

Der Inhalt ist ohne Gewähr. Die Texte, Tabellen und Grafiken geben ausschließlich die persönliche Meinung des Autors Dirk Arning wider. Der Autor handelt möglicherweise in eigener und fremder Rechnung in den genannten Wertpapieren (Interessenskonflikt!). Die Informationen stellen keine Anlageberatung und kein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar.

### Editorial

Das Börsenjahr 2008 war das zweitschlechteste nach 1931 – dem Höhepunkt der Weltwirtschaftskrise. 1929 mit dem berühmten Crash war weniger verlustbringend. Und Crash-Jahre wie 1987 oder 2001 / 2002 erscheinen im Rückblick vergleichsweise harmlos. Was ist passiert? Und wie geht es weiter? Der Kölner Börsenverein (KBV), der Actien Club Coeln (ACC) und der **BÖRSENKOMPASS** werden auch in diesem Jahr Orientierung bieten.



### Inhalt

	Seite
Inhalt	1
BÖRSENBERICHT: 4. QUARTAL 2008	2
Konjunktur, Rohstoffe, Zinsen, Renten und Währungen	2
Aktienmärkte Amerika	3
Aktienmärkte Asien	3
Aktienmärkte Europa	3
AKTUELLE M.A.M.A.-TRENDINDIKATIONEN	4
PERSPEKTIVEN 2009	5
Ausgangslage	6
Basisszenario und best case: übersteuerbare Rezession	7
Deflations-Szenario	7
Inflations-Szenario	8
Schlussfolgerungen für Renteninvestments	8
Schlussfolgerung für Aktieninvestments	8
STEUERRAD: DIE ABGELTUNGSSTEUER IST DA	9
Strategische Buy-and-hold-Investments	9
Zweitdepots	9
AKTIENKOMPASS: SGL CARBON	10
Portrait	10
ProBot-Value	12
Chartanalyse	13
FONDSKOMPASS: TURBULENTE RENTENMÄRKTE	14
VERANSTALTUNGSKALENDER	16
Januar 2009	16
Februar 2009	16
März 2009	17
April 2009	18
Mai 2009	19
Juni 2009	20

Durch Klicken auf das Inhaltsverzeichnis gelangt man direkt auf die gewählte Seite.

## BÖRSENBERICHT: 4. QUARTAL 2008

Mit dem vierten Kalenderquartal wurde das Börsenjahr 2009 zum zweitschlechtesten Aktienjahr der Geschichte nach 1931. Nach der Pleite der US-Investmentbank Lehman Brothers Mitte September sank das Vertrauen in das Finanzsystem auf einen neuen Tiefpunkt. Gleichzeitig rutscht die Weltwirtschaft in die schwerste Rezession der Nachkriegszeit.

### **Konjunktur, Rohstoffe, Zinsen, Renten und Währungen**

Mit der nachträglichen Revision der BIP-Zahlen wurde offenbar, dass die US-Wirtschaft schon im zweiten Halbjahr in die Rezession gerutscht war. Im vierten Quartal beschleunigte sich die Abwärtsdynamik der Realwirtschaft nahezu synchron weltweit, wobei Branchen mit Überkapazitäten die größten Probleme bekamen. Nach dem Überlebenskampf der Bankenbranche waren im vierten Quartal vor allem die großen US-Automobilkonzerne auf staatliche Hilfe angewiesen. Dank des ersten Halbjahres können die großen westlichen Volkswirtschaften das Gesamtjahr noch mit einem realen Wachstum von gut einem Prozent beenden. 2007 waren die BIP-Wachstumsraten allerdings noch doppelt bis dreifach höher gewesen; und die Vielzahl schlechter Indikatoren lässt für 2009 einen Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Leistung erwarten, der den gesamten Zuwachs 2008 aufzehren dürfte. Auch die großen Schwellenländer konnten sich der Abkühlung der Weltwirtschaft nicht entziehen. Sie sollten zwar auch 2009 positives Wirtschaftswachstum vorweisen; nach gut drei Prozent Weltwirtschaftswachstum 2008 dürfte sich der Zuwachs aber in etwa halbieren.

Der immer klarer erkennbare Konjunkturabschwung begründete einen anhaltenden Rückgang der Rohstoffpreise, vor allem des Rohöls. Der Preis für ein Barrel, Mitte 2008 noch auf Rekordniveau bei 147 Dollar, fiel im vierten Quartal von rund 100 auf 44 Dollar. Gold als Krisenwährung hielt sich besser und beendete das Jahr bei 880 Dollar pro Unze.

