

Redaktionsschluß: 30.05.2005

Sehr geehrte Fondsfreunde...

Aktueller Börsenüberblick

„Sell in May and go away“? Wer die **Börsenstatistik** „reiten“ will, hätte seine Aktien (*siehe unten Stichwort „Aktie“*) schon in der ersten Märzhälfte verkaufen sollen – und müsste bis September oder Oktober mit dem Wiedereinstieg warten. Das war nicht nur im vergangenen Jahr richtig, sondern statistisch im Durchschnitt der letzten Jahrzehnte. Allerdings nicht immer.

Und die Gefahr, im statistisch schlechteren Halbjahr von März bis September Kursgewinne zu verpassen, ist nicht zu verachten: Im Jahr 2003 beispielsweise begann die Kurserholung erst Mitte März. In den folgenden sechs Monaten ging es mit dem DAX um rund 30 Prozent nach oben, in dem angeblich besseren zwei



Quartalen danach aber nur halb so stark. Zu dem nicht unerheblichen Risiko, dass sich die Aktienkurse nicht an die Statistik halten, kommt ein steuerliches Problem: Ist seit dem Kauf eines Wertpapiers nicht mindestens ein Jahr vergangen, ist der Kursgewinn als Spekulationsgeschäft steuerpflichtig. Wer die seit September entstandene Buchgewinne also jetzt schon realisieren will, muss den Fiskus daran beteiligen. Außerdem liefert die Analyse des Börsengeschehens **gegenwärtig mehr Gründe, Aktieninvestments aufzusto- cken** als zu verkaufen.

Weltweit veröffentlichten Aktiengesellschaften in diesen Wochen die Geschäftsergebnisse des ersten Quartals. Und überwiegend sind die Geschäfte gut gelaufen. **In den USA** konnten unter anderem die großen US-Baumarktketten deutliche Ergebnisverbesserungen vermelden. Auch die Computerhersteller Dell und Hewlett-Packard überraschten mit ihren Quartalsergebnissen positiv und verhalfen Technologieaktien zu Kursgewinnen. Auch Internet-Aktien, die mit spürbaren Verlusten in dieses Jahr gestartet waren, konnten sich deutlich erholen. Der **Nasdaq-Composite-Index** lag mit zuletzt 2.046 Punkten (*20. Mai*) erstmals seit Wochen wieder signifikant über der 2.000er Marke und über seinem gleitenden 200-Tage-Durchschnitt. Der **Dow Jones** erholte sich (*bis zum 20. Mai*) auf 10.472 Punkte, der **S&P-500** auf 1.189 und der Nebenwerteindex **Russel-2000** auf 609 Punkte.

In allen drei Fällen ist der kurzfristige Trend damit wieder leicht positiv, wenngleich mittelfristig bis auf weiteres von einer Seitwärtsbewegung auszugehen ist. Nicht nur die überwiegend guten Geschäftsergebnisse,



auch volkswirtschaftliche Daten trugen zu den Kursgewinnen bei. Der Verbraucherpreisindex blieb unter den Erwartungen. Die Angst vor Inflation und damit steigenden Zinsen wurde deutlich kleiner. Erstmals seit längerem erscheinen Investments in den US-Aktienmarkt wieder attraktiv, zumal aus Sicht eines heimischen Anlegers endlich wieder **Währungsgewinne** zu erzielen sind:

Der Niedergang des **US-Dollars gegen Euro** von 1,20 auf 0,74 hat in den letzten vier Jahren die Ergebnisse von Investments im Dollarraum erheblich belastet. Die Warnungen vor Währungsverlusten haben sich bewahrheitet. Seit Beginn dieses Jahres aber

Übrigens...

erholt sich der Dollar wieder, nämlich schon von 0,74 Euro auf zuletzt 0,80 Euro, also um 7,5 Prozent. **Damit ist der seit Jahren bestehende Abwärtstrend des US-Dollars jetzt gebrochen worden und der Anstieg der US-Währung gegen Euro könnte sich fortsetzen.** Das große Problem des riesigen Leistungsbilanzdefizits der USA ist zwar noch lange nicht überwunden, aber andere Einflussfaktoren sprechen für den Dollar: Vergleicht man beispielsweise den Wert von Euro und Dollar anhand der Menge an Gütern, die man jeweils in ihren Ländern dafür kaufen kann, ist der zwanzigprozentige Abschlag für den Dollar nicht gerechtfertigt. Nach dieser sogenannten „Kaufkraftparität“ ist der Dollar unterbewertet. Hinzu kommt der wachsende Unterschied bei den Zinsen: Sowohl am Geldmarkt als auch bei lang laufenden Anleihen verzinst sich der Dollar besser als der Euro. Bei zehnjährigen Anleihen hat sich diese Zinsdifferenz auf 80 Basispunkte (*Hundertstel eines Prozentpunktes*) ausgeweitet: 3,34 Prozent für Euro-Anleihen gegen 4,13 Prozent bei US-Bonds. Höhere Zinsen machen Dollaranlagen attraktiver, und tragen damit entscheidend zur Dollar-Nachfrage bei. Der Aufstieg des Dollars könnte sich also fortsetzen.

Damit droht allerdings einem Profiteurer der Dollarschwäche Gegenwind: Der **Goldpreis** steigt immer dann, wenn der Dollar fällt - und umgekehrt. Tatsächlich verteuerte sich Gold nach den Tiefpunkten 1999 und 2001 deutlich bis über 450 Dollar pro Unze Ende letzten Jahres. Mit der Wende beim Dollar begann in den letzten Monaten auch der Rückgang des Goldpreises. Mitte Mai wurde die Unterstützung bei 423 Dollar unterschritten und ein Rückgang unter 400 Dollar erscheint damit wahrscheinlich. Fonds für Gold bzw. Goldminenaktien sind deshalb nur als strategische, langfristige Depotbeimischung sinnvoll.

Die guten Vorgaben aus New York haben in Asien zur Stabilisierung der Aktienmärkte beigetragen. Seit März hatten auch dort Kursverluste überwogen, so dass die seit Sommer 2004 bestehenden Aufwärtstrends gebrochen wurden. Jetzt ist zunächst von einer Seitwärtsbewegung in der Bandbreite zu rechnen, die in den letzten Wochen aufgespannt worden ist. Der japanische **Nikkei-225** hielt sich über 11.000 Punkten und über wichtigen Unterstützungslinien. Japans Wirtschaft ist im ersten Quartal mit 5,3 % viel stärker als erwartet gewachsen. **Die Zeichen für eine nachhaltige Konjunkturbelebung nehmen zu. Allerdings glaubt die Börse noch nicht so richtig daran.** Der Kursrutsch von April ist noch nicht aufgeholt. Für die japanische Exportwirtschaft ist die Erholung des US-Dollars (*s.o.*) hilfreich, wenngleich der Dollaranstieg gegen japanischen Yen bislang weniger deutlich ausfällt: In diesem Jahr stieg die US-Währung von 102,6 auf 108,2 Yen, also um 5,5 Prozent. Damit verbessert sich die Wettbewerbssituation Japans zwar gegenüber den USA, nicht jedoch gegenüber Euroland. An den Devisenmärkten beschäftigt man sich aber viel mehr mit der Frage der Koppelung der chinesischen Währung an den US-Dollar. Chinas Wirtschaft wächst weltweit am stärksten. Im ersten Quartal stieg das offiziell festgestellte Bruttoinlandsprodukt (BIP) um 9,5 Prozent. China hat sich zur „Werkbank der Welt“ entwickelt und wird dies für Jahrzehnte bleiben. Die von Peking praktizierte feste Bindung der Währung an den US-Dollar ist keineswegs der Grund dafür, trägt aber zum riesigen Handelsbilanzdefizit der USA bei. Eine Aufwertung der chinesischen Währung ist deshalb nur eine Frage der Zeit. Mehrheitlich wird mit einer behutsamen Ausweitung der Devisenkursbandbreite im zweiten Halbjahr gerechnet. Von einer Aufwertung des Yuan dürften die USA faktisch kaum, die Exportwirtschaften im übrigen Asien und sogar in Europa aber stärker profitieren. Asiens Aktienmärkte sind zwar auf kurze Sicht angeschlagen, längerfristig aber ein Muss.



Stärker als im Fernen Osten verbesserten sich die Aktienkurse in **Europa**, so dass die Chance gestiegen ist, dass es sich bei der Abwärtsbewegung von März und April nur um eine Reaktion auf die Kursgewinne von September bis Februar handelt, nicht aber um eine mittelfristige Umkehr. Der **STOXX-50**-Index stieg bis zum 20. Mai wieder auf 2.900 Punkte, der **Euro-STOXX-50** auf 3.050. Damit könnte sich die im April an dieser Stelle geäußerte Einschätzung, der Kursrückgang biete eine „antizyklische Einstiegsgelegenheit“ schon als richtig erweisen. Der **DAX** stieg (bis zum 20. Mai) auf 4.360 Punkte und ist damit gar nicht mehr so weit von mehrjährigen Höchstständen entfernt. Dies gilt ebenfalls für

Übrigens...

den MDAX, der bereits wieder über 5.800 stieg. Für einen Schub sorgte die Abwahl der rot-grünen NRW-Regierung und die überraschende Ankündigung von Neuwahlen im Bund. Allerdings haben politische Börsen auch bei steigenden Kursen kurze Beine. **Die Attraktivität des deutschen Aktienmarktes basiert auf dessen ökonomischer Unterbewertung.**

Knapp vor neuen Hochs steht auch der **Swiss Market Index (SMI)** der Börse Zürich. Er stieg bis zum 20. Mai auf 6.023 Punkte. Der höchste Wochenschluss wurde erst zwei Wochen vorher bei 6.027 Punkten markiert, das Jahreshoch im April bei 6.041,7 Punkten. Werden diese Marken überschritten, ist der Weg aus charttechnischer Sicht für einen weiteren Kursanstieg frei. Zu teuer sind die Aktien der Eidgenossen dafür noch nicht: Zwar konnten die Gewinnschätzungen für den SMI zuletzt nicht mehr so deutlich wie für andere Märkte angehoben werden; die Gewinne der im SMI enthaltenen Unternehmen steigen aber immer noch mit einer geglätteten Wachstumsrate (CAGR) von gut 10 Prozent. Umgerechnet auf den Index liegen erreichen sie 423 SFR. Angesichts der niedrigen Zinsen erscheint immer noch ein Gewinn-Vielfaches von rund 18 angemessen. Aus der Multiplikation ergibt sich ein fair value von rund 7.600 Punkten. Sogar wenn man eine weitere Abschwächung des Gewinnwachstums und einen Anstieg der Kapitalmarktzinsen auf 2,9 Prozent unterstellt, bleibt der fair value über 7.200. **Trotz seiner guten Kursentwicklung ist der Schweizer Aktienmarkt also mindestens 20 Prozent unterbewertet. Weil die anderen kontinental-europäischen Märkte ähnlich zu beurteilen sind, sollte an gut gemanagten Fonds für europäische Aktien als Basisinvestment festgehalten werden.**

Stichwort „Aktie“

Das Wort „Aktie“ wurde Mitte des 17. Jahrhunderts aus dem gleichbedeutenden niederländischen „actie“ als Bezeichnung für einen Anteilsschein, ein Teilhaberpapier, speziell ein Wertpapier, das den Anteil am Grundkapital einer Aktiengesellschaft (AG) verbrieft, entlehnt.

Der Wortstamm geht auf das lateinische „actio“ für „Handlung, Tätigkeit“ zurück. Im Gegensatz zu einer Anleihe (*Obligation, Schuldverschreibung, Rentenpapier*) verbrieft eine Aktie keine schuldrechtliche Forderung nach einem bestimmten Geldbetrag und keine Zinsen, sondern wirtschaftliches Miteigentum an einem Unternehmen, dessen Rechtsform deshalb „Aktiengesellschaft“, abgekürzt „AG“, heißt.

Bei der Ausgabe (*Emission*) neuer Aktien stellen die Aktionäre ihrem Unternehmen Eigenkapital zur Verfügung – ohne dass dafür eine zeitliche Befristung oder ein Rückzahlungstermin vereinbart wird. Deshalb kommt dem sogenannten „Sekundärmarkt“ besondere Bedeutung zu. Aktionäre, die ihre Aktien wieder „zu Geld machen“ wollen, verkaufen sie. Die Aktienbörsen sind der organisierte Sekundärmarkt für Aktien. Aktien sind i.d.R. als Inhaberpapier leicht übertragbar und dadurch gut handelbar. Im 20. Jahrhundert hat sich die buchmäßige Übertragung von Wertpapieren durchgesetzt, so dass den gedruckten Aktienurkunden („effektive Stücke“) immer weniger Bedeutung zukommt. Der Inhaber bzw. Eigentümer der Aktie wird als „Aktionär“ Teilhaber an der Aktiengesellschaft. Dadurch erhält er u.a. Auskunfts- und Informationsrechte und Stimmrecht in der Hauptversammlung, dem höchsten Organ der AG. Die Hauptversammlung (*HV*) beschließt auch über die Gewinnverwendung, d.h. eine Ausschüttung von Gewinnen an die Aktionäre in Form einer Dividende. Im (seltenen) Fall der Auflösung der AG wird der verbleibende Liquidationserlös nach Begleichung aller Verbindlichkeiten auf die Aktien aufgeteilt.

Rentenfonds: Flexibilität und aktives Management sind Trumpf

In den letzten 50 Jahren haben die Rentenmärkte klassische Verlaufsmuster erkennen lassen.

Etwa sieben Jahren fallender Zinsen folgten stets knapp drei Jahre steigender Zinsen. Ginge man von einem klassischen Zyklus aus, in dem wir uns aktuell befänden, wären derzeit rund fünf Jahre fallender Zinsen zu konstatieren und niemand bräuchte sich hinsichtlich der Rentenfonds irgendwelche Gedanken zu machen. Schließlich wäre in diesem Fall noch ca. zwei Jahre mit einem günstigen Rentenumfeld zu rechnen.

So einfach ist die Angelegenheit indes nicht. Die Kurse festverzinslicher Wertpapiere sind auf Rekordhöhen gestiegen, ihre Renditen markieren hingegen Tiefstände. In den USA ist die Zinswende bereits vollzogen, und auch in Euroland sind bereits jetzt historisch niedrige Zinsen festzustellen, wie sie auf dem erreichten Niveau im ganzen 20. Jahrhundert nicht zu beobachten waren. Zudem sind die Spreads, also die Zinsdifferenzen zwischen Anleihen guter und schlechterer Schuldner in den letzten beiden Jahren erheblich geschmolzen und mindern somit die Renditeattraktivität einziehender Risiken.

Übrigens...

In diesem Umfeld wird der Arbeitsalltag der Rentenfondsmanager schwieriger. **So fällt z.B. die Beurteilung der aktuellen Standortbestimmung im Zinszyklus selbst Fachleuten schwer.** Mehrere von uns befragte Fondsmanager räumen ein, dass das aktuelle Zinsumfeld makroökonomisch kaum noch erklärbar sei. Aber die Positionierung treibe den Markt. Augenfällig ist für sie unter anderem auch das Verhältnis zwischen vergleichsweise hoher Inflationsrate und auffallend niedrigen Zinsen. Zukünftig rechnen sie jedoch wieder mit deutlich geringeren Inflationsraten weltweit. Die Inflationsgefahr mindert nach ihrer Einschätzung der Basiseffekt beim Ölpreis, die stark deflationäre Wirkung Chinas und die demografische Entwicklung in den westlichen Industrienationen. **Etliche Sondereffekte erschweren überdies die Einschätzung der Lage.** Beispielsweise sind seit geraumer Zeit massive Käufe amerikanischer Staatsanleihen durch asiatische Notenbanken zu beobachten. Dabei interessiert etwa die Notenbanken Chinas und Taiwans weniger die Zinsattraktivität der US-Staatsanleihen, als vielmehr das Ziel, die eigenen Währungen zu stützen. Ohne diese laufende Nachfrage müssten nach Expertenansicht die amerikanischen Zinsen schon zu diesem Zeitpunkt rund 100 bis 150 Basispunkte höher liegen als sie derzeit notieren.

Von stark steigenden Zinsen in der näheren Zukunft geht indes derzeit kaum jemand aus. Damit auch nicht von einem Rentencrash, der ein Szenario ähnlich 1994 nahe legen würde, als die Rentenmärkte einen Ausverkauf erlebten. Vielmehr wird von kleinen Zinsschritten ausgegangen, wie sie in den USA annähernd schon zur Tagesordnung gehören oder sogar wieder von moderat fallenden Zinsen über einen mittelfristig begrenzten Zeitraum. Dafür sprechen gleichermaßen fundamentale und strukturelle Gründe.

Als problematisch erweisen sich nicht nur die Gestaltung der Duration und die Positionierung auf der Zinsstrukturkurve, sondern auch die Unsicherheit auf den Credit-Märkten hinsichtlich der Risiken der Bonität der Emittenten. Kein Fondsmanager hat Erfahrungen aus Szenarien wie dem gerade erlebten, als die Anleihen des Automobilkonzerns General Motors, die in vielen großen Rentenportfolios zu finden sind, gleichsam von jetzt auf gleich heruntergestuft wurden, um nicht zu sagen „junk“ gingen. Nicht erst seit diesem Zeitpunkt ist ein drastischer Anstieg der Risikoaversion und eine Flucht in die Qualität zu beobachten. Die Frage: bekomme ich mein Geld zurück, wird wieder eine größere Bedeutung erlangen, als die Frage nach der Höhe der Renditen! **Die Kupons könnten in der näheren Zukunft noch niedriger ausfallen, und es könnte für die Portfolioverwalter noch schwieriger werden, aus anderen Quellen Mehrwerte zu generieren ohne dabei die Erträge aus den Kupons zu riskieren.**

Den Investoren muss klar sein, dass sich die Rentenhause der letzten Jahre so nicht fortsetzen kann. Die Renditeerwartungen sind überzogen und werden reduziert werden müssen. Vier Prozent plus X sind mittelfristig im Schnitt realistisch. Andererseits behalten Renten ihre Rolle als wichtiger Baustein eines strukturierten Vermögens. In dem extrem anspruchsvoll gewordenen Rentenmarktumfeld plädieren wir dafür, Rentenfonds zu bevorzugen, die ein denkbar weites Anlageuniversum nutzen können und aktiv gemanagt werden. Die bloße Orientierung an der Benchmark greift zu kurz. Inflexibilität des Managements ist sogar gefährlich.

Mit freundlichen Grüßen



Michael Freund



Björn Drescher

Weitere Informationen erhalten Sie bei:

Finanzpartner.DE
Michael Freund

Gneisenastraße 10
53721 Siegburg

Telefon: 02241-975810 Fax: 02241-975811

Freund@Finanzpartner.DE

www.Finanzpartner.DE



Die Übrigens... erscheint bei **Drescher & Cie** Gesellschaft für Wirtschafts- und Finanzinformationen mbH, Postfach 2165, 53744 Sankt Augustin. Trotz sorgfältiger Auswahl und Zusammenstellung kann für die Richtigkeit des Inhalts nicht gehaftet werden. Die gemachten Angaben können ein Beratungsgespräch nicht ersetzen und sind kein Angebot zum Kauf von Wertpapieren. Allein verbindliche Grundlage ist der jeweils gültige Verkaufsprospekt!

Kein Teil der Übrigens... darf (auch auszugsweise) ohne unsere ausdrückliche vorherige schriftliche Zustimmung reproduziert oder nachgedruckt werden. Jede im Bereich eines gewerblichen Unternehmens hergestellte oder genutzte Kopie verpflichtet zur Gebührenzahlung an den Verleger. (c) 2005 Drescher & Cie GmbH

Übrigens...