



# Quartalsbericht I/2003

— per 31.03.2003 —

**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](mailto:info@fivv.de)

Ihre direkten Betreuer:

**Markus Maus:**

Tel.: 089-790863-36, Fax: -47  
E-Mail: [mm@fivv.de](mailto:mm@fivv.de)

**Axel Daffner:**

Tel.: 089-790863-38, Fax: -47  
E-Mail: [ad@fivv.de](mailto: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](mailto:info@fivv.de)  
Internet: [www.fivv.de](http://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,

leider sind die weltweiten Börsen in das Jahr 2003 unter denkbar ungünstigen Voraussetzungen gestartet. Zu den wirtschaftlichen Problemen ist eine Spaltung der internationalen Gemeinschaft, dokumentiert durch die diplomatischen Konflikte innerhalb der Vereinten Nationen, hinzugekommen. Darüber hinaus verläuft der Irak-Krieg offenbar anders als von der Mehrheit der Militärstrategen prophezeit. Im Ergebnis führt dies zu Verlusten an den Börsen zwischen 3,32% (NASDAQ) und 16,21% (DAX). In diesem Marktumfeld musste leider auch **Ihr Depot** Verluste verkraften und verlor **11,09% vor Steuern**.

#### • **Rückblick**

Das erste Quartal war an den Börsen von den politischen Ereignissen rund um den Irak-Konflikt geprägt. Nach monatelangen Verhandlungen scheiterte die Diplomatie, und Amerika führte eine „Koalition der Willigen“ am 20. März 2003 in den Krieg gegen den Irak. In Deutschland wartete die Bevölkerung mit großer Spannung auf die Rede des Bundeskanzlers, nachdem seine Partei bei den Landtagswahlen in Niedersachsen und Hessen schmerzhaft Niederlagen einstecken musste. Bisher ist in Deutschland jedoch noch nichts von einer Aufbruchstimmung, die durch die Ansprache ausgelöst werden sollte, zu spüren.

In diesem Rückblick auf das erste Quartal 2003 stellen wir zuerst die wesentlichen Beeinflussungsfaktoren außerhalb der Börse heraus, um anschließend die einzelnen Märkte zu beleuchten. Vor allem der Krieg im Irak ist hier von primärer Bedeutung. Da dies aber ein Quartalsbericht über die Börsenentwicklung ist, gehen wir im Folgenden vor allem auf die Konsequenzen des Krieges für die Börsen ein. Die menschliche Tragödie und die langfristigen geopolitischen Entwicklungen bleiben daher an dieser Stelle unberücksichtigt.

#### **Der von Amerika gewollte Krieg!**

Man mag sich streiten, ob die Diplomatie eine reelle Chance hatte oder ob die Berichte des Waffeninspektors Hans Blix einen Unterschied gemacht haben. Fakt ist, die amerikanische Regierung ließ sich nicht von den friedlichen Abrüstungsoptionen überzeugen und erklärte Saddam Hussein Mitte März den Krieg.

Die ambitionierten Aufgaben für das Militär lauten:

- 1) Beseitigung des Regimes inkl. eventuell vorhandener Massenvernichtungswaffen, bei gleichzeitigem
- 2) Schutz der Zivilbevölkerung,
- 3) Sicherung der Ölquellen,
- 4) Vermeidung von größeren Infrastrukturschäden,
- 5) Verhinderung eines Ausuferns des Konfliktes auf andere Länder (Israel) und dies alles bei einer
- 6) Minimierung der eigenen Verluste.

Eine zu große eigene Opferzahl könnte den Rückhalt in der amerikanischen Bevölkerung entscheidend schwächen (Stichwort Vietnam-Trauma). Um alle diese Ziele möglichst schnell zu erreichen, mussten einige optimistische Annahmen vorausgesetzt werden. Unter anderem, dass sich große Teile der irakischen Armee ergeben und ein massives Luftbombardement das Regime zum Aufgeben zwingt bzw. die Bevölkerung gegen dieses rebelliert, wodurch ein verlustreicher Straßenkampf in den einzelnen Städten vermieden werden kann.

Nun, diese Annahmen sind bis dato eher nicht eingetroffen. Auch wenn amerikanische Militärs nichts von einer Fehlplanung wissen wollen, wird die Truppenstärke um 100.000 Mann erhöht, um die Armee vor Ort zu unterstützen.

Nachdem die Börsen im Vorfeld der Kriegsentscheidung massiv unter Druck geraten sind (der DAX verlor zeitweise 25% seit Jahresanfang), erholten sich die Märkte in der Hoffnung auf die rasche Umsetzung der amerikanischen Kriegsziele in den folgenden Tagen. Seitdem die Berichte vom Kriegsverlauf das optimistische Szenario immer unwahrscheinlicher erscheinen lassen, treten die Börsen wieder den Rückzug an (siehe Abb. 1).

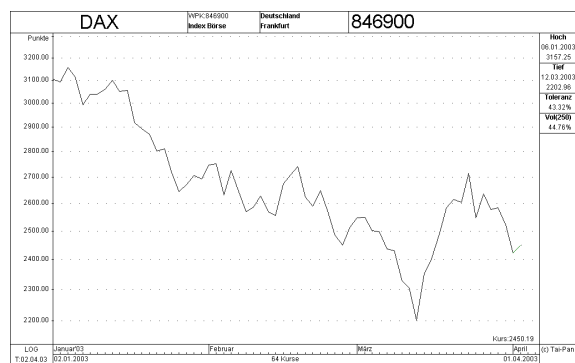


Abb. 1: Der deutsche Aktienindex DAX im Jahr 2003

Neben dem weiteren Kriegsverlauf wird ohne Zweifel der Preis für ein Barrel Rohöl einer der wichtigsten Indikatoren für das Börsenjahr 2003 werden.

### Der Ölpreis - Schlüssel zur wirtschaftlichen Erholung!

Unter „normalen“ Umständen besteht ein Zusammenhang zwischen Ölpreis- und Konjunkturentwicklung. Läuft die Konjunktur gut, wird mehr Öl nachgefragt und der Preis steigt. Gleiches gilt im umgekehrten Fall. Wie sehr der Irakkrieg die Märkte durcheinanderwirbelt, zeigt sich daran, dass seit einigen Monaten die höchst seltene Kombination von steigenden Ölpreisen einerseits und schwacher Konjunkturentwicklung andererseits, ausgedrückt durch den DowJones-Chart unterlegt mit dem Rohölpreis, vorherrscht (siehe Abbildung 2). Dies ist vor allem in der Furcht der

Marktteilnehmer vor einem Ausufern des Irakkonfliktes begründet (möglicher terroristischer Anschlag auf die Ölterminals in Saudi Arabien).

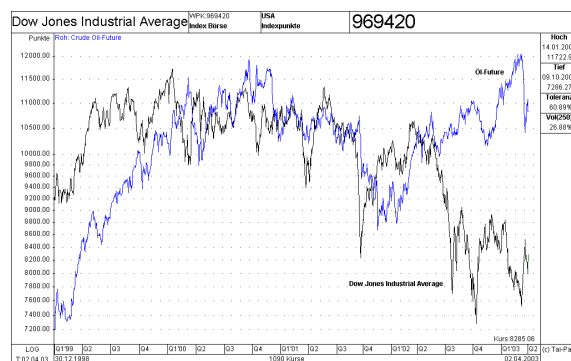


Abb. 2: DowJones und Ölpreisentwicklung seit Anfang 1999

Wie wichtig ein stabiler Ölpreis besonders für Amerika ist, zeigt der große Durst der Amerikaner nach Öl. Diese verbrauchen rund 25% der Weltölförderung, bei einem Weltbevölkerungsanteil von nur 4%! Da das Benzin in diesem riesigen Flächenland kaum besteuert ist, spüren die Konsumenten eine Ölpreiserhöhung sehr viel unmittelbarer als die Bevölkerung in anderen Ländern. Das dafür zusätzlich aufgewendete Geld fehlt wiederum bei anderen Ausgaben, was sich nachteilig auf die Gesamtwirtschaft auswirkt. Erste Anzeichen zeigten sich im Monat Februar 2003, als die Ausgaben für den privaten Konsum in den USA rückläufig waren – der wesentliche Grund hierfür liegt hauptsächlich in den gestiegenen Energiekosten.

Weitere Gründe für den gestiegenen Ölpreis waren der sehr kalte Winter in Amerika und der Streik in Venezuela, der einen Rückgang der Tagesproduktion von 2,6 Mio. Barrel auf 600.000 Barrel verursachte. Aktuell pendelt der Preis pro Barrel Öl um die 30 \$. Diese Marke ist entscheidend, da ein mittelfristiges Überschreiten dieser Marke eine Rezession in Amerika sehr viel wahrscheinlicher macht. Die starke Abhängigkeit der weltweiten Aktienmärkte von den amerikanischen Leitbörsen würde ohne Zweifel zu weiteren Problemen auch in Europa und besonders in Deutschland führen.

Wegen der dargestellten Zusammenhänge bleibt der Ölpreis zum einen einer der wichtigsten Indikatoren für die Einschätzung der Marktteilnehmer über den weiteren Kriegsverlauf und zum anderen eine entscheidende Größe für die Aktienkursentwicklung in Amerika und damit in Europa.

### Berg- und Talfahrt beim Gold

Ebenfalls durch die Ereignisse im Irak geprägt, erlebte das Gold im ersten Quartal eine wahre Achterbahnfahrt (siehe Abbildung 3).



Abb. 3: Gold in US-Dollar seit Anfang 2002

In Zeiten der Unsicherheit, ob ein Krieg noch zu vermeiden sei oder nicht (Januar bis Anfang Februar), schoss der Goldpreis auf ein Hoch von 383 \$. Als sich der Krieg mehr und mehr abzeichnete, also die Ungewissheit aus dem Markt ging, reduzierte sich der Preis wieder deutlich. Unabhängig von diesem jüngsten Rückgang, sehen wir den Goldpreis nach wie vor erst am Beginn eines längerfristigen Aufwärtstrends. Die Gründe hierfür haben wir in den vergangenen Berichten bereits ausführlich dargelegt. Diese gelten unverändert. Doch nun zurück zur Entwicklung der klassischen Aktienmärkte.

### Deutschlands hausgemachte Probleme!

Natürlich war auch für den deutschen Aktienmarkt der Irakkrieg das entscheidende Thema. Allerdings ist dies nur ein Teil der Wahrheit. Wie bereits im letzten Jahr hat der DAX auch im ersten Quartal 2003 im Vergleich zu den weltweiten Aktienmärkten überproportional an Wert verloren.

Vor allem die strukturellen Probleme in Deutschland belasten die Wirtschaft und die öffentlichen Kassen. Besonders die Zunahme der Arbeitslosenrate verschlechtert die Situation dramatisch. Der Staat ist dadurch gezwungen, verstärkt Geld in die Sozialsysteme zu pumpen, das an anderer Stelle (Investitionen in Bildung etc.) dringend gebraucht werden würde. Die ständig neuen Gesetzesvorhaben und alternativen Meinungsäußerungen der Regierung (der Bundeskanzler bezeichnet dies als „Kakophonie“) führen zu einer bis dato nicht gekannten Planungsunsicherheit für inländische Unternehmen. Dass sich in einem derartigen Umfeld auch ausländische Unternehmen zweimal überlegen, Geld in Deutschland zu investieren, liegt auf der Hand. Wie unzufrieden die Wähler mit der Arbeit der Regierung sind, zeigen die Ergebnisse der Landtagswahlen in Niedersachsen und Hessen, bei denen die SPD dramatische Verluste verkraften musste. Durch die Gewinne der CDU wurde deren Mehrheit im Bundesrat zementiert. Größere Gesetzesvorhaben müssen damit in Zukunft mit der CDU/CSU abgestimmt werden.

Der große Befreiungsschlag für die Regierung sollte die Rede des Bundeskanzlers am 14. März werden. Auch hier lässt sich sagen, dass viele Probleme erkannt wurden, aber große Zweifel angebracht sind, ob dies zu den richtigen Folgeschritten führt. Als Negativbeispiel lässt sich das Hartz-Konzept anführen, das als hoffnungsvolles Projekt zur Reduzierung der Arbeitslosigkeit gestartet wurde, aber durch die Mühlsteine der einzelnen Interessenvertreter derart entstellt wurde, dass sich praktisch keinerlei Verbesserungen mehr ergaben.

Der DAX schließt das erste Quartal daher mit einem Verlust von 16,21% ab! Dabei gab es ganze zwei Gewinner (MAN mit +6,06% und Fresenius Medical Care mit +15,23%). Den höchsten Verlust fuhr die Bayerische HypoVereinsbank mit -53,38% ein.

### Geburtsstunde des TecDAX

Zum Ende des ersten Quartals wirbelte die Deutsche Börse die Indexlandschaft or-

dentlich durcheinander. Der Neue Markt ist Vergangenheit und der M-DAX wurde von 70 auf 50 Werte verkleinert. An die Stelle des Neuen Marktes tritt der TecDAX, der, wie der Name bereits vermuten lässt, Technologiewerte zusammenfasst, während der M-DAX Unternehmen aus eher traditionellen Branchen bündelt.

Leider ist der Nutzen für den Anleger nicht offensichtlich. In puncto Anlegerschutz zum Beispiel ist keine Verbesserung auszu-machen, da dringend erforderliche Sanktionsmöglichkeiten wie persönliche Haftung der Vorstände oder Schadenersatzforderungen bei schädlichem Verhalten nur durch den Gesetzgeber eingeführt werden können. Die jetzt verabschiedeten neuen Zulassungskriterien sind überwiegend formaler Natur (Zahlen pünktlich liefern, Analystenkonferenzen abhalten etc.). Diese wiederum sagen nur wenig über die eigentliche Qualität der Unternehmen (Nachhaltigkeit des Geschäftsmodells, Fähigkeiten des Managements etc.) aus. Und leider haben sich in der Vergangenheit vor allem Banken mehr durch die formalen als die qualitativen Kriterien zu den dann oftmals falschen Bewertungen verleiten lassen.

Dennoch: Es gibt die Chance auf einen Neuanfang und es besteht die berechtigte Hoffnung, dass sowohl auf Seiten der Banken als auch auf Seiten der deutschen Börse aus Fehlern gelernt wurde und sich die neuen Segmente daher nicht nur als kosmetischer Eingriff, sondern als nachhaltige Verbesserung erweisen.

### Zinssenkung der EZB verpufft

Auch in Europa ist die wirtschaftliche Lage angespannt. Während die europäische Integration durch die Osterweiterung beachtliche Erfolge erzielt, bleibt die wirtschaftliche Dynamik sehr verhalten. Vor allem das Konsumklima wird durch die Irakkrise, die Arbeitslosigkeit und die ständigen Abgabenerhöhungen (vor allem in Deutschland) belastet. Zusätzlich sind die meisten Länder aufgrund der Sparzwänge durch den EU-Stabilitätspakt (3% des BIP ist die Budgetdefizitobergrenze) nicht in der Lage, die Konjunktur durch ein Investitionsprogramm anzukurbeln. Dieses schwache Konsum-

klima schlug auf die Unternehmensergebnisse durch und führte im Ergebnis beim DowJones EuroStoxx 50 zu einem Rückgang von 14,65% (siehe Abbildung 4).

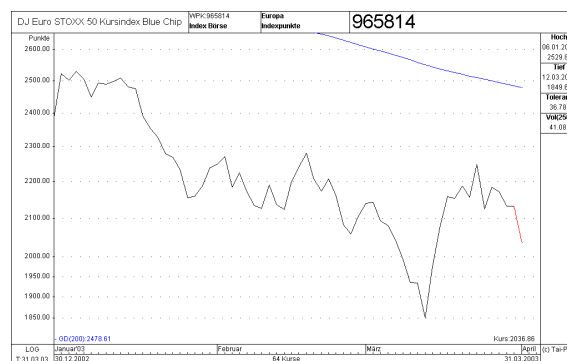


Abb. 4: DowJones EuroStoxx 50 im Jahr 2003

Auch ein weiterer Zinsschritt der Europäischen Zentralbank Anfang März, als der Leitzins für Refinanzierungsgeschäfte um weitere 25 Basispunkte auf 2,50% gesenkt wurde, verpuffte praktisch ohne erkennbare Wirkung. Obwohl derartige Veränderungen immer erst nach 9-12 Monaten zu greifen beginnen, geht ein Teil ihrer Wirkung auch von dem Signal aus, das eine Stimulierungsverbesserung erzeugen soll. Zudem zeigt sich immer mehr, dass es praktisch unmöglich ist, einen Zinssatz zu finden, der für alle Länder der Währungsunion geeignet ist. Während ein Satz von 2,50% (entspricht real 1,50% bei einer Inflationsrate von 1,00%) für den momentanen Zustand der deutschen Volkswirtschaft immer noch zu hoch ist, ist er beispielsweise für Länder wie Irland oder Spanien zu niedrig (real sogar negativ, bedingt durch die höhere Inflationsrate) und wirkt daher inflationsfördernd. Es erscheint daher fraglich, ob die europäische Wirtschaft aus eigener Kraft und ohne die Unterstützung der Konjunkturlokomotive Amerika wieder auf den Wachstumspfad zurückkehren kann.

### USA – eine Nation im Krieg!

Erstaunlicherweise hielten sich die amerikanischen Börsen im Vergleich zu Europa relativ gut (siehe Abbildung 5). Und dies, obwohl das Land immer wieder an die Terrorgefahren erinnert wurde, der Bevölkerung geraten wurde, gewisse Grundvorsichtsmaßnahmen zu treffen (Lebensmittel auf Vorrat kaufen, Klebefolie zum Abdich-

ten der Fensterscheiben kaufen etc.) und das Verbrauchervertrauen weiter nachgab (siehe Abbildung 6).

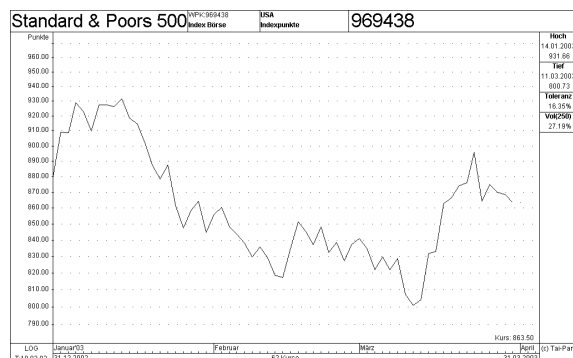


Abb. 5: S&P 500 im Jahr 2003

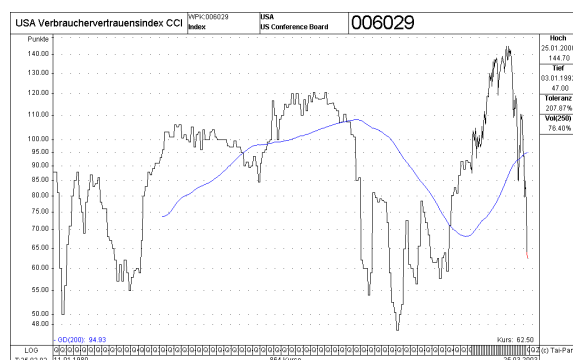


Abb. 6: US-Verbrauchervertrauen seit 1980

Mit einem Rückgang von 7,19% beim S&P 500 auf Eurobasis sind die Verluste gleichwohl immer noch bemerkenswert. Während die NASDAQ nur 3,32% verlor, büßte der DowJones Industrial Average dagegen 7,76% ein.

Die Unternehmensergebnisse des ersten Quartals lassen gleichwohl wenig Gutes erwarten, wie die gerade abgeschlossene Gewinnwarnungssaison gezeigt hat. Ein weiteres Mal mussten viele Unternehmen vor niedrigeren Ergebnissen warnen, was zeigt, dass der Aufschwung auch in Amerika noch nicht unmittelbar bevorsteht.

Ebenfalls auf Dauer nicht unproblematisch ist das wachsende Handelsbilanzdefizit Amerikas (siehe Abbildung 7).

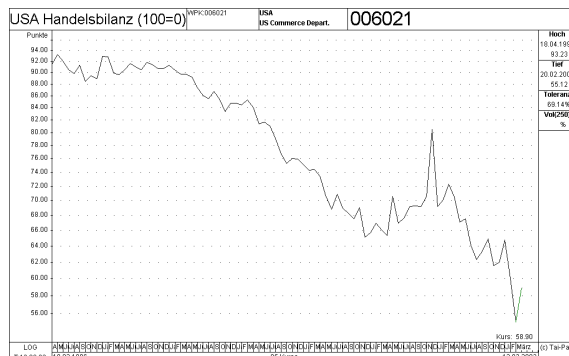


Abb. 7: US-Handelsbilanz seit Anfang 1996

Das Land importiert weitaus mehr als es exportiert. Dieser Konsum auf Pump wird von dem Rest der Welt in Form von Kapitalanlagen in Höhe von 1,5 Mrd. Dollar pro Tag (!) ausgeglichen. Nachdem auch der amerikanische Haushalt seit der Machtübernahme von George Bush deutlich ins Minus gerutscht ist, bleibt festzuhalten, dass sowohl der Staat als auch die Bürger Amerikas auf Pump leben (so genanntes „Zwillingsdefizit“).

Im Zuge des Truppenaufmarsches am Golf ließ sich Präsident Bush sogar noch einen Nachschlag auf seinen Haushalt von 80 Mrd. US-Dollar vom Senat genehmigen, um die mittelbaren Kriegskosten abzudecken. Dieser Summe liegt eine Konfliktdauer von ca. 6 Monaten zu Grunde.

### Japan kommt nicht voran

Der einstige Musterschüler schafft es nach wie vor nicht, sich aus seiner misslichen Lage zu befreien. Neben den bekannten Problemen (faule Bankkredite, verkrusteter Arbeitsmarkt, deflatorische Tendenzen etc.) wird die Nähe des Landes zu einem möglichen zukünftigen Konflikttherd, Nordkorea, immer mehr zum Problem.

Die anhaltenden Provokationen von dieser Seite (Raketentests „über Japan hinweg“ in den Pazifik) sorgen sicherlich nicht für eine Beruhigung der angespannten Lage. So muss der Nikkei auch in diesem Jahr Verluste verkraften und fällt um 7,07% auf ein 20-Jahrestief (siehe Abbildung 8).



Abb. 8: Aktienmarkt Japan seit 03.01.1983

Die asiatischen Börsen insgesamt kämpfen gerade in den letzten Wochen zudem mit einem Problem, das sie weit stärker in Atem hält als der Feldzug der Amerikaner gegen Saddam Hussein oder andere politische Probleme.

### SARS-Angst infiziert die Wirtschaft

Die aggressive Lungenkrankheit beginnt, sich auf die Wirtschaft auszuwirken. Viele Industriebetriebe haben die Produktion zurückgefahren, um mit möglichst geringer Besetzung arbeiten zu können und so das Infektionsrisiko so gering wie möglich zu halten. So schloss der weltgrößte Chiphersteller Intel Teile seiner Niederlassung in Hongkong und schickte rund ein Drittel der Belegschaft nach Hause. Zuvor war bei einem Mitarbeiter der Verdacht aufgetaucht, er könnte sich infiziert haben.

Auch Hewlett-Packard und Motorola fuhren die Produktion zurück oder setzten sie ganz aus. Mittlerweile werden Stimmen laut, die befürchten, die Krankheit werde das Wirtschaftswachstum der Länder stärker beeinträchtigen als die Auswirkungen des Irak-Kriegs. Exemplarisch die Entwicklung der Börse in Hongkong (Abb. 9).

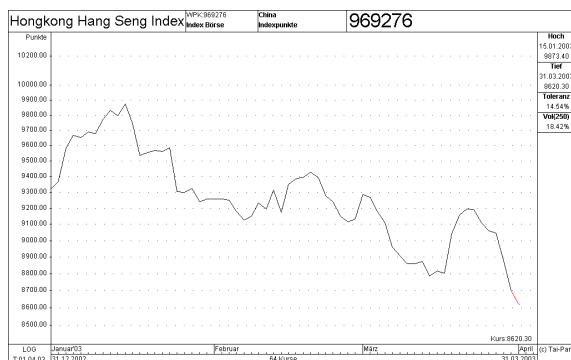


Abb. 9: Hang-Seng-Index im Jahr 2003

Zusammenfassend betrachtet verlieren die globalen Aktienmärkte im ersten Quartal 2003 weitere 9,12% (MSCI Welt)!

### Uneinheitliche Tendenzen bei Anleihen

Keinen eindeutigen Trend gab es im ersten Quartal im Anleihenbereich. Während es bis Kriegsbeginn mit den Renditen weiter nach unten bis auf ein Tief von 3,56% im 10-Jahresbereich ging (die Kurse also stiegen), kam es danach zu einer heftigen Gegenbewegung und somit zu signifikanten Kursrückgängen (siehe Abbildung 10).

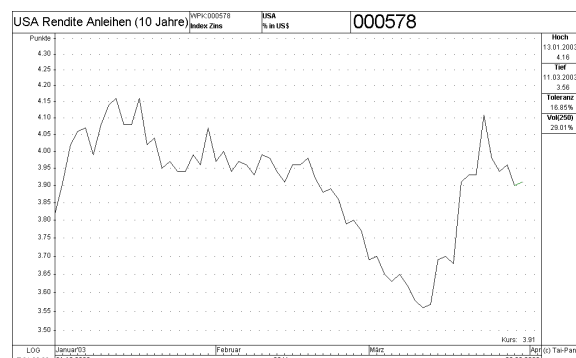


Abb. 10: 10-jährige US-Treasuries im Jahr 2003

Unter dem Strich verlor der J.P. Morgan Global Bond Index seit Jahresanfang 0,92%.

### Euro weiter im Aufwind

Weiter im Aufwind befindet sich der Euro. Wenn man die Wertentwicklung der Eurowährung im Vergleich zum US-Dollar analysiert, muss man allerdings hier eher von einer Dollarschwäche als von einer Eurostärke sprechen (siehe Abb. 11).



Abb. 11: Euro in US-\$ seit Anfang 2002

Gründe hierfür sind unter anderem das bereits erwähnte Zwillingdefizit der Amerikaner. Für den Dollar belastend wirkt sich mittlerweile auch das niedrigere Zinsniveau im Vergleich zu Europa aus, was vor allem asiatische Investoren in den Euro lockt.

- **Entwicklung Ihres Depots**

Im ersten Quartal des neuen Jahres setzten die internationalen Aktienmärkte ihre Talfahrt - im wesentlichen beeinflusst durch den Irak-Krieg - fort. In diesem Umfeld büßte Ihr Depot vor Steuern 11,09% ein.

Nachdem die Aktienindizes bereits zu Beginn des Jahres wiederum charttechnisch wichtige Marken nach unten durchbrochen hatten, wurden Mitte Februar mehrere Positionen im Gemeinschaftsdepot mit einem Stop-loss nach unten abgesichert. Die weiter fallenden Kurse an den Kapitalmärkten haben schließlich dazu geführt, dass die Titel Porsche, Samsung, Kraft Foods, Bayer, Commerzbank, Dt. Bank sowie AIG bei Ihren Stop-loss-Marken verkauft wurden. Um die Aktienquote weiter zu reduzieren wurden folgende Positionen wie Edscha, BMW Vz., INDUS und RWE St. bis Ende Februar direkt zum Verkauf gestellt.

Anfang Februar sahen wir uns in Anbetracht der weiter fallenden Aktienmärkte gezwungen die Aktienquote Ihres Gemeinschaftsdepots erneut zu reduzieren und verkauften die Bestände an Citigroup, Coca Cola, ING, Microsoft, Reed Elsevier, Vivendi Environment sowie Walt Disney.

Datum	Transaktion	WKN	Name	Verkaufskurs	Aktuell 31.03.2003
20.01.03	Verkauf	563300	Edscha	26,65 €	33,30 €
13.02.03	Verkauf	575200	Bayer	15,26 €	12,55 €
25.02.03	Verkauf	693773	Porsche Vz	326,00 €	258,00 €
26.02.03	Verkauf	519003	BMW Vz	16,67 €	17,51 €
26.02.03	Verkauf	620010	INDUS Holding	15,77 €	14,85 €
26.02.03	Verkauf	703712	RWE ST	19,72 €	20,48 €
27.02.03	Verkauf	514000	Deutsche Bank	35,44 €	38,60 €
27.02.03	Verkauf	803200	Commerzbank	5,52 €	6,25 €
04.03.03	Verkauf	655910	Kraft Foods	26,75 €	24,50 €
11.03.03	Verkauf	870747	Microsoft	20,80 €	22,50 €
11.03.03	Verkauf	871904	Citigroup	28,85 €	31,80 €
11.03.03	Verkauf	881111	ING Groep	9,35 €	10,70 €
11.03.03	Verkauf	501451	Vivendi Environment	15,80 €	15,30 €
11.03.03	Verkauf	864869	Reed Elsevier	8,05 €	9,15 €
11.03.03	Verkauf	859520	American International Group	41,00 €	45,35 €
11.03.03	Verkauf	850663	Coca-Cola	33,90 €	36,70 €
11.03.03	Verkauf	855686	Walt Disney	13,55 €	15,50 €

Abb. 12: Verkäufe im ersten Quartal

Auf der Kaufseite standen in den letzten drei Monaten lediglich die Käufe Bijou Bri-

gitte, Hugo Boss und W.E.T., die sich seit ihrem Kauf Mitte Januar erfreulich positiv entwickelt haben (+23%; +33%; +10%).

Datum	Transaktion	WKN	Name	Kaufkurs	Aktuell 31.03.2003
20.01.03	Ankauf	522950	Bijou Brigitte	42,30 €	52,00 €
20.01.03	Ankauf	524553	Hugo Boss	9,70 €	12,90 €
20.01.03	Ankauf	508160	W.E.T.	37,30 €	41,20 €

Abb. 13: Käufe im ersten Quartal

Aber auf Grund der stetigen Verkäufe ergibt sich gegen Ende des ersten Quartals für Ihr Aktiendepot eine Aktienquote von 76%.

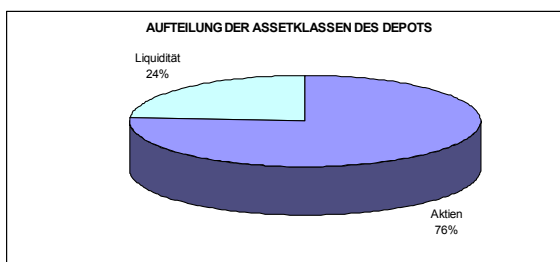


Abb. 14: Depotstruktur, Stand: 31.03.2003

Auf der **Branchenebene** kommt Ihr Depot im Augenblick gänzlich ohne Unternehmen aus dem Telekommunikationssektor aus. (siehe Abbildung 15). Unsere defensive Ausrichtung dokumentiert sich auch in der relativ hohen Gewichtung der Grundstoffbranche oder der nicht-zyklischen Konsumwerte.

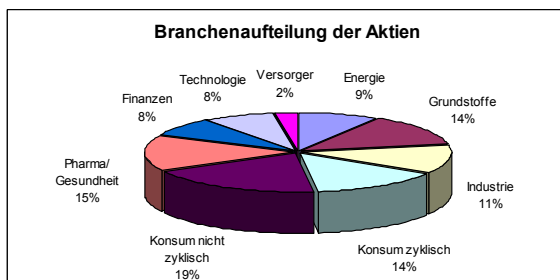


Abb. 15: Branchenstruktur, Stand: 31.03.2003

Auf der **Währungsseite** ist Ihr Depot im US-Dollar klar untergewichtet (siehe Abbildung 16). Dies beurteilen wir in Erwartung eines weiter fallenden US-Dollars positiv.

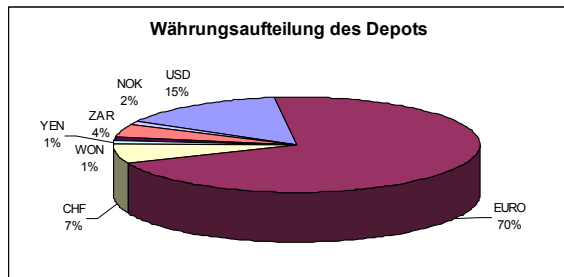


Abb. 16: Währungsaufteilung, Stand: 31.03.2003

### • Aktuelle Markteinschätzung

Die Weltwirtschaft ist unverändert in einer labilen Verfassung. Vordergründigster Belastungsfaktor ist sicherlich der Irakkrieg. Im jetzigen Stadium ist es praktisch unmöglich vorherzusagen, wann und unter welchen Umständen der Konflikt gelöst sein wird. Wir unterstellen als wahrscheinlichstes Szenario eine Kriegsdauer von mehreren Monaten. Wichtig wird zudem sein, mit welchen Begleiterscheinungen die amerikanischen Kriegsziele (siehe Rückblick) erreicht werden. Eine Beendigung des Krieges ohne den Sturz von Saddam Hussein ist für uns nicht vorstellbar. Auch ein Umdenken der amerikanischen Regierung, ausgelöst zum Beispiel durch die weltweiten Proteste, scheint uns unrealistisch.

Daher werden die Börsen mit einer Beeinflussung durch diesen Krieg in den nächsten Wochen/Monaten „leben“ müssen. Diese kann je nach Kriegsverlauf positiv oder negativ sein. Vor allem zu beachten ist hier der Ölpreis. Den ersten Meldungen zufolge scheint es den Koalitionstruppen gelungen zu sein, die wichtigsten Ölfelder zu sichern, so dass einer Wiederherstellung bzw. einem Ausbau der irakischen Förderkapazitäten nicht mehr viel im Wege stehen sollte. Natürlich handelt es sich hierbei auch um einen Prozess, der eher in Monaten/Jahren als Wochen zu bemessen ist. Unserer Ansicht nach lastet auf dem Ölpreis im Augenblick eine „Angstprämie“ (Aufschlag auf das fundamental gerechtfertigte Niveau) von ca. 6 Dollar (rund 20%). Daher sollte eine Beruhigung im Irak auch ohne Kapazitätsausweitung zu einem niedrigeren Ölpreis führen, was ein sehr positiver Impuls für die Weltwirtschaft wäre.

Aus politischer Sicht wäre zudem wichtig, dass der Irakkrieg ein singuläres Ereignis bleibt und nicht der Auftakt einer ganzen Reihe von so genannten Abrüstungskriegen (zum Beispiel gegen Iran, Syrien, Nordkorea) ist. Mittelfristig muss auch der Israel-Palästinenser-Konflikt gelöst werden, um die gesamte Region zu stabilisieren. Jüngste Aussagen der US-Regierung lassen darauf hoffen, dass man sich diesem Problem wieder verstärkt widmen wird.

### Wirtschaftswachstum eher schwach

Problematisch für die Weltwirtschaft ist zudem, dass sich zwei der drei weltweit größten Wirtschaftsnationen (Japan und Deutschland) in bzw. am Rande einer Rezession befinden. Amerika kann dies derzeit nicht ausgleichen. Verbunden mit der Schwäche Japans und den unklaren Auswirkungen des SARS-Virus auf die asiatischen Märkte werden Amerika und Europa die Hauptwachstumsträger für die Weltwirtschaft sein müssen. Das von der amerikanischen Notenbank prognostizierte Wirtschaftswachstum für die USA von ca. 3% halten wir dabei aber für sehr optimistisch.

Dem stehen unserer Meinung nach folgende Belastungsfaktoren entgegen: die schwerlich weiter zu steigernde, sehr hohe Verschuldung der Haushalte und der Unternehmen in den USA und die damit verbundenen dämpfenden Auswirkungen auf die kreditfinanzierte Konsumnachfrage bzw. die Investitionen. Die geringe Kapazitätsauslastung spricht zudem nicht für nennenswerte Erweiterungsinvestitionen selbst bei leicht anziehender Konjunktur. Immer mehr in den Vordergrund rückt die Unterdeckung der Pensionsverpflichtungen bei zahlreichen (US-)Unternehmen. Ein sinkender Aktienmarkt würde diese Problem weiter verschärfen. Auf Staatsebene belastet besonders das angesprochene „Zwillingsdefizit“, das kaum noch über das derzeit beschlossene Maß hinaus ausgeweitet werden kann.

### Amerika ist nicht günstig!

Die zunehmende Anzahl an Insolvenzen, die steigende Arbeitslosigkeit mit ihren negativen Auswirkungen auf den Konsum

und die Sozialsysteme sowie eine mögliche „Immobilienblase“ in den USA sind weitere Warnlampen. Auch haben die Unternehmen in der Vergangenheit nichts dazu beigetragen, das Vertrauen der Anleger in die Fähigkeiten des Managements zu stärken (Stichwort Bilanzmanipulationen). Und schließlich halten wir eine Vielzahl von amerikanischen (Wachstums-) Aktien trotz des markanten Kursrückgangs fundamental noch immer für überbewertet. Aus den genannten Gründen sehen wir weiterhin keinen Anlass, unsere Position in amerikanischen Aktien aufzustocken.

### Reformdruck in Deutschland wächst

Europa und besonders Deutschland sind bedauerlicherweise derzeit nicht in der Lage, diese Lokomotivfunktion für die Weltwirtschaft an Stelle der Amerikaner zu übernehmen. Es bleibt die Hauptaufgabe der deutschen Regierung, durch eine umfassende Reform des Arbeitsmarktes sowie der Sozialsysteme hier für Besserung zu sorgen. Ein kleiner Anfang ist mit der Kanzlerrede gemacht, die die Probleme zumindest mal definiert und angesprochen hat. Getrieben von den schlechten Wahlergebnissen und Umfragewerten, sehen wir die Regierung immer mehr unter Druck, die angedachten Reformen zumindest partiell umzusetzen. Sollte sich dies andeuten, könnte dies zu einer markanten Stimmungverbesserung an den deutschen Aktienmärkten führen.

### Deutsche Aktien sind günstig!

Aber auch ohne weit reichende Reformen sind die vielen deutschen Aktien in den letzten Jahren sehr, sehr günstig geworden. Exemplarisch hierfür steht die Allianz, die nach Kursrückgängen von fast 90% auf dem Niveau der späten 80er Jahre zu haben ist (siehe Abbildung 17).



Abb.17: Allianz-Aktie auf dem Niveau von 1987!

Einige Gründe, warum dies aus unserer Sicht nicht gerechtfertigt ist, sind: die Fortschritte der Allianz auf der Kosten- sowie der Produktivitätsseite vor allem bei der Tochter Dresdner Bank. Die zurückgeführte Aktienquote bei den eigenen Investitionen, die die Abhängigkeit von der Entwicklung an der Börse verringert. Ein Großteil der überbeurteilten Investitionen während der Boomzeit scheint bereits Gewinn mindernd abgeschrieben zu sein. Der hohe Immobilienbesitz, die nach wie vor gute Bonität und der Wechsel des Vorstandes sind weitere Punkte, die für eine Verbesserung der Lage sprechen. Abschließend sei erwähnt, dass die Allianz auf dem aktuellen Niveau genauso hoch bewertet wird wie EM.TV im März 2000, nämlich mit 12 Mrd. Euro! In beiden Fällen haben die Anleger jeweils bestimmte Dinge ausgeblendet. Bei EM.TV waren es die Risiken, die kurze Zeit später sehr deutlich hervortraten, und bei der Allianz sind es derzeit die Chancen und der Substanzwert, der durch eine übertriebene Risikoprämie nicht zur Kenntnis genommen wird. Eine Anpassung an reale Verhältnisse ist daher nur eine Frage der Zeit, ist in diesem Fall aber erfreulicherweise mit Kurssteigerungen verbunden.

### Positive Fakten!

Weitere positive Faktoren, die für Amerika und teilweise für Europa gelten, sind: das entschlossene und historisch einmalige geld- und fiskalpolitische Handeln der USA. Dies wird sich früher oder später positiv auf der Ertragsseite der Unternehmen bemerkbar machen. Auch in Europa besteht die begründete Hoffnung, dass entsprechende Schritte — wenn auch im kleineren Ausmaß — vorgenommen werden. Die dadurch geschaffene hohe Liquidität

wird nach einer Beruhigung der politischen Lage wieder investiert werden. Rückläufige Inflationszahlen ermöglichen insbesondere der Europäischen Notenbank weitere Zinssenkungen. Die Dividendenrendite insbesondere deutscher Aktien liegt sogar zum Teil wieder oberhalb der Rendite für verzinsliche Anlagen.

Auch wenn das weltwirtschaftliche Wachstum eher niedrig ausfallen wird, kann von einer Weltwirtschaftskrise keine Rede sein. Vor allem Osteuropa und China werden im Jahr 2003 einen Beitrag zu diesem Wachstum beisteuern. Beispielsweise sollte die chinesische Wirtschaft in diesem Jahr um 8% wachsen. Bei einem Gewicht von 4% an der Weltwirtschaft fließt aus China somit ein Wachstumsbeitrag von 0,32%! Davon sollten auch die großen, international ausgerichteten deutschen Konzerne profitieren und somit auch der deutsche Aktienmarkt.

Insgesamt erwarten wir also keine rasche Erholung der (Welt-) Konjunktur. In Anbetracht niedriger Zinsen, hoher Immobilienpreise bzw. markant gesenkter Renditeversprechen bei Kapitallebensversicherungen bieten aber außer Gold als Beimischung Anlagemöglichkeiten wie Festgeld, Immobilien oder die kapitalbildende Lebensversicherung keine dominierende Alternative zu Aktien mehr. Aktien von Unternehmen mit einem soliden fundamentalen Datenkranz könnten somit in den nächsten Monaten wieder verstärkt in den Fokus der Anleger treten.

#### **Fazit:**

**Der Irakkrieg wird die Märkte die nächsten Wochen beeinflussen. Der Ausgang dieses Konflikts ist unzweifelhaft. Das amerikanische Militär wird ihn für sich entscheiden. Ein Ausufern auf andere Teile des Nahen Ostens muss unter allen Umständen vermieden werden. Der Ölpreis sollte sich analog mit dem Kriegsverlauf entwickeln und sich mittelfristig wieder in der von der OPEC definierten Zielrange zwischen 22-28 US-Dollar bewegen.**

**Die asiatischen Börsen werden derzeit von der Nordkoreakrise und dem SARS-**

**Virus belastet, was negative Konsequenzen für die dortige Börsenentwicklung haben dürfte. Ausnahme bleibt China, das trotz eventueller Bremsspuren Hauptantriebskraft in der Region bleiben wird.**

**Europäische Aktien sind im Vergleich zu amerikanischen Aktien unterbewertet, weswegen wir unseren Schwerpunkt weiter in Europa belassen. Zudem erwarten wir eher eine Dollarschwäche als -stärke, was umso mehr gegen Investitionen in amerikanische Werte spricht.**

**Investitionen in das Edelmetall Gold gehören unserer Ansicht nach in Ihr Depot und werden mit 6-9% gewichtet.**

**Insgesamt halten wir die Titel Ihres Depots für unterbewertet und gehen daher weiter von steigenden Kursen aus.**

**Trotz unserer hier dargestellten Markteinschätzung darf das Risiko weiterer Kursverluste, z.B. bedingt durch ein Ausufern des Irak-Konfliktes, weitere Terroranschläge oder eine weltweite Rezession, zu keinem Zeitpunkt bei der Anlageplanung übersehen werden.**

Im Anschluß finden Sie eine Übersicht über die erzielte Performance.

Vielen Dank für Ihr entgegengebrachtes Vertrauen.

**Axel Daffner      Andreas Grünewald**