hält auch der Verfall der Währung des Landes weiter an, was dazu führt, dass ein Euro-Investor im argentinischen Aktienmarkt seit Jahresbeginn 70% seiner Investitionssumme eingebüßt hätte (siehe Abbildung 9).



Abb. 9: MSCI Argentinien seit Januar 2001

Mittlerweile geht von den Gauchos leider auch eine Ansteckungsgefahr für den ganzen süd- und mittelamerikanischen Kontinent aus. So wurde im vergangenen Quartal aufgrund von Befürchtungen, Schulden könnten nicht zurückgezahlt werden, auch der Nachbar Brasilien vom argentinischen Virus infiziert. Insbesondere brasilianische Anleihen verloren daraufhin stark an Wert.

In Japan steht das Spiel noch unentschieden

Nach dem guten Start in das Jahr 2002 schaffte der japanische Aktienmarkt auch im zweiten Quartal mit lediglich -3,66% ein respektables Ergebnis. Seit Jahresbeginn notiert der Nikkei 225 sogar noch mit knapp einem Prozent leicht im Plus. Das positive Abschneiden des japanischen Aktienmarktes in diesem Jahr könnte der Vorbote einer vom Export getragenen, nachhaltigen Erholung der zweitgrößten Wirtschaftsnation sein und die bereits über ein Jahrzehnt anhaltende Talfahrt des Indexes beenden (siehe Abbildung 10).

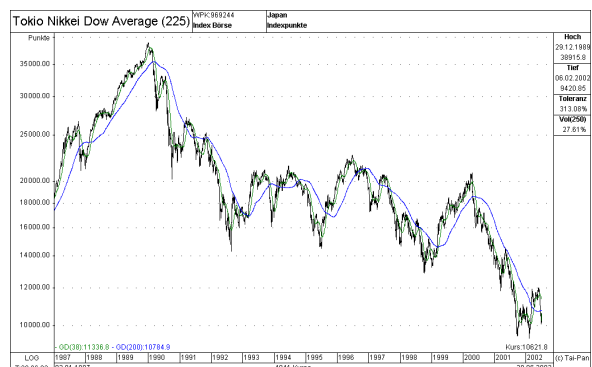


Abb. 10: Nikkei-Index seit 1987

Allerdings hängt diese Erholung am seidenen Faden der Währungskursentwicklung.

Hier kämpfen die beeinflussenden Faktoren noch um die Oberhand. Zum einen hat Japans Regierung mittlerweile ihre Politik des starken Yens aufgegeben. Sie setzt sich nunmehr auch öffentlich, u.a. belegt durch Stützungskäufe für den US-Dollar, für einen schwächeren Yen ein, was dem Export des Landes zugute kommt. Erste Erfolge sind bereits an der gestiegenen Industrieproduktion des Landes im Monat Mai (+3,9% im Monatsvergleich, höchstes Wachstum seit fast zehn Jahren) oder dem positiven Tankan-Stimmungsbericht zur japanischen Wirtschaft abzulesen.

Zum anderen ziehen die offensichtlich vom Export gestützten Erholungstendenzen der japanischen Industrie vermehrt ausländische Investoren an, welche ihr Kapital nach Fernost lenken und damit den Yen, durch erhöhte Nachfrage nach Wertpapieren, wieder stärken. In diesem Spannungsfeld scheint der Index zurzeit gefangen zu sein.

Die so genannten „**Tigerstaaten**“ lieferten ein sehr gemischtes Bild ab. So konnte Indonesien seine Gewinne seit Jahresbeginn weiter ausbauen, während Taiwan und Thailand einen Teil ihrer Gewinne wieder abgeben mussten. Insbesondere Hongkong verlor deutlicher und schloss das zweite Quartal mit -17,08% ab (seit Jahresanfang -15,72%).

Zusammenfassend verlief das Quartal an den weltweiten Aktienmärkten alles andere als wünschenswert. Der **MSCI-Weltindex** auf Euro-Basis verzeichnet ein Minus von 20,09%. Damit ergibt sich für den Index seit Jahresbeginn eine Performance von -18,45%.

