



Quartalsbericht III/2002

— per 30.09.2002 —

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,

zu unserem großen Bedauern können wir Sie auch nach dem dritten Quartal 2002 nicht über gestiegene Kurse an den Börsen informieren. Zwar ist es dem Depot des Brandlecht-Hestruper Aktienclubs gelungen, den Vorsprung vor der Benchmark, dem MSCI Aktien-Weltindex, zu verteidigen, aber trotzdem müssen wir in absoluten Zahlen ausgedrückt von Verlusten berichten. So verzeichnete **Ihr Depot im dritten Quartal ein Minus von 18,3%**, während der MSCI-Aktien-Weltindex im gleichen Zeitraum 18,7% an Wert verlor. **Seit Jahresbeginn** liegt Ihre Performance bei **-28,0%**. Im Vergleich dazu rangieren der MSCI Aktien-Weltindex bei **-33,7%**, der Dow Jones Euro Stoxx 50 bei **-42,0%** und der DAX sogar bei **-46,3%**!

- **Rückblick**

Das vergangene Quartal war von Verlusten an den weltweiten Wertpapiermärkten geprägt. Besonders hart traf es aber den Deutschen Aktienindex DAX.

DAX bricht ein

Nicht zuletzt aufgrund der politischen Meinungsverschiedenheiten zwischen Berlin und Washington kam es zu einem regelrechten Käuferstreik amerikanischer und britischer institutioneller Anleger. Daher reagierte der Markt auch ziemlich rot und gar nicht grün auf die Fortsetzung der rot-grünen Koalition nach den Bundestagswahlen. Obwohl diese Entwicklung den Abwärtstrend nochmals beschleunigte, musste der DAX natürlich bereits in den Wochen davor massive Verluste hinnehmen (siehe Abbildung 1). Die Kriegsgefahr im Nahen Osten sowie die reduzierten Wachstumsaussichten für die (deutsche) Wirtschaft sind hier als Hauptgründe zu nennen. Wie desaströs die Verluste allerdings in den letzten drei Monaten waren, zeigen folgende Performancezahlen. Kein einziger Wert konnte ein Plus erzielen, die Besten unter den Schlechtesten

waren Henkel und die Deutsche Telekom mit vergleichsweise geringen Verlusten von 8% bzw. 10%. Nach über 90% Kursrückgang seit dem Hoch im Jahre 2000 bei der Deutschen Telekom verwundert es jedoch nicht, dass die Abwärtsdynamik bei diesem Wert allmählich nachlässt.



Abb. 1: DAX vom 31.12.01 bis 30.09.02

Die schlechtesten Aktien in den vergangenen drei Monaten waren Infineon (-66%), MLP (-73%) und Epcos (-79%). Während die Siemens-Töchter Epcos und Infineon vor allem unter der Krise der High-Tech-Branche (und damit mangelnden Aufträgen und extrem hohem Konkurrenz- und Margendruck) leiden, sieht sich MLP mit Vorwürfen konfrontiert, die eigenen Bilanzen „schöngerechnet“ zu haben. Da diese negative Stimmung für den Wert mittlerweile auch auf das operative Geschäft durchschlägt (schlechtes Image bei den Kunden), wird die Aktie voraussichtlich auch in den nächsten Monaten einen schweren Stand haben. Auch für die Wertentwicklung von Epcos und Infineon sind wir eher pessimistisch, da beide Unternehmen Herstellungskosten haben, die substanziell über den derzeit zu erzielenden Verkaufspreisen ihrer Produkte sind.

DAX überholt MDAX...

...leider auf dem Weg nach unten! Natürlich konnte sich auch der MDAX (die 70 größten Unternehmen nach den DAX-Werten) dem Abwärtstrend an den Börsen nicht entziehen, aber er notierte doch um einiges stabiler als der DAX. Ein historischer Vergleich zeigt es auf. Am 08.07.1997 stand der DAX zum ersten Mal in absoluten Zahlen höher als der MDAX (4030 zu 4018 Punkten). In den darauffolgenden Boomjahren gelang es dem DAX, den MDAX locker abzuhängen (siehe Abbildung 2).

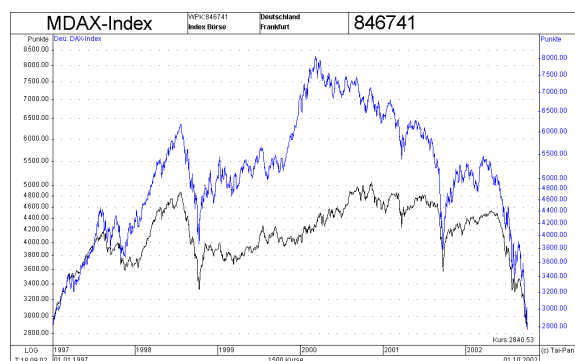


Abb. 2: MDAX und DAX im Vergleich seit 01.01.97

In der Spitze notierte der eine bei 8064 Punkten, während es der andere „nur“ auf ein all-time-high von 5069 brachte. Seit dem 27.09.2002 befinden sich beide wiederum in den gleichen Regionen (2900 Punkte). Verantwortlich für das vergleichsweise gute Abschneiden in der Abrechnungsphase sind unter anderem einige unserer Depotwerte wie zum Beispiel Stada Arzneimittel und Krones, die durch ihre positive Performance den Index stabilisierten.