Der Konjunkturabschwung und die zunächst schwindenden Inflationsgefahren veranlassten Notenbanken in aller Welt zu beispiellosen Zinssenkungen. Mitte Dezember reduzierte die US-Notenbank ihren Leitzins sogar erstmals in ihrer Geschichte auf Null. Am Rentenmarkt setzte sich die Flucht in liquide Staatsanleihen fort, während Anleihen von Unternehmen und Schwellenländern verkauft wurden, wodurch der Renditeabstand zu Staatsanleihen sehr groß wurde. Die Rendite zehnjähriger deutscher Staatsanleihen fiel im vierten Quartal von gut 4 % auf nur noch 3,3 %, die entsprechende Rendite von US-T-Bonds sogar von 3,6 % auf nur noch 2,1 %.

Das zweite Halbjahr 2008 hatte mit einer Erholung des bis dahin schwächeren US-Dollars begonnen: Anfang Juli hatte man auf dem Devisenmarkt in der Spitze 1,60 Dollar für einen Euro zahlen müssen, im November ein Fünftel weniger, nämlich 1,25 Dollar. Dies entspricht einem Anstieg des Dollars von 63 auf 80 europäische Cent. Die US-amerikanische Währung war Profiteur der eskalierenden Krise, denn US-Amerikaner holten den größten Teil ihrer liquiden Übersee-Investments heim: die so genannte „Repatriierung“ des US-Kapitals. Aber auch nicht-amerikanische Portfolio-Investoren suchten die Sicherheit, vor allem die Liquidität der Weltleitwährung. Erst mit einer Beruhigung der Kapitalmärkte gewannen andere Argumente an Gewicht: Im Dezember rutschte der Dollar von 79 auf 71 Euro-Cent, der Euro stieg also von 1,27 auf 1,40 Dollar. Die Gründe dafür lagen in der Senkung der US-Zinsen auf fast Null und in dem hohen Wachstum der Dollar-Geldmenge. Die Bedeutung der Zinsdifferenzen für die Wechselkurse war 2008 auch an den klassischen Niedrigzinswährungen abzulesen: Japanischer Yen und schweizerischer Franken bringen traditionell kaum Zinsen. Wenn aber auch andere Währungen wie Dollar und Euro nicht mehr signifikant höhere Zinsen bringen, schwindet damit der Zinsnachteil. Folgerichtig gehörten Yen und Schweizer Franken auf den Devisenmärkten 2008 zu den Gewinnern.

### **Aktienmärkte Amerika**

Die Wallstreet stand im vierten Quartal unter dem Eindruck der Rezession. So sprach US-Notenbank-Chef Ben Bernanke davon, dass die US-Wirtschaft unter bedeutsamem Stress bliebe. Viele schlechte Konjunkturdaten rund um den Globus belasteten die Aktienmärkte. Der S&P-500 markierte im November bei 741 ein Zehn-Jahres-Tief knapp unterhalb der Tiefststände aus dem Jahr 2002. Zur Stabilisierung trugen dann die Fed und der designierte US-Präsident Barack Obama mit der Ankündigung weiterer Maßnahmen bei. Positiv aufgenommen wurde zudem das staatliche Rettungspaket für die Citigroup. Für ein Wechselbad der Gefühle sorgte im Dezember das politische Tauziehen um das Rettungsprogramm für die US-Automobilkonzerne. Erst in den letzten Wochen des Jahres stabilisierten sich die Börsen etwas. Dennoch beendete der Dow Jones das Quartal mit einem Verlust von 19,1 % bei 8.776; der S&P-500 verlor 22,5 % auf 903. Mit einem Rückgang um 12,7 % auf 729,5 zeigte der Nasdaq Biotech Index weiterhin relative Stärke. Dagegen setzte sich der Kapitalabfluss aus den Schwellenländern fort. Der Bovespa-Index der Börse Sao Paulo fiel im vierten Quartal um 24,2 % auf 37.550, der MSCI-Lateinamerika sogar um 34 % auf 223,2.

### **Aktienmärkte Asien**

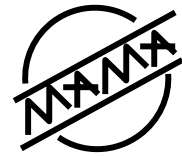
Der Konjunkturabschwung erreichte auch die asiatischen Volkswirtschaften, vor allem weil deren Exporte unter einer Konsumschwäche im Westen leiden. Nach den Crash-artigen Verlusten im Oktober wurde an den Aktienbörsen im Fernen Osten stärker differenziert. Hoher Abgabedruck belastete zeitweilig die Aktienmärkte Taiwan und Thailand. In Taipeh bestätigte der Taiwan Weighted Index zunächst seinen Abwärtstrend mit neuen Jahrestiefs und erholte sich zum Jahresende nur auf 4.591. Die Börse Bangkok wurde von der Eskalation des innenpolitischen Konflikts belastet, der mit der Blockade des Flughafens auch die wichtigste Exportbranche des Landes, den Tourismus, in Mitleidenschaft zog. Am Jahresende notierte der SET-Index nur noch bei 450. Hoffnungen auf eine Abkoppelung der Schwellenländer von den schlechten Entwicklungen aus den USA bewahrheiteten sich nicht. Auch wenn die Finanzkrise in Asien weniger Spuren hinterlassen hatte, wurde der Ferne Osten doch sofort vom Konjunkturabschwung erfasst. Japan litt zudem bei den Exporten unter der Aufwertung des japanischen Yen. Der Nikkei-225-Index fiel im vierten Quartal um 21,4 % auf 8.860.