Euro – Totgesagte leben länger

Tendierte der Euro gegenüber dem US-Dollar im ersten Quartal noch seitwärts, setzte er im zweiten zu einer fulminanten Rallye an. Aus dem Stand konnte er gegenüber dem US-Dollar um 14,46% zulegen (siehe Abbildung 11). Und auch zum Yen gewann der Euro an Wert.

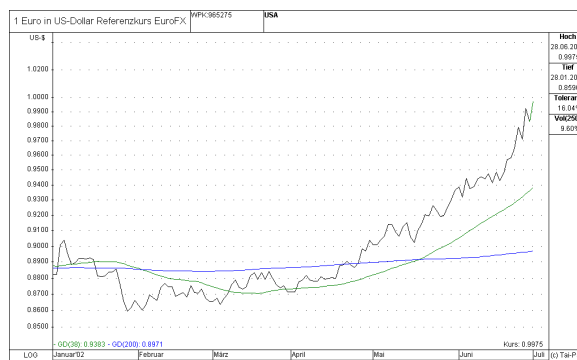


Abb. 11: US-Dollar/Euro vom 31.12.01 bis 28.06.02

Zum Verhängnis wurde dem Dollar das große Defizit in der Kapitalbilanz der USA. Dieses erforderte zu seiner Finanzierung einen kontinuierlichen Kapitalstrom aus dem Ausland in die USA, z.B. über Direktinvestitionen von Unternehmen oder Käufe von Wertpapieren. Insbesondere letztere reduzierten sich im vergangenen Quartal bzw. kehrten sich sogar in Verkäufe um, wodurch sich der rasante Verfall des US-Dollars begründet.

Zinsen, Inflation und Rohölpreis

Die Inflation in den USA und in Europa hielt sich in den letzten drei Monaten in Grenzen, nicht zuletzt, weil ein von vielen Marktteilnehmern erwarteter, starker weltwirtschaftlicher Aufschwung nicht einsetzen wollte. Der Rohölpreis brachte ebenfalls keinen Inflationsdruck und schwankte um ca. 26 USD pro Barrel (siehe Abbildung 12).

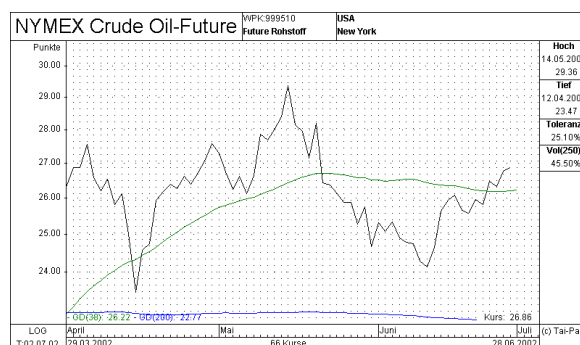


Abb. 12: Rohöl-Future vom 29.03.02 bis 28.06.02

Die unveränderte bzw. in Europa sogar leicht rückläufige Inflation ließ den Notenbankern der FED und der EZB den Freiraum, die kurzfristigen Zinsen auf ihrem

niedrigen Niveau zu belassen und vorerst noch nicht an der Zinsschraube zu drehen.

Entsprechend korrigierten die langfristigen Zinsen ihren Anstieg aus dem ersten Quartal. Dieser hatte die 10-Jahreszinsen in den USA, auch bedingt durch die Hoffnung auf eine starke Konjunkturbelebung und die damit einhergehende Inflation, auf über 5,40% getrieben. Das ernüchternde zweite Quartal ließ die Renditen dann aber wieder unter 5% fallen (siehe Abbildung 13). Seit Jahresbeginn ergibt sich somit für einen reinen Anleiheninvestor ein Minus von 1,15% (gemessen am weltweiten Rentenindex JPMorgan Global Bond Index).

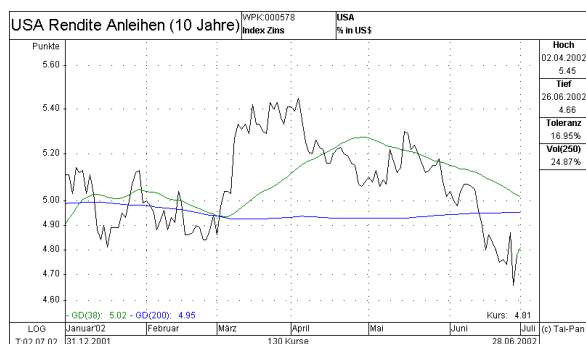


Abb. 13: Rendite 10-jähriger Staatsanleihen in den USA im 1. Halbjahr 2002

In normalen Börsenphasen bietet ein derartig niedriges Niveau der langfristigen Zinsen eine Unterstützung für die Aktienmärkte. Im abgelaufenen Quartal fielen jedoch die Aktienmärkte einträglich zusammen mit den Renditen.

• Entwicklung Ihres Depots

Im zweiten Quartal konnte sich auch Ihr Portfolio den massiven Verlusten an den Weltbörsen nicht vollends entziehen. Allerdings verzeichnet Ihr Depot mit einem Verlust von 13,40% ein bedeutend geringeres Minus als der Weltindex MSCI, der 20,09% verliert. Seit Jahresbeginn liegt Ihr Depot bei einem Minus von 11,92%.

Das vergleichsweise moderate Minus erklärt sich u.a. durch die anhaltende Betonung der konservativen Branchen zu Lasten der Technologiewerte. Des weiteren wirkte sich die im Verlauf des Quartals angestiegene Liquidität sowie der geringe

US-\$-Anteil stützend auf die Performance des BHAC aus.

Die **Käufe** (siehe Abbildung 14), welche im zweiten Quartal durchgeführt wurden, konnten das Depot leider nicht stützen. Lediglich Südzucker konnte mit +5,18% eine positive Performance seit Kauf verbuchen.

| Datum | Transaktion | WKN | Name | Kaufkurs | Aktuell 28.06.2002 |
|----------|-------------|---------|------------------------------|----------|--------------------|
| 15.04.02 | Ankauf | 575 300 | Celanese | 23,75 € | 23,50 € |
| 15.04.02 | Ankauf | 580 854 | Syngenta | 69,50 € | 60,50 € |
| 15.04.02 | Ankauf | 655 910 | Kraft Foods | 45,40 € | 40,70 € |
| 15.04.02 | Ankauf | 859 520 | American International Group | 84,20 € | 68,90 € |
| 15.04.02 | Ankauf | 876 872 | Freddie Mac | 76,27 € | 62,50 € |
| 03.05.02 | Ankauf | 729 700 | Südzucker | 17,38 € | 18,28 € |
| 03.05.02 | Ankauf | 851 908 | Norsk Hydro | 56,09 € | 50,00 € |
| 03.05.02 | Ankauf | 852 009 | Pfizer | 41,18 € | 36,20 € |
| 03.05.02 | Ankauf | 852 246 | Schweiz. Rückvers. | 113,80 € | 98,80 € |
| 03.05.02 | Ankauf | 853 194 | Gillette | 40,45 € | 35,00 € |
| 03.05.02 | Ankauf | 883 914 | First Data | 43,35 € | 36,60 € |

Abb. 14: Käufe im zweiten Quartal

Durch die (Teil-)**Verkäufe** zahlreicher Titel (siehe Abbildung 15), welche zum Teil auch durch Stop-Loss-Aufträge veranlasst wurden, wurde die angestrebte defensivere Ausrichtung erzielt und die Liquidität von 12% auf 18% erhöht.

| Datum | Transaktion | WKN | Name | Verkaufskurs | Aktuell 28.06.2002 |
|----------|-------------|---------|--------------------------|--------------|--------------------|
| 10.04.02 | Verkauf | 719 350 | Koenig & Bauer-Albert St | 22,95 € | 21,50 € |
| 15.04.02 | Verkauf | 514 180 | Wedeco | 21,35 € | 18,40 € |
| 15.04.02 | Verkauf | 622 910 | Jenoptik | 18,90 € | 19,15 € |
| 18.04.02 | Verkauf | 860 853 | Wal-Mart Stores | 64,00 € | 58,00 € |
| 19.04.02 | Verkauf | 931 705 | Thiel Logistik | 11,45 € | 3,27 € |
| 03.05.02 | Verkauf | 520 000 | Beiersdorf | 134,65 € | 122,01 € |
| 03.05.02 | Verkauf | 875 403 | Dell Computer | 27,80 € | 26,30 € |
| 07.05.02 | Verkauf | 633 503 | Krones Vz | 55,00 € | 54,70 € |
| 07.05.02 | Verkauf | 851 399 | IBM | 83,20 € | 74,00 € |
| 17.05.02 | Verkauf | 563 300 | Edscha | 24,50 € | 25,00 € |
| 26.06.02 | Verkauf | 660 200 | mg technologies | 8,75 € | 9,06 € |
| 26.06.02 | Verkauf | 866 822 | Biogen | 38,60 € | 43,00 € |
| 26.06.02 | Verkauf | 867 900 | Amgen | 38,80 € | 43,15 € |
| 26.06.02 | Verkauf | 881 824 | MedImmune | 25,20 € | 27,00 € |
| 26.06.02 | Verkauf | 888 509 | BB Biotech | 39,50 € | 44,00 € |

Abb. 15: Verkäufe im zweiten Quartal

In Bezug auf die **Aufteilung zwischen Aktien und Liquidität** stellt sich Ihr Depot zum Quartalsultimo damit wie folgt dar (siehe Abbildung 16): Die Aktienquote liegt bei 82%, woraus die beschriebene Bargeldquote von 18% resultiert.

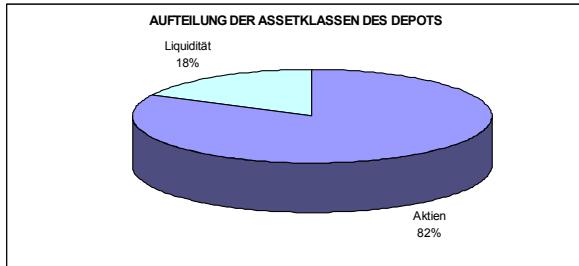


Abb. 16: Depotstruktur, Stand: 28.06.02

Auf der Aktienseite war es in der **Branchenbetrachtung** (siehe Abbildung 17) wieder einmal richtig, den Telekommunikationssektor vollständig zu meiden. Hinzu kommt, dass wir auch im Technologiebereich über das gesamte Quartal die bereits geringe Gewichtung weiter abgebaut haben (von ca. 15% zu Quartalsbeginn auf mittlerweile 11%) und dadurch die dort entstandenen Verluste weitestgehend vermeiden konnten.

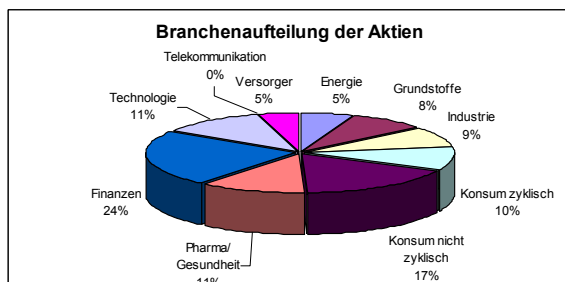


Abb. 17: Branchenstruktur, Stand: 28.06.02

Unsere favorisierten Branchen waren der nicht-zyklische Konsum, welchen wir im abgelaufenen Quartal auf 17% erhöht haben, sowie die Finanzwerte, hier speziell die Versicherungswerte.

In der **Währungsaufteilung des Depots** wird unsere geringe Gewichtung des US-Dollar-Raumes deutlich (siehe Abbildung 18). Hier haben wir nur 35% investiert - im Vergleich zu einer Quote von durchschnittlich 50% bei einem weltweit investierenden Depot. Diese Investitionsentscheidung hat uns aufgrund des im Verlauf des Quartals schwächeren US-Dollars vor weiteren Verlusten bewahrt.

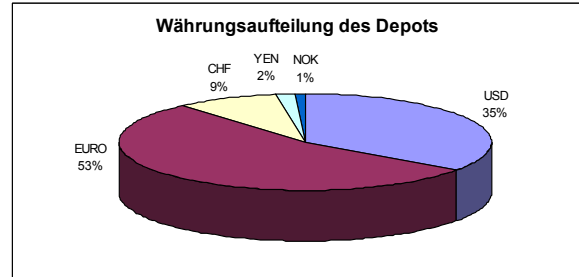


Abb. 18: Währungsaufteilung, Stand: 28.06.02

• Aktuelle Markteinschätzung

Nach einem hoffnungsvollen ersten Quartal liegt nun wieder einmal ein extrem verlustreiches zweites hinter uns. Die Nerven liegen zurzeit blank. Viele Anleger fragen sich, ob der Sturm an den Märkten anhält oder sich einmal beruhigt. Oder bekommen wir gar die Sonnenseiten des Aktieninvestments wieder einmal zu sehen? Und welchen Weg müssen wir einschlagen, um davon am meisten zu profitieren?

Das verlorene Vertrauen ...

Noch im letzten Quartalsbericht schrieben wir, dass Enron ein Einzelfall bleiben muss, um das Vertrauen der Anleger nicht nachhaltig zu schwächen. Leider war Enron erst die Spitze des Eisbergs und man muss fürchten, dass nach Worldcom, Tyco und Xerox hier noch einiges im Argen liegt. Diese Belastungsfaktoren werden uns wohl oder übel noch einige Zeit begleiten und wie ein Damoklesschwert über den Märkten hängen.

... ist ebenso ein Problem wie die enttäuschten Aufschwungshoffnungen.

Darüber hinaus kehrte bei vielen Marktteilnehmern im Verlauf des zweiten Quartals Ernüchterung über die wahren wirtschaftlichen Wachstumsperspektiven dies- und jenseits des Atlantiks ein. Beflügelt durch das phänomenale Wirtschaftswachstum von über 6% im ersten Quartal in den USA, glaubten einige bereits wieder an eine Rückkehr zu den Wachstumsraten der 90er Jahre. Diese übertriebenen Hoffnungen zerplatzten aber insbesondere an den weiterhin trüben Aussichten vieler Technologiewerte.

Mittlerweile scheinen sich die überzogenen Hoffnungen auf ein starkes Wirtschaftswachstum sogar ins Gegenteil umgedreht zu haben. Vielfach wird bereits von einer wiederkehrenden Rezessionsphase, dem sogenannten Double Dip gesprochen. Aber auch diesbezüglich scheinen die Marktteilnehmer zu übertreiben. Wie bereits die Wachstumseuphorie für das zweite Quartal können wir nun den Rezessionspessimismus nicht ganz nachvollziehen.

Wie bereits vor drei Monaten geäußert, sehen wir in Bezug auf die weltweite Wirtschaftsentwicklung in diesem Jahr ein moderates Wachstum, welches in den USA stärker als in Europa ausfallen sollte. Unterstützung bekommt dieses Szenario von den volkswirtschaftlichen Indikatoren.

Konjunktur-Indikatoren kündigen trotz allem moderates Wachstum an!

Die Konjunktur-Indikatoren rund um den Globus deuten nach wie vor auf das von uns erwartete, moderate Wachstum in den USA und Europa im weiteren Jahresverlauf hin.

In den Vereinigten Staaten ist z.B. der Chicagoer Einkaufsmanagerindex herauszustellen, der auf ein weiterhin anhaltendes Wachstum in den USA schließen lässt. Auch das Verbrauchervertrauen, welches von der Universität in Michigan erhoben wird, deutet kein Nachlassen des amerikanischen Konsums an. Und selbst das Schlusslicht in Sachen Wachstum in Europa, Deutschland, bekommt vom IFO-Index ein im Jahresverlauf anziehendes Wachstum signalisiert. Erste Anzeichen des Wachstums zeigen sich auch in der anziehenden Industrieproduktion seit Jahresbeginn (siehe Abbildung 19).

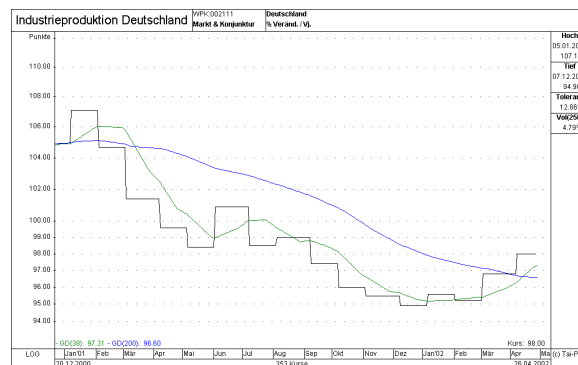


Abb.19: Industrieproduktion in Deutschland seit 2001

Aktuell scheint die Börse jedoch mehr durch Psychologie als durch fundamentale Faktoren beeinflusst zu sein.

Bewertung der Märkte spricht (noch) gegen die USA, aber für Europa

Ein Vergleich der Rentenrendite mit der Aktienbewertung zeigt, dass nicht alle Aktien bereits wieder günstig sind und zum Einstieg einladen. Für die USA impliziert dieser Vergleich auf einem Zinsniveau von 4,81% bei den 10-jährigen Anleihen ein KGV des Aktienmarktes von knapp 21. Ob wir dieses KGV in den großen Indizes bereits erreicht haben bzw. unterbieten, scheint zweifelhaft. Seriöse Schätzungen (z.B. unter Berücksichtigung von Optionsplänen der Vorstände) gehen für die USA von einem KGV von ca. 40 aus. Damit haben wir es hier im US-amerikanischen Markt immer noch mit einer Überbewertung zu tun.

Für Europa, und hier speziell Deutschland, errechnet sich ein wesentlich günstigeres Verhältnis von Aktien zu Renten. Bei einem Zinsniveau von 5% ergäbe sich ein faires KGV der Aktienmärkte von 20. Für Deutschland liegt das geschätzte KGV aber nur bei 15. Hieraus leitet sich eine attraktive Bewertung des deutschen Marktes ab.

Value ist nach wie vor Trumpf!

Auf der Einzeltitelebene stellen insbesondere High-Tech-Unternehmen wie Cisco, EMC, IBM, Intel, Microsoft, SAP etc. trotz des anhaltenden Kursrückgangs aus fun-

damentaler Sicht nach wie vor noch keine Kaufgelegenheit dar. Des Weiteren scheint die Technologiebörse NASDAQ gerade eine Schulter-Kopf-Schulter-Formation abzuschließen, was auch aus technischer Sicht nichts Gutes verheißt (siehe Abbildung 20).



Abb. 20: Nasdaq Composite seit 1995

Vielmehr ist weiterhin ein value-orientiertes Stock-Picking gefragt. Aus fundamentaler Sicht ergeben sich hier zurzeit sogar hervorragende Möglichkeiten, **bei Qualitätsaktien Übertreibungen zum Einstieg zu nutzen**. Beispiele hierfür sind u.E. die deutschen Versicherer Allianz und Münchener Rück. Darüber hinaus halten wir weiterhin an unseren Favoriten DSM, Krones, Philip Morris, Salzgitter und Stada Arzneimittel fest.

Zinsen und Öl neutral

Aufgrund des erwarteten moderaten Wirtschaftswachstums gehen wir generell von eher ansteigenden Zinsen aus. In den USA könnte hierbei ein Niveau von 5,50% erreicht werden. Auch in Europa sollten die Zinsen leicht anziehen, für die Aktienmärkte aber keine Gefahr darstellen.

Den Ölpreis erwarten wir weiterhin in der von der OPEC definierten Zielzone von 22-28 US-Dollar. Einzelne Ausflüge an die 30 US-Dollar heran könnten von Eskalationen an den politischen Krisenherden im arabischen Raum ausgehen, sollten aber nicht dauerhaft sein. Eine größere US-amerikanische Aktion gegen den Irak würde sich allerdings negativ auf den Rohölpreis auswirken und ihn wahrscheinlich über die 30-USD-Marke treiben. Ein längerer Zeitraum über dieser Marke würde dann die wirtschaftliche Erholung schwächen.

Ein sehr schwacher Dollar als Gefahr

Ein sich fortsetzender rasanter Verfall des Wertes der US-Währung im weiteren Jahresverlauf, welcher den Greenback auf ein Niveau von 1,15 USD/EUR oder darüber führen würde, hätte negative Folgen für die gesamte Weltwirtschaft. Über importierte Inflation wäre die amerikanische Notenbank früher als ihr lieb wäre dazu gezwungen, die kurzfristigen Zinsen zügig anzuheben, um der Inflationsgefahr Herr zu werden. Diese Zinserhöhungen würden dann sehr wahrscheinlich zu Lasten des Aufschwungs in den USA gehen und damit den Motor der Weltwirtschaft ins Stottern bringen. Eine anhaltende Schwäche des Dollars ist somit nicht wünschenswert, ein Jahresziel von 1,05 USD/EUR aber ein noch akzeptables Niveau.

Fazit:

Im zweiten Quartal war die Stimmung ursächlich für einen Teil der Verluste. Für viele scheint das Ende aller Aktien-Engagements gekommen zu sein. Dabei überwiegt die Anti-Aktien-Stimmung zurzeit die vorhandenen Anzeichen einer moderaten Wirtschaftserholung im Laufe des Jahres. Neben den positiven wirtschaftlichen Perspektiven bieten sich auch vermehrt günstige Einstiegsmöglichkeiten bei fundamental untermauerten Aktien.

Sicherlich besteht eine Gefahr für die Märkte weiterhin darin, dass durch vermehrte Bilanzskandale die schlechte Stimmung anhält. Allerdings scheint aus unserer Sicht auch in puncto Marktstimmung ein sehr tiefes Niveau erreicht zu sein. Daneben schwelen auf der politischen Seite nach wie vor verschiedene Konflikte, wie z.B. die anhaltende Krise im Nahen Osten oder im Irak, welche sich insbesondere auf den Ölpreis negativ auswirken könnten. Auch ein zu schwacher US-Dollar würde die Weltwirtschaft belasten.

Neben fundamentalen Überlegungen zu Angebot und Nachfrage sprechen daher auch die eben beschriebenen Risiken aus Absicherungsüberlegungen heraus für ein Engagement im Gold. Wir legen daher aktuell einen Depotanteil von ca.

5% im Gold an. Der Goldpreis und damit auch die Goldminenaktien würden direkt von einer Eskalation der weltweiten Konflikte oder einer weiteren Verschlechterung der Stimmung bzw. der wirtschaftlichen Lage profitieren.

Auf der Aktienseite liegt unser Investitionsschwerpunkt aber nach wie vor auf value-orientierten, defensiven Werten, schwerpunktmäßig aus Europa. Hier haben sich vermehrt attraktive Kursniveaus herausgebildet. Spekulative Aktien bleiben weiterhin stark untergewichtet.

Trotz unserer hier dargestellten Markteinschätzung darf das Risiko weiterer Kursverluste, z.B. bedingt durch ein wiederholtes Abgleiten der amerikanischen Wirtschaft in die Rezession (Double Dip) oder einen weiteren Terroranschlag, zu keinem Zeitpunkt bei der Anlageplanung übersehen werden.

Wir bedanken uns für Ihr entgegengebrachtes Vertrauen.

Mit freundlichen Grüßen

Markus Maus

Alexander Kapfer