Game Over am Neuen Markt

Die Fakten sprechen für sich. 96% Kursverlust seit dem Hoch und alleine 65% in diesem Jahr (siehe Abbildung 3). Jetzt hat auch die Deutsche Börse die Notbremse gezogen. Offensichtlich ist der Vertrauensschaden und der Imageverlust nach den dramatischen Kursverlusten so groß geworden, dass sich die Deutsche Börse entschlossen hat, das Börsensegment "Neuer Markt" zu schließen. Zukünftig soll es keine eigene Plattform mehr für so genannte Wachstumsaktien geben. Stattdessen sol-

len die Einzelunternehmen branchenorientiert in klassische Sektoren und Technologiebranchen aufgeteilt werden.



Abb. 3: Neuer-Markt-Index seit Start am 16.01.98

Die Deutsche Börse AG hätte unseres Erachtens früher eingreifen müssen. Als die Bilanzskandale und Manipulationen auftraten, hätte man sofort für den Austritt der entsprechenden Unternehmen sorgen müssen, um nicht andere Neue-Markt-Titel in Sippenhaft geraten zu lassen. Trotz aller negativer Entwicklungen in den letzten Jahren war die Grundidee richtig und daher ist die deutsche Börsenlandschaft durch das Ende des Neuen Marktes insgesamt ärmer geworden.

Europa ebenfalls im Sturzflug

Auch in Europa dominieren die Verluste. Der DJ Euro Stoxx 50 schloss den Berichtszeitraum mit einem Rückgang von 30% ab. Seit Jahresanfang summieren sich die Verluste auf 42%. Während wir von den Verlusten in bestimmten High-Tech-Bereichen (vor allem bei der Telekommunikationsindustrie) nicht überrascht sind, fällt es uns inzwischen sehr schwer, Gründe für die Kursrückgänge in anderen Sektoren zu finden. Ein Beispiel hierfür sind die europäischen Versicherungswerte. Folgende Tabelle zeigt, welchen Weg wir seit den jeweiligen Höchstkursen bereits hinter uns haben (siehe Abbildung 4):

	DAX	Euro Stoxx	Allianz	AXA	Generali	Aegon
2000	-20,23%	-12,66%	-9,85%	-10,29%	-2,33%	-19,28%
2001	-36,02%	-30,35%	-40,27%	-47,09%	-28,14%	-45,74%
30.09.02	-65,67%	-59,66%	-80,40%	-77,37%	-66,74%	-82,42%

Abb 4.: Kursrückgänge seit dem jeweiligen Hoch

Zu berücksichtigen bleibt, dass es sich hier nicht um eine hochverschuldete Branche handelt, die Verluste schreibt und keinerlei stillen Reserven als Puffer zur Verfügung hat. Einige Unternehmen wie zum Beispiel die Allianz werden inzwischen an der Börse kaum höher gehandelt als der Wert ihrer liquiden Mittel und Beteiligungen. Dies würde bedeuten, dass bei einer (theoretischen) Übernahme der Allianz der Käufer einen Großteil des Kaufpreises allein durch Verkauf der Beteiligungen und die liquiden Mittel des Unternehmens decken kann. Das Versicherungsgeschäft der Allianz sowie die gesamte Dresdner Bank bekommt er praktisch gratis dazu. Obwohl die Börse durch ihren Handel natürlich täglich „Fakten schafft“, fällt es uns zugegebenermaßen sehr schwer, uns vorzustellen diese niedrigen Bewertungen könnten langfristig Bestand haben.

Amerika befindet sich im Krieg

So jedenfalls hat es der amerikanische Präsident jüngst wieder einmal formuliert. Dass eine derartige Rhetorik kontraproduktiv für die Börsenentwicklung ist, liegt auf der Hand. Dennoch haben sich die amerikanischen Börsen weitaus besser gehalten als die europäischen. Die Verluste sind im vergangenen Quartal jenseits des Atlantiks nur etwa halb so hoch wie diesseits (siehe Abbildung 5). So verloren Dow Jones Industrial Average und S&P 500 jeweils 18% und die NASDAQ 20%.



Abb. 5: S&P 500 vom 31.12.01 bis 30.09.02

Während sich die Anleger im Juli und August überwiegend mit den Bilanzmanipulationen à la Enron & Worldcom beschäftigen mussten, blickten die Börsen danach vor allem auf den Jahrestag des 11. Septem-

bers und die damit verbundenen Befürchtungen neuer terroristischer Anschläge. Trotz des problemlosen Verlaufs des Jahrestags zeigten Aktien keine positive Reaktion, die erhoffte "Erleichterungs-Rallye" blieb aus.

Die Konjunktur erweist sich weiter als Hemmschuh. Im so genannten Beige Book berichteten die regionalen Notenbanken von einer Abschwächung des Wirtschaftswachstums in den USA seit Juli. Die Aktivität im Verarbeitenden Gewerbe verlaufe schleppend und Verbesserungen am Arbeitsmarkt seien kaum zu erkennen. Nur der Immobilienmarkt zeige eine erfreuliche Tendenz (siehe Abbildung 6).

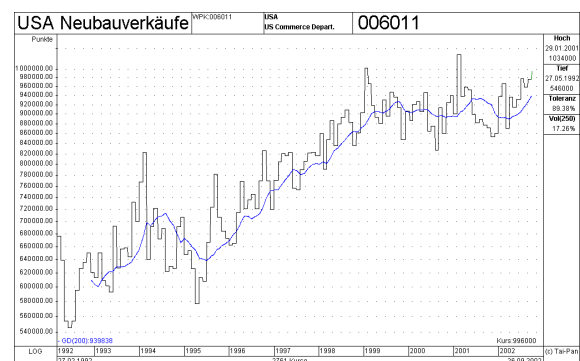


Abb. 6: US-Neubauverkäufe seit 1992

Greenspan verwies erneut auf die negativen Folgen der Terroranschläge auf die Wirtschaft. Er zeigte sich besorgt über das wiederkehrende US-Haushaltsdefizit, das grundsätzlich das Risiko steigender Zinsen, sinkender Investitionen und eines schwächeren Produktivitätswachstums berge. Diese Befürchtungen werden durch die aktuelle Situation allerdings nicht unterstrichen, da sich die Industrieproduktion in Amerika eher wieder zu erholen scheint, wie Abbildung 7 verdeutlicht.

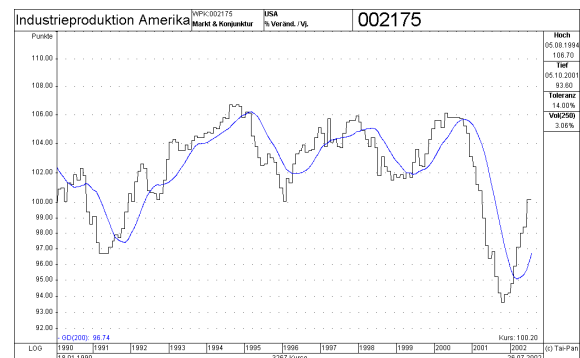


Abb. 7: US-Industrieproduktion seit 1990

Insgesamt scheint die Stimmung in Amerika im Augenblick also ein wenig pessimistischer zu sein, als es die ökonomischen Daten erfordern würden.

Brasilien vor der Wahl

Die gesamte Wirtschaft Südamerikas wird maßgeblich von Brasilien bestimmt. Obwohl das Land einen 30-Mrd.-Dollar-Kredit vom IWF zugesagt bekam, konnte das Vertrauen der Investoren bisher nicht zurückgewonnen werden (siehe Abbildung 8).

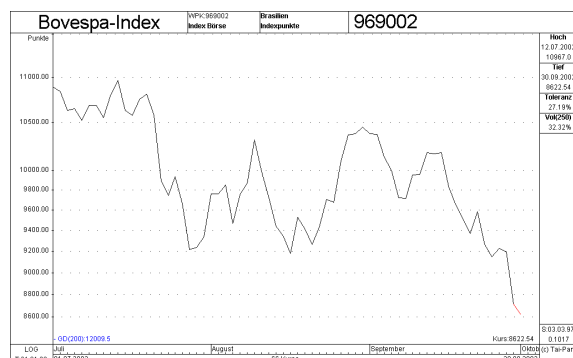


Abb. 8: Aktienmarkt Brasilien im 3. Quartal 2002

Mit ein Grund sind die Unsicherheiten über den Ausgang der Präsidentschaftswahlen im Oktober. Sollte es hier zu einem deutlichen Linksruck kommen (was die derzeitigen Prognosen bereits andeuten), dürfte der brasilianische Aktienmarkt und damit die gesamte Region Südamerika auch weiterhin vor schwierigen Zeiten stehen.

Japan kommt nicht vom Fleck

Auch in Japan hatte die Wirtschaft große Hoffnungen, dass der neue Premierminister Koizumi das Land aus seiner Erstarrung löst und die dringend notwendigen Strukturereformen einleitet. Davon war allerdings im 3. Quartal dieses Jahres nicht viel zu spüren und so verlor auch der Nikkei 14% und notiert inzwischen auf einem 19-Jahrestief (siehe Abbildung 9)!

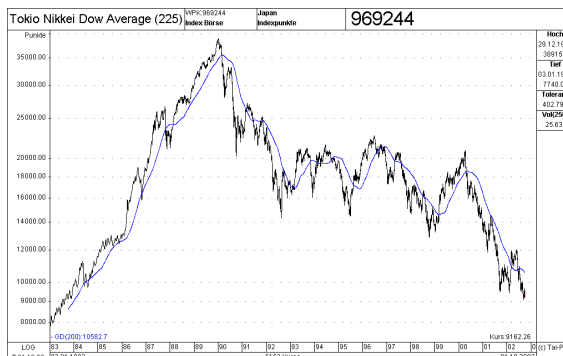


Abb. 9: Aktienmarkt Japan seit 03.01.1983

Zudem hat der japanische Yen in diesem Jahr wieder an Stärke gewonnen, was die Exportchancen Japans auf den Weltmärkten negativ beeinflusst (siehe Abbildung 10).



Abb. 10: Cross rate USD/Yen seit 06.01.2000

Das Land der aufgehenden Sonne ist also nach wie vor so mit eigenen Problemen beschäftigt, dass aus dieser Richtung keinerlei positiven Impulse für die weltweite Konjunktur zu erwarten sind.

Die Börsen der so genannten „Tigerstaaten“ reihen sich ebenfalls in den Reigen der schlechten Börsen ein. So befinden sich viele dieser Börsen in Euro gerechnet seit Jahresanfang im zweistelligen Minusbereich, z.B. Philippinen -23,2% und Hongkong -26,4%. Die positiven Ausnahmen bilden Thailand mit +3,4% und Indonesien mit 18,4%.

Betrachtet man die weltweiten Aktienmärkte in Form des MSCI-Weltindex, so musste dieser auch im dritten Quartal starke Verluste hinnehmen (-18,74%). Seit Jahresanfang summieren sich die Verluste inzwischen auf -33,73%.

Ölpreis im Aufwärtstrend

Seit Jahresbeginn 1999 hat sich der Ölpreis von knapp 10 US-Dollar auf heute knapp 30 US-Dollar etwa verdreifacht. Seit Jahresanfang ist der Ölpreis von knapp 20 US-Dollar um rd. 50 % gestiegen. Bedingt durch die Kriegsängste um einen möglichen Irak-Konflikt und die damit verbundene Sorge, die OPEC (Erdöl exportierende Länder) könnte das Angebot in so einem Fall künstlich verknappen, konnte der Aufwärtstrend auch im 3. Quartal nicht gestoppt werden (siehe Abbildung 11).



Abb. 11: Ölpreis seit 01.01.1999

Jeder Dollar Ölpreisanstieg belastet übrigens die Energierechnungen der G7-Staaten mit rd. 25 Mrd. Dollar. Da die OPEC angekündigt hat, in dem Fall, dass der Rohölpreis länger als 20 Tage über 28 Dollar notiert, das Angebot zu erhöhen, bis der Preis wieder sinkt, sehen wir die diesbezüglichen Ängste (siehe oben) als übertrieben an. Den Effekt auf die Inflationsrate gilt es jedoch zu beachten.

Anleihen haussieren

Die Renten notieren wegen der anhaltenden konjunkturellen und vom Aktienmarkt ausgehenden Unsicherheit auf historisch niedrigem Niveau. So sinkt die Rendite der maßgeblichen 10-jährigen US-Treasuries auf nur noch ca. 3,66 % (siehe Abbildung 12).



Abb. 12: 10-jährige US-Treasuries seit 1992

Nach drei Jahrzehnten des Kampfes gegen die Inflation scheinen die Wertpapiermärkte in der momentanen Situation die Deflation als Hauptgefahr unserer wirtschaftlichen Stabilität zu sehen. Dies drückt sich in der Flucht in Richtung Sicherheit aus (US-Staatsanleihen werden gemeinhin als eine der sichersten, d.h. nahezu ohne Ausfallrisiko behafteten Anlagen betrachtet). Diese vermehrte Nachfrage nach Anleihen führte zu oben beschriebem Kursanstieg bzw. Renditerückgang.

Im 3. Quartal konnte somit ein reines Anleihendepot ein Plus von 3,67% (gemessen am weltweiten Rentenindex J.P. Morgan Global Bond Index) erzielen. Seit Jahresanfang sind es immer noch +2,48%. Dies kann (bei einer Zinsänderung) jedoch auch wieder sehr schnell in den negativen Bereich drehen.

Euro/USD — 2. Angriff auf die Parität?

Das vergangene Quartal brachte beim Euro/US-Dollar-Verhältnis per Saldo keine großen Bewegungen (siehe Abbildung 13).



Abb. 13: US-Dollar seit Jahresanfang

Trotz des nach wie vor gigantischen Defizits der Kapitalbilanz der USA konnte der Euro bisher keinen erfolgreichen Versuch

zur Überwindung der Parität unternehmen. Für das 4. Quartal ist ein erneuter Anlauf wahrscheinlich, da sowohl fundamentale (Kapitaldefizit, Zinsdifferenz) als auch charttechnische Sicht (siehe Abbildung) eher eine Dollarschwäche signalisieren.

- **Entwicklung Ihres Depots**

Leider konnte das dritte Quartal noch nicht die erhoffte Erholung an den Finanzmärkten einläuten. Vielmehr beschleunigten die Börsen Ihre Talfahrt noch einmal. In diesem Umfeld verzeichnet Ihr Depot ein Minus von 18,3%. Seit Jahresbeginn belaufen sich die Verluste damit auf 28,0%. Mit der phasenweise vorherrschenden Kapitulation vieler Anleger im Verlaufe des letzten Quartals und zu Beginn des Monats Oktober, besteht nun die begründete Hoffnung, dass die Aktienmärkte den finalen Sell-Out gesehen haben.

Im letzten Quartal wurden mit Gold Fields (+27,5% seit Kauf) und Anglogold (+29,6% seit Kauf) zwei Goldminenaktien neu aufgenommen, die unserer Ansicht nach überproportional von einer längerfristigen Aufwärtsbewegung des Goldpreises partizipieren sollten.

Aufgrund unserer positiven Sichtweise für die deutschen Versicherungsunternehmen haben wir in den letzten drei Monaten schrittweise die Positionen bei Allianz, AXA und Münchner Rück aufgebaut. Bedauerlicherweise verzeichnen diese Neukäufe per Monatsultimo eine negative Performance (Allianz -10,6 seit Kauf; AXA -10,0% seit Kauf; Münchner Rück -43,6% seit Kauf). Doch zu Anfang des vierten Quartals setzte bereits eine deutliche Erholung der Titel ein und es darf in diesem Zusammenhang nochmals auf die Unterbewertung der Versicherungstitel hingewiesen werden.

Datum	Transaktion	WKN	Name	Kaufkurs	Aktuell 30.09.2002
05.07.02	Ankauf	780 600	Zapf Creation	25,50 €	19,55 €
05.07.02	Ankauf	843 002	Münchener Rückversicherung	246,30 €	103,20 €
05.07.02	Ankauf	850 727	TOTAL FINA ELF	165,50 €	133,50 €
05.07.02	Ankauf	851 777	Philip Morris	47,15 €	39,00 €
05.07.02	Ankauf	852 363	Peugeot	49,70 €	37,15 €
01.08.02	Ankauf	860 028	Unilever	59,00 €	59,85 €
01.08.02	Ankauf	862 484	Gold Fields	10,20 €	13,00 €
01.08.02	Ankauf	915 102	Anglogold	21,30 €	27,60 €
01.08.02	Ankauf	925 700	Aventis	66,70 €	53,00 €
13.09.02	Ankauf	843 002	Münchener Rückversicherung	159,40 €	103,20 €
27.09.02	Ankauf	840 400	Allianz	97,40 €	87,10 €
27.09.02	Ankauf	855 705	AXA	11,00 €	9,90 €

Abb. 14: Käufe im zweiten Quartal

Durch die Verkäufe zu Beginn des Quartals wurde Ihr Portfolio konservativer aufgestellt und die Bargeldquote sukzessive erhöht. Grund hierfür waren die abermals schlechteren Quartalsausblicke vor allem der US-amerikanischen Technologieunternehmen.

Durch rechtzeitiges Handeln konnten weitere Verluste bei Einzelpositionen wie beispielsweise SAP (-47% seit Verkauf), Siebel Systems (-48% seit Verkauf) und Singulus Technologies (-51% seit Verkauf) vermieden werden.

Datum	Transaktion	WKN	Name	Verkaufskurs	Aktuell 30.09.2002
05.07.02	Verkauf	726 430	Stinnes	32,10 €	32,70 €
11.07.02	Verkauf	901 645	Siebel Systems	12,00 €	6,25 €
11.07.02	Verkauf	716 460	SAP St	85,00 €	45,00 €
11.07.02	Verkauf	856 099	Federal National Mortgage	70,50 €	60,50 €
11.07.02	Verkauf	723 890	Singulus Technologies	25,70 €	12,60 €
15.07.02	Verkauf	853 260	Johnson & Johnson	48,70 €	54,50 €
16.07.02	Verkauf	881 111	ING Groep	20,20 €	14,00 €
16.07.02	Verkauf	852 246	Schweizer Rück	117,25 €	56,90 €
16.07.02	Verkauf	851 413	International Paper	39,00 €	33,50 €
19.07.02	Verkauf	870 747	Microsoft	49,45 €	44,10 €
22.07.02	Verkauf	871 904	Citigroup	34,60 €	29,50 €
22.07.02	Verkauf	893 579	Waste Management	22,50 €	22,80 €
23.07.02	Verkauf	858 415	Marsh & McLennan	39,00 €	41,80 €
24.07.02	Verkauf	916 529	eBay	52,00 €	53,80 €
04.09.02	Verkauf	731 400	Heidelberger Druckmaschinen	34,10 €	28,95 €
18.09.02	Verkauf	856 958	McDonald's	18,90 €	17,85 €
19.09.02	Verkauf	925 700	Aventis	51,80 €	53,00 €
23.09.02	Verkauf	876 872	Federal Home Loan Mortgage	60,15 €	56,30 €
23.09.02	Verkauf	855 681	Intel	14,80 €	14,00 €
27.09.02	Verkauf	856 176	Koninklijke Numico	12,75 €	10,90 €
27.09.02	Verkauf	858 185	Aegon	10,40 €	9,55 €
30.09.02	Verkauf	565 970	Eckert & Ziegler	3,35 €	3,35 €

Abb. 15: Verkäufe im dritten Quartal

Im September wurden schließlich noch weitere kleinere Depotpositionen abgebaut, die teilweise auf Grund von Stop-Loss-Aufträgen ausgeführt wurden. Die im letzten Quartal aufgebaute Liquidität von bis zu 30% soll dem sukzessiven Wiedereinstieg in den Folgemonaten dienen.

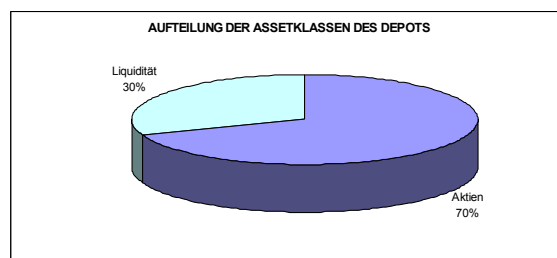


Abb. 16: Depotstruktur, Stand: 30.09.02

Betrachtet man die **Branchenaufteilung** Ihres Depots, so war es wieder einmal richtig den Telekommunikationssektor zu meiden. Der Abbau der bereits geringen Gewichtung des Technologiebereiches (von ca. 11% zu Quartalsbeginn auf mittlerweile 7%) erwies sich ebenfalls als richtig.

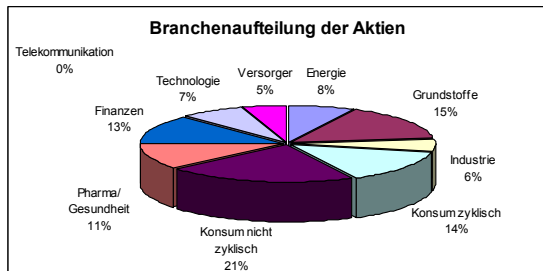


Abb. 17: Branchenstruktur, Stand: 30.09.02

Auf der **Währungsebene** sind wir immer noch klar im US-Dollar untergewichtet (siehe Abbildung 18). Gründe hierfür waren unsere leichte Skepsis bzgl. der Kursentwicklung des US-Dollars (als Euroinvestor verliert man bei einer Schwäche des Dollars zusätzlich über die Währungsseite) sowie die im Vergleich zu Europa hohe Bewertung der US-Aktien.

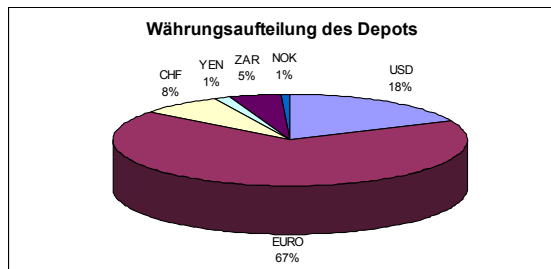


Abb. 18: Währungsaufteilung, Stand: 30.09.02

• Aktuelle Markteinschätzung

Historisch gesehen war das vergangene Quartal eines der schlechtesten aller Zeiten. Kursrückgänge zwischen 18% in Amerika und fast 40% in Europa sprechen eine deutliche Sprache. Beispielsweise hat der Dow-Jones-Index das schlechteste Quartal seit 1937 hinter sich!

Allein aus diesem Grund wäre eine technische Reaktion, die den Markt um 20% - 30% steigen lassen könnte, in den nächsten Monaten überfällig. Allerdings haben wir gerade in Deutschland mit einigen hausgemachten Problemen zu kämpfen.

Was nun, Herr Bundeskanzler?

Die Bundestagswahl hat der alten & neuen Bundesregierung nur eine knappe Mehrheit im Parlament beschert. Damit erscheint es zumindest fraglich, ob die nötige Impuls-

kraft für die dringend gebotene Umsetzung von Reformen in der Steuer-, Sozial- und Tarifpolitik sich entwickelt, zumal im Bundesrat - der bei finanzwirksamen Gesetzen mitstimmungspflichtig ist - die Opposition über eine Mehrheit verfügt. Es besteht die Gefahr, dass ähnlich wie von 1994 bis 1998 - knappe Mehrheit für die damalige bürgerliche Koalition aus CDU/CSU und FDP sowie Mehrheit der SPD im Bundesrat - in der Legislaturperiode bis 2006 heiße Eisen nicht angepackt werden.

Probleme in Deutschland...

Damit sieht sich Deutschland mit zwei grundlegenden Problemen konfrontiert. Zum einen trübt die aktuelle internationale Konjunkturschwäche den im Vergleich sehr konjunktursensitiv geprägten deutschen Aktienmarkt. Die im Augenblick diskutierten Steuererhöhungen - im Gespräch sind die Tabak-, Mehrwert-, Erbschaft- und Öko-steuer sowie die Wiedereinführung der Vermögensteuer - wirken als zusätzliche Konjunkturbremse. Zum anderen können deutsche Aktien nicht von einer Reformbewegung profitieren, die andere europäische Länder (zum Beispiel Großbritannien) bereits durchgeführt haben. Insofern ist es nicht verwunderlich, dass der DAX 30 gegenüber seinen Kontrahenten DJ Euro Stoxx 50 und S&P 500 in diesem Jahr deutlich stärkere Kursverluste hinnehmen musste.

...betreffen kaum Ihr Depot

Auf der anderen Seite investieren wir überwiegend in international aufgestellte Konzerne, die davon nur am Rande betroffen sind. Die Kursrückgänge bei Spitzenwerten wie zum Beispiel Allianz oder Münchener Rück sind aus unserer Sicht fundamental in keinsten Weise gerechtfertigt, was mittelfristig zu deutlich höheren Kursen führen sollte. Eine Indikation, wie weit zum Beispiel die Allianz von ihrem „inneren Wert“ entfernt ist, zeigt die Studie der Westdeutschen Landesbank, die ein fundamental vertretbares Kursniveau der Allianz von ca. 240 Euro errechnet. Das wäre auf den aktuellen Kurs ein Aufschlag von 160%!!

Aktuelle Kurse gerechtfertigt?

Aus unserer Sicht wären die aktuellen niedrigen Kursniveaus (vor allem in Europa) nur im Falle eines Abgleitens der Wirtschaft in eine nachhaltige Rezession bzw. in einem deflationären Umfeld (Preise fallen, Geldhaltung wird attraktiver, da Produkte „am nächsten Tag“ noch billiger sind) zu rechtfertigen. Dies können wir allerdings nicht erkennen. So wurde zum Beispiel der deutliche Anstieg der Verbraucherpreise im August in den USA mit 0,3 % gegen Vormonat und 1,8 % gegenüber Vorjahr von den Aktienmärkten weitgehend ignoriert. Darüber hinaus wirkt auch das steigende US-Haushaltsdefizit inflationär. Denn zum einen gibt der Staat mehr Geld aus, wofür er sich weiter verschulden muss, was zum anderen die Zinssätze für US-Staatsanleihen steigen lässt.

Etwas anders stellt sich die Situation in der Eurozone dar. Zwar ist auch hier das Haushaltsdefizit hoch, allerdings ist die Anstiegsdynamik wesentlich niedriger. Viele Länder liegen nahe der im Maastricht-Vertrag vereinbarten Höchstgrenze für die Neuverschuldung in Höhe von 3 % des BIP, was einer deutlichen Ausweitung entgegensteht. Dies ist in dem aktuellen Zinsniveau bereits enthalten. Die Inflationsrate der Eurozone sollte durch den starken Anstieg des Ölpreises und somit der Energiepreise sowie aufgrund von durch Ernteausfälle (Flutkatastrophe) erhöhten Lebensmittelpreisen zwar zunächst noch bis zum Jahresende ansteigen, allerdings im nächsten Jahr aufgrund der Basiseffekte (z.B. Preissteigerungen durch die Euro-Einführung oder die Rohstoffpreise) umso stärker zurückgehen. Dennoch sind wir auch hier ein gutes Stück von einer Deflation entfernt.

Und bei einem Krieg?

Würde sich daran erst einmal nichts Grundsätzliches ändern. Kriege wirken eher inflationär, da die Staaten ihre Ausgaben hochfahren müssen, um den Waffengang finanzieren zu können. So traurig es auch klingen mag, das, was die Börse an der derzeitigen Auseinandersetzung über einen möglichen Irakkrieg belastet, ist die Unsicherheit darüber, ob er stattfindet oder nicht. Sobald eine definitive Entscheidung

gefallen ist (nahezu ohne Belang welcher Richtung), wird die Börse dieses Thema als sekundär betrachten. Beim letzten Golfkrieg am Anfang der 90er Jahre war es ähnlich. Die Märkte fielen bis Anfang des Jahres 1991. Quasi mit dem ersten Schuss der Amerikaner drehten die Märkte nach oben (siehe Abbildung 14).



Abb.19: DAX während der ersten Irak-Krise.

Da auch von der OPEC versichert wurde, den Rohölpreis nicht dauerhaft auf ein Niveau über 28 US-Dollar ansteigen zu lassen, schätzen wir die Belastungsfaktoren aus dieser Ecke für die Aktienmärkte als gering ein.

Vertrauensaufbau

Nachdem wir im letzten Quartal noch von einer Vertrauenskrise durch die Bilanzmanipulationen zum Beispiel von Enron und Worldcom berichten mussten, ist dieses Thema durch die neuen Regelungen der SEC (amerikanische Wertpapieraufsicht) vom Tisch. Inzwischen müssen die Vorstände der an der Börse notierten Kapitalgesellschaften die eigenen Bilanzen beidigen. Dadurch hat sich bereits zwischenzeitlich verloren gegangenes Vertrauen in den Wahrheitsgehalt der Bilanzen wieder aufgebaut.

Das Beste zum Schluss

Aus verschiedenen Gründen ist das 4. Quartal für die Aktienmärkte traditionell eher positiv. Zum einen machen viele Unternehmen einen Großteil ihres Jahresumsatzes in den letzten drei Monaten, was zu einer Stimmungsverbesserung beiträgt. Zum anderen werden Ende des Jahres Gelder frei (zum Beispiel Weihnachtsgeld),

die wieder investiert werden müssen. Und schließlich blicken Analysten und Fondsmanager dann schon in Richtung 2003 und 2004, was die Ertragsperspektiven der Unternehmen betrifft. Selbst Konjunkturpessimisten rechnen für diesen Zeitpunkt wieder mit einem Anspringen der Wirtschaft alleine wegen notwendig gewordener Ersatzinvestitionen für abgeschriebene Wirtschaftsgüter.

Fazit:

Eines der schlechtesten Quartale, die es jemals an den Aktienmärkten gab, liegt hinter uns. Und dies folgte nicht auf einen langjährigen Aufwärtstrend, sondern auf 27 Monate fallender Aktienkurse. Die Kursniveaus sind bei vielen Werten wieder in Regionen zurückgefallen, die Anfang der 90er Jahre letztmalig gesehen wurden (teilweise noch deutlich darunter: beispielsweise hat ein DAX-Wert wie die Commerzbank ein 20-Jahrestief erreicht!). Die Unternehmen haben aber in den letzten 10 Jahren typischerweise Fortschritte bzgl. Kosteneinsparung und Produktivität gemacht und somit Mehrwert für ihre Aktionäre geschaffen. Unter anderem deshalb sind unserer Meinung nach die damaligen Kursniveaus heute nicht mehr gerechtfertigt.

Große Problemfelder (Bilanzmanipulationen, Wahlunsicherheit, zu optimistische Gewinnschätzungen etc.) der Vergangenheit liegen zum Großteil hinter uns, von einigen Nachwirkungen abgesehen. Derzeitige Belastungsfaktoren sind größtenteils politisch bedingt (Irak-Krieg). Politische Börsen waren in der Vergangenheit und sollten auch diesmal von kurzer Dauer sein. Sollte dies überwunden sein, können sich die Investoren wieder auf die fundamentale Situation fokussieren. Und die sieht, wie beschrieben wurde, besser aus, als es die derzeitige Stimmung vermuten lassen könnte.

Ein Dollarkurs in der momentanen Region (Parität) hat weder für die amerikanischen noch die europäischen Unternehmen negative Implikationen. Ein Ölpreis über 30 US-Dollar dagegen schon. Dies ist jedoch aus bereits genannten Gründen nicht zu erwarten.

Aufgrund der statistischen Daten sowohl der europäischen als auch amerikanischen Volkswirtschaft besteht kein Grund zur Annahme, dass eine Deflation bevorstehen könnte. Dies wäre aber unserer Meinung nach notwendig, um das aktuelle Aktienkursniveau dauerhaft rechtfertigen zu können. Auf der anderen Seite sehen wir allerdings auch keine Inflationsgefahren, so dass durch die langfristigen Zinsen keinerlei Bremswirkung auf die Aktienmärkte einsetzen sollte.

Dennoch bleiben die zwei Goldminenwerte (Anglogold und Gold Fields) in Ihrem Depot. Dies dient, neben den fundamentalen Gründen, die für einen Goldpreisanstieg sprechen und die an dieser Stelle schon des öfteren dargelegt wurden, auch der Absicherung vor unvorhersehbaren Ereignissen, wie zum Beispiel einem weiteren Terroranschlag oder eines Flächenbrandes im Nahen Osten.

Darüber hinaus sind wir der Ansicht, dass Selektion nach wie vor Trumpf ist. Von der von uns erwarteten Gegenbewegung der Wertpapiermärkte (nach oben) im Laufe des vierten Quartals werden nicht alle Werte nachhaltig profitieren, sondern nur die mit fundamental abgesicherten Rahmendaten (niedriges KGV, das unter dem Umsatz- und Gewinnwachstum liegen sollte, starke Marktposition, konservative Bilanzierung, hohe Dividendenrendite etc.). Daher wird unser Investitionsschwerpunkt auch weiterhin auf der Aktienseite in Europa liegen.

Und schließlich sind die Aktienmärkte auch unter relativen Gesichtspunkten günstig bewertet. Verwendet man zur Überprüfung dieser These das Modell, das von der amerikanischen Notenbank (FED) eingesetzt wird, zeigt sich, dass der Aktienmarkt im aktuellen Zinsumfeld ein KGV von ca. 25 haben dürfte (1/aktuelles Zinsniveau im 10-Jahresbereich*100), um im Verhältnis zum Rentenmarkt als fair bewertet zu gelten. De facto errechnet die FED aber für den Markt nur ein KGV von ca. 12!!

Dies alles vor dem Hintergrund der attraktiven Bewertung der Aktienmärkte im Allgemeinen und Ihrer Depotwerte im Speziellen stimmt uns optimistisch, am Ende des vierten Quartals von steigenden Aktienkursen berichten zu können.

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), einen weiteren Terroranschlag oder einen Flächenbrand im Nahen Osten, zu keinem Zeitpunkt bei der Anlageplanung übersehen werden.

Vielen Dank für Ihr entgegengebrachtes Vertrauen. Wir wünschen Ihnen einen farbenfrohen und sonnigen Herbst.

Mit freundlichen Grüßen

Markus Maus

Axel Daffner