### **Aktienmärkte Europa**

Als im Oktober eine Rezession mit der Gefahr einer Depression eingepreist wurde, erlebten auch die europäischen Aktienmärkte Crash-artige Kursverluste. Im November wurden unter dem Eindruck schlechter Konjunktur- und Unternehmensnachrichten die Jahrestiefststände aus dem Vormonat getestet. Einige Aktienindizes fielen darunter, u.a. der österreichische Leitindex ATX, der CECE-Index für die zentraleuropäischen Aktienmärkte und der deutsche TecDAX. Bei den meisten anderen Aktienindizes, darunter dem Euro-STOXX-50 und dem DAX, schien dagegen im Bereich der Oktober-Tiefs eine Bodenbildung und damit ein Doppeltief zu gelingen. Tatsächlich erholten sich die Kurse bis zum Jahresende etwas, so dass der Euro-STOXX-50 das Quartal mit einem Verlust von 19,3 % bei 2.451 beendete. Gefragt waren bestenfalls defensivere, konjunkturunabhängige Aktien. Bis zuletzt unter den Verlierern blieben angesichts des fallenden Ölpreises die Aktien von Ölkonzernen.

## AKTUELLE M.A.M.A.-TRENDINDIKATIONEN

auf Basis der beobachteten Kursentwicklung  
bis Ende der **3. Kalenderwoche 2009 (16.01.2009)**  
Alle Angaben ohne Gewähr.



Die Analyse der sekundären Trends an den Aktienmärkten brachte in den letzten Wochen keine neuen Signale: Die sekundären Abwärtstrends sind noch ausnahmslos intakt. Die Bear-Market-Rallye verbesserte nur den reagiblen Delta-MA-Indikator, der träge COMA-Indikator ist weiterhin stark negativ. Schon Mitte Januar zeigt sich auch der Break-Out-Indikator wieder im negativen Bereich. Profiteur dieser Entwicklung ist weiterhin der Bund-Future, der in der 46. KW 2008 ein Kaufsignal gab.

Markt und Indexstand	Delta-MA	COMA	Break-Out	Trendstärke	Status / Signal	
NasdaqBiotech	730,00	+ 60 %	- 25 %	+ 0 %	- 5 %	verkauft 41.KW 2008
Bovespa	39.341,54	+ 33 %	- 80 %	+ 0 %	- 12 %	verkauft 30.KW 2008
JSE Industrial 25	16.208,32	+ 42 %	- 61 %	- 5 %	- 15 %	verkauft 28.KW 2008
IPC Mexico	20.325,39	+ 33 %	- 100 %	- 5 %	- 20 %	verkauft 03.KW 2008
FTSE London	4.147,06	+ 38 %	- 90 %	- 5 %	- 24 %	verkauft 32.KW 2007
Kospi Seoul	1.182,68	+ 33 %	- 80 %	+ 0 %	- 25 %	verkauft 05.KW 2008
SMI	5.435,54	+ 21 %	- 75 %	+ 0 %	- 28 %	verkauft 30.KW 2007
NasdaqInternet	132,85	+ 34 %	- 78 %	+ 0 %	- 30 %	verkauft 02.KW 2008
MDax	5.079,16	+ 21 %	- 98 %	- 5 %	- 31 %	verkauft 47.KW 2007
SET Bangkok	435,20	+ 33 %	- 80 %	- 5 %	- 31 %	verkauft 27.KW 2008
DAX	4.366,28	+ 11 %	- 93 %	- 5 %	- 32 %	verkauft 04.KW 2008
Russel 2000	466,45	+ 38 %	- 91 %	- 5 %	- 32 %	verkauft 40.KW 2008
HSCE	7.147,34	+ 33 %	- 100 %	- 5 %	- 32 %	verkauft 10.KW 2008
NasdaqCompo.	1.529,33	+ 36 %	- 94 %	- 5 %	- 34 %	verkauft 02.KW 2008
Dow Jones	8.281,22	- 9 %	- 89 %	- 5 %	- 34 %	verkauft 03.KW 2008
Topix	817,89	- 18 %	- 92 %	- 5 %	- 34 %	verkauft 32.KW 2007
DJ Stoxx 50	2.005,89	+ 12 %	- 97 %	- 5 %	- 35 %	verkauft 02.KW 2008
ATX Wien	1.732,94	+ 33 %	- 100 %	+ 0 %	- 35 %	verkauft 33.KW 2007
ASX200 Sydney	3.494,90	- 8 %	- 94 %	- 5 %	- 35 %	verkauft 08.KW 2008
CAC 40 Paris	3.016,75	+ 2 %	- 95 %	- 5 %	- 36 %	verkauft 33.KW 2007
Tec Dax	471,20	+ 33 %	- 100 %	- 5 %	- 36 %	verkauft 03.KW 2008
HangSeng	13.255,51	+ 2 %	- 95 %	- 5 %	- 36 %	verkauft 27.KW 2008
S&P 500	850,12	+ 14 %	- 97 %	- 5 %	- 36 %	verkauft 02.KW 2008
CECE	1.214,94	- 14 %	- 93 %	- 5 %	- 36 %	verkauft 03.KW 2008
EuroStoxx50	2.281,45	+ 10 %	- 96 %	- 5 %	- 37 %	verkauft 03.KW 2008
STI Singapur	1.730,45	- 1 %	- 95 %	- 5 %	- 37 %	verkauft 05.KW 2008
TWI Taiwan	4.353,70	+ 1 %	- 95 %	- 5 %	- 38 %	verkauft 51.KW 2007
BSE Sensex	9.323,59	+ 3 %	- 95 %	- 5 %	- 39 %	verkauft 25.KW 2008
RTX	907,73	- 30 %	- 91 %	- 5 %	- 39 %	verkauft 32.KW 2008
<b>Mittelwert</b>		<b>+ 17 %</b>	<b>- 89 %</b>	<b>- 4 %</b>	<b>- 31 %</b>	
Vorwoche		- 6 %	- 76 %	+ 4 %	- 25 %	

Bund Future	125,86	+ 42 %	+ 30 %	+ 100 %	+ 42 %	<b>KAUFSIGNAL 46.KW</b>
US-Dollar (gg. €)	1,3287	- 29 %	+ 47 %	+ 5 %	+ 10 %	long seit 36.KW 2008
FT Gold Mines	2.048,40	+ 33 %	- 60 %	- 5 %	- 13 %	verkauft 32.KW 2008
CRB	220,62	- 71 %	- 96 %	+ 0 %	- 35 %	verkauft 37.KW 2008
Öl Brent - Spot	46,60	- 84 %	- 82 %	+ 0 %	- 39 %	verkauft 40.KW 2008

## PERSPEKTIVEN 2009

Die Statistiken des Deutschen Aktieninstituts (DAI) zeigen die große Skepsis der deutschen Investoren. Auch die Privatanleger haben sich weitgehend zurückgezogen. In einem Land mit ohnehin unterentwickelter und in den ersten Jahren dieser Dekade geschädigter Aktienkultur haben die schwere Bankenkrise, die hohen Kursverluste und die düsteren Konjunkturaussichten den Mut zu Aktieninvestments weitgehend vernichtet. Mit dem Einbruch der deutschen Indizes im letzten Jahr sank auch die Zahl der Anleger in Aktienfonds drastisch. 2008 zogen 1,1 Millionen Anleger ihr Geld aus Aktienfonds ab. Die Zahl Aktienfondsinhaber fiel von 6,3 Mio. im Jahr 2007 auf 5,2 Mio. Ende 2008. Zusammen mit der Zahl von Anlegern, die ausschließlich direkt in Aktien investieren, besitzen nur noch 13,5 % der Deutschen Aktien oder Aktienfonds. Nach dem Platzen der Blase am Neuen Markt 2001 waren es immerhin noch 20 %. Wie schon die Baisse 2000 – 2003 dürfte auch diese Phase viele Anleger für lange Zeit verschreckt haben. Bei den meisten dürfte der Mut zu Aktieninvestments erst wieder zurückkehren, nachdem bessere Konjunkturdaten und Unternehmenszahlen die Kurse haben bereits längere Zeit steigen lassen. Arbeit für die Aktienkultur ist aber vor allem bis dahin zu leisten. Kölner Börsenverein, Actien Club Coeln (ACC) und **BÖRSENKOMPASS** stellen dazu auch in diesem Jahr ein umfangreiches Veranstaltungsprogramm auf die Beine (siehe Veranstaltungskalender auf den letzten Seiten).

**2009** hat bessere Chancen ein gutes Aktien- als ein gutes Rentenjahr zu werden. Allerdings ist zunächst eine Fortsetzung der Trends aus dem Vorjahr wahrscheinlich. Denn in den nächsten Monaten sind sehr negative Konjunkturzahlen zu erwarten. Die Frühindikatoren lassen erwarten, dass die gesamtwirtschaftliche Leistung (BIP) sowohl in den USA als auch in Europa zumindest im ersten Halbjahr 2009 schrumpfen wird. Diese Rezession dürfte damit die schwierigste Schwächephase seit der „Großen Depression“ Anfang der 1930er Jahre sein. Daraus lässt sich allerdings noch nicht deren Dauer oder weiterer Verlauf ableiten, denn trotz mancher Parallelen gibt es auch wichtige Unterschiede zu damals. Dazu gehören Umfang und Tempo staatlicher Gegenmaßnahmen einschließlich der Geldpolitik. Die höchste Eintrittswahrscheinlichkeit hat ein Szenario einer Rezession, die 2010 überwunden werden kann. Positives Wirtschaftswachstum ist frühestens in der zweiten Jahreshälfte 2009 zu erwarten. Erste Anzeichen für eine Wiederherstellung der geld- und kreditpolitischen Übertragungsmechanismen gibt es schon, womit das Szenario einer deflationären Depression unwahrscheinlicher wird.

**Staatsanleihen** dürften zwar die beste Zeit hinter sich haben, vorübergehend aber noch nicht stärker fallen. Im späteren Jahresverlauf nimmt die Gefahr von deutlichen Kurskorrekturen bei Staatsanleihen zu. Deshalb sollte man allmählich in gut gemanagte Rentenfonds tauschen, die auch oder sogar schwerpunktmäßig in Unternehmensanleihen investieren.

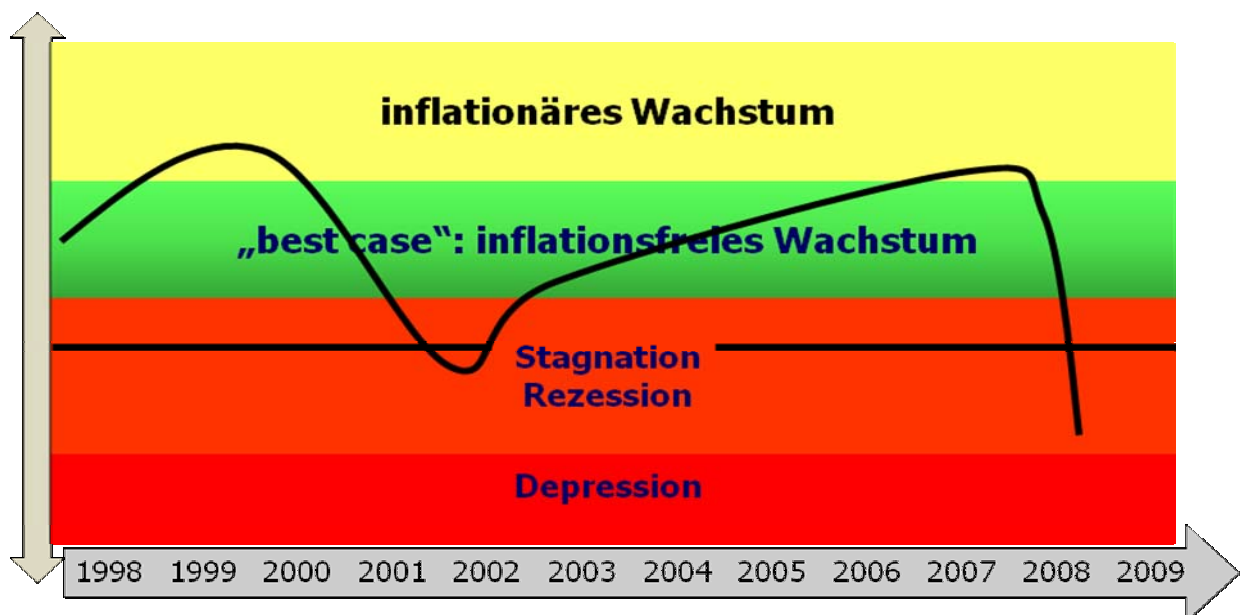
**An den Aktienmärkten** spiegelt die Bewertung bereits sehr pessimistische Szenarien wider. Auch wenn man zunächst noch mit anhaltenden Gewinnrevisionen rechnen muss, sollte mit Blick auf die Substanzwerte der Böden nahe sein.

**Der Dollar** profitiert neben der Hoffnung auf das Konjunkturprogramm des neuen US-Präsidenten Obama gegenüber dem Euro vor allem davon, dass in der Eurozone angesichts rasch fallender Inflationsraten noch weitere Leitzinssenkungen möglich sind. Damit würde der Zinsnachteil der US-Währung kleiner. Allerdings sollte man darüber nicht vergessen, dass die US-Wirtschaft in ihrer schwersten Krise seit Jahrzehnten steckt. In Verbindung mit dem erhöhten Angebot an Dollar könnte das die US-Währung auch wieder schwächen.

### Ausgangslage

Seit dem 3. Quartal 2008 befindet sich die Welt in einem beispiellosen Konjunkturabschwung – beispiellos hinsichtlich der Gleichzeitigkeit und dem Ausmaß des Abschwungs. In einer stärker als je zuvor globalisierten Welt hat eine von den USA im eigentlichen Wortsinn verschuldete Finanzkrise einen weltweiten Konjunkturabschwung katalysiert und synchronisiert. In der Summe sind in den nächsten Monaten sehr negative Konjunkturzahlen zu erwarten. Die Frühindikatoren lassen erwarten, dass die gesamtwirtschaftliche Leistung (BIP) sowohl in den USA als auch in Europa zumindest im ersten Halbjahr 2009 schrumpfen wird. Diese Rezession dürfte damit die schwierigste Schwächephase seit der „Großen Depression“ Anfang der 1930er Jahre sein. Daraus lässt sich allerdings noch nicht deren Dauer oder weiterer Verlauf ableiten, denn trotz mancher Parallelen gibt es auch wichtige Unterschiede zu damals. Dazu gehören Umfang und Tempo staatlicher Gegenmaßnahmen einschließlich der Geldpolitik. Die Notenbanken haben mit aggressiven Zinssenkungen auf die Krise reagiert. In drei der G4-Volkswirtschaften, nämlich den USA, Großbritannien und Japan, hat mit quasi Nullzinsen eine Phase direkter Geldmengensteuerung („Quantitative Easing“) begonnen. Die Summe der staatlichen Ausgabenprogramme beläuft sich allein in den USA schon auf rund 9 Billionen US-Dollar, was rund 60 % der Wirtschaftsleistung eines Jahres entspricht. Und auch in den anderen Volkswirtschaften wurden und werden staatliche Konjunkturprogramme in Rekordvolumen aufgelegt. Wir unterscheiden aus Gründen der besseren Darstellbarkeit drei Szenarien, auch wenn diese in Realität nicht so diskretionär voneinander zu trennen sind: Der worst case ist eine deflationäre Depression, deren Eintrittswahrscheinlichkeit wir mit immerhin 20 % taxieren. Wahrscheinlicher ist das Szenario einer „übersteuerten Rezession“ (Wahrscheinlichkeit 70 %), an dass sich zeitlich allerdings das Szenario eines inflationären Aufschwungs anschließen könnte. Dessen Eintrittswahrscheinlichkeit ist zunächst gering (10 %), steigt aber im Zeitablauf und in dem Umfang, in dem die Wahrscheinlichkeit einer Deflation zurückweicht.

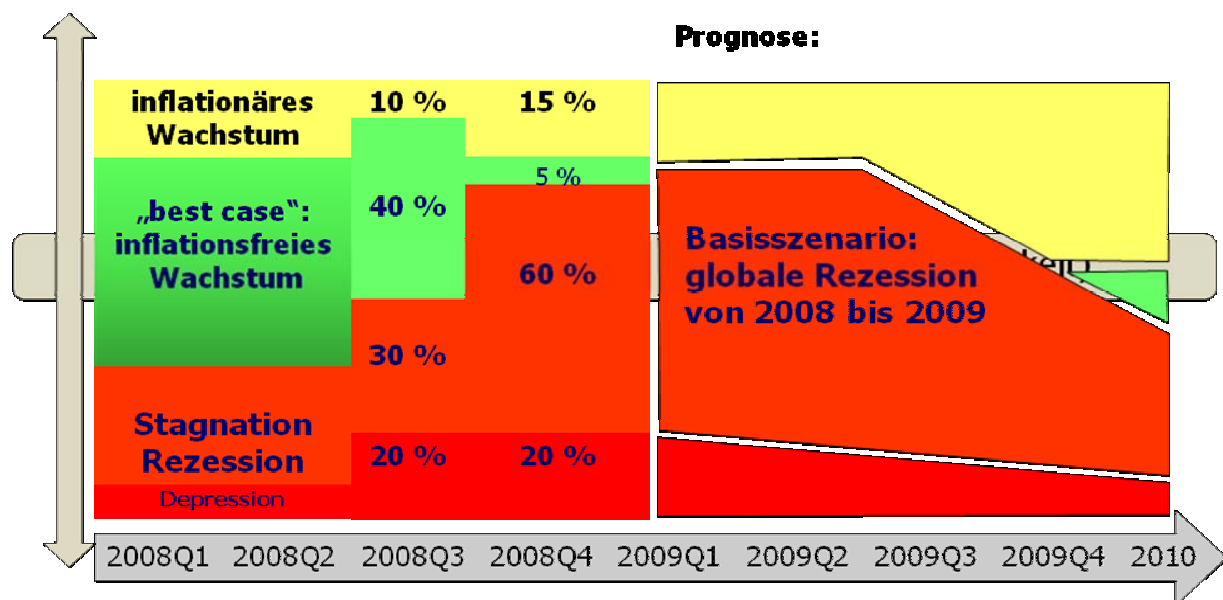
### Überblick Szenarien



**Basisszenario und best case: übersteuerbare Rezession**

Das Hauptszenario (70 % Eintrittswahrscheinlichkeit, gleichzeitig „best case“) einer „übersteuerbaren Rezession“ geht davon aus, dass es gelingt mit massiven Zinssenkungen und staatlichen Konjunkturprogrammen erfolgreich gegenzusteuern, Deflation und Depression zu verhindern und einer konjunkturellen Erholung den Weg zu bereiten. Wirtschaftswachstum ist frühestens in der zweiten Jahreshälfte 2009 zu erwarten. Erste Anzeichen für eine Wiederherstellung der geld- und kreditpolitischen Übertragungsmechanismen gibt es. Wir werden dieses Szenario an dieser Stelle voraussichtlich in den kommenden Ausgaben ausführlicher behandeln. Das Szenario spräche für eine Bodenbildung an den Aktienmärkten und eine Kurserholung, sobald erkennbar wird, dass sich die Abwärtsspirale gestoppt ist.

**Überblick Szenarien**



12

**Deflations-Szenario**

Die Gefahr eines Deflationsszenarios (20 %) wird diskutiert, womit seine Eintrittswahrscheinlichkeit sinkt („Gefahr erkannt – Gefahr gebannt“). Die deflationären Wirkungen der kollabierten Rohstoffpreise können vorübergehend negative Preisentwicklungen begründen, bevor die Verkürzung des Angebots den Preisrückgang zumindest stoppt, wahrscheinlich sogar umkehrt. Eine ausgesprochene Deflation mit Preisrückgängen auf breiter Front würde deshalb nur drohen, wenn die Politik des billigen Geldes erfolglos bliebe, weil es nicht gelingt, das Geld in den Wirtschaftskreislauf zu schleusen. Realwirtschaftlich stützt sich die Gefahr einer hartnäckigen Deflation auf globale Überkapazitäten (zumindest bei Autos, Mikrochips und Stahl) und auf das hohe Arbeitskräfteangebot: China muss die Beschäftigung ständig erhöhen, um den sozialen Frieden zu wahren, der weitaus brüchiger ist als das aus der Ferne erscheinen mag. Eine Deflation würde Konsum- und Investitionszurückhaltung begründen, so dass weder Nullzinspolitik noch Staatsausgaben eine sich selbst tragende Erholung auslösen könnten. Wenn die verringerte Kreditvergabefähigkeit des Geschäftsbankensystems („Kreditklemme“, „credit crunch“) nicht überwunden wird, steigt die Wahrscheinlichkeit einer deflationären Depression, also einer Verlängerung des Abschwungs über 2009 hinaus.

### Inflations-Szenario

Das zunächst unwahrscheinlichste Szenario (10 %) ist das einer raschen wirtschaftlichen Belebung mit positivem Wirtschaftswachstum schon im ersten Halbjahr 2009. Nullzinspolitik, staatliche Konjunkturprogramme in Rekordhöhe und die seit Mitte vergangenen Jahres deutlich gefallenen Rohstoffpreise wirken allerdings in diese Richtung. Zudem könnten viele Schwellenländer rasch an ihre höhere Grunddynamik anknüpfen, die vor Ausbruch der Finanzkrise dort herrschte. Nachdem die Märkte in nie gesehenem Umfang mit billigem Geld geflutet worden sind, dürften sich in diesem Szenario allerdings Inflation und zunehmende Zweifel am staatlichen Papiergeld breit machen bis hin zur Gefahr eines Staatsbankrotts. Der Kursaufschwung bei Aktien würde früher einsetzen und eine Vervielfachung der Aktienkurse ermöglichen, allerdings bei Staatsanleihen zu dramatischen Kursverlusten führen. Dieses Szenario könnte ab 2010 in den Vordergrund rücken.

### Schlussfolgerungen für Renteninvestments

Staatsanleihen dürften zwar die beste Zeit hinter sich haben, im ersten Halbjahr 2009 aber noch freundlich tendieren. Im späteren Jahresverlauf nimmt die Gefahr von deutlichen Kurskorrekturen bei Staatsanleihen zu. Bei Renteninvestments sollte man deshalb allmählich umschwenken und eher in Unternehmensanleihefonds tauschen. Noch ist der Aufwärtstrend bei Staatsanleihen nicht gebrochen, aber die Warnzeichen mehren sich. Viele institutionelle Anleger sind in Staatsanleihen überinvestiert. Die erste Emission von Bundesanleihen im jungen Jahr verlief extrem schlecht: Nur rund zwei Drittel des angestrebten Volumens konnten am Markt platziert werden; den Rest musste die Bundesbank übernehmen.

### Schlussfolgerung für Aktieninvestments

Wie bereits im vergangenen Jahr an dieser Stelle betont, spiegelt die Bewertung der Aktienmärkte bereits schlechte Szenarien wider. Auch wenn die Ertragswerte mit hoher Unsicherheit behaftet bleiben und wir zunächst von anhaltenden Gewinnrevisionen nach unten ausgehen, sollte mit Blick auf die Substanzwerte der Boden nahe sein. Selbst im „best case“-Szenario fallen die Unternehmensgewinne 2009 schlecht aus und steigen erst 2010 wieder. Die Aktienkurse dürften den unteren Wendepunkt bei den Gewinnen aber vorwegnehmen. Die Wahrscheinlichkeit dafür, dass die Aktienmärkte bereits im Oktober und November 2008 ihre Tiefs markiert haben, taxieren wir gegenwärtig auf 45 %. Ebenso hoch ist noch die Gefahr eines Unterschreitens dieser Tiefs im Verlauf dieses Jahres. In der Vergangenheit waren die realwirtschaftlichen Rezessionsjahre oft durch Aktienmarkterholungen gekennzeichnet. Eine lange Baisse mit neuen Tiefs erst 2010 oder später ist aus heutiger Sicht unwahrscheinlich (10 %).



**Fazit:** Die makroökonomische Analyse lässt für die nächsten Wochen ein Trommelfeuer schlechter Nachrichten erwarten, so dass kaum steigende Aktienkurse möglich sein sollten. Gegen einen beschleunigten Kursrutsch sprechen Bewertung und Sentiment, so dass die Aktienindizes in der Nähe ihrer 52-Wochen-Tiefs (aus Oktober und November 2008) einen Boden suchen sollten. Allerdings lässt eine Fortsetzung der sekundären Abwärtstrends neue Tiefs erwarten.

Die **Taktische Aktienquote (TAQ)** bleibt bis auf weiteres bei nur 50 %.



## STEUERRAD: DIE ABGELTUNGSSTEUER IST DA

### Strategische Buy-and-hold-Investments

Der Jahreswechsel bleibt mit Einführung der Abgeltungssteuer ein wichtiges Datum für die Strategie von Privatanlegern: Von wenigen Ausnahmen abgesehen werden Kursgewinne mit Wertpapieren, die vor diesem Datum erworben wurden, auf Dauer nach altem Steuerrecht behandelt, bleiben also nach einer Haltedauer von mindestens einem Jahr steuerfrei. Dies gilt einmalig. Erfolgt also eine Umschichtung in ein anderes Wertpapier, unterliegen beim neuen Papier auch die Kursgewinne der Abgeltungssteuer. Es sei denn, die Umschichtung erfolgte innerhalb eines (Dach-) Fonds, denn um eine doppelte Belastung mit Abgeltungssteuer zu verhindern, ist nur die Ebene des Anlegers relevant. Innerhalb eines Fonds sind Umschichtungen immer abgeltungssteuerfrei. Eine große Steuerersparnis ergibt sich aus diesen Regeln, wenn Privatanleger mit vor 2009 gekauften Wertpapieren auf lange Sicht hohe Kursgewinne erzielen und diese erst nach Jahren oder Jahrzehnten realisieren. Wertpapiere sollten deshalb die notwendige Eignung als Buy-and-hold-Investments haben: Fonds mit einem weit gefassten (Aktien-) Anlageuniversum und überdurchschnittlich gutem Management eignen sich dafür eher als Einzelwerte oder auf Länder bzw. Branchen spezialisierte Fonds. Grundsätzlich sollten sich Privatanleger vor allem den Verkauf (auch Tausch) von „Alt-Fonds“ zweimal überlegen: Eignet sich der Fonds wirklich nicht (mehr) als Dauerinvestment? Nur wirklich schlechte Investments sollten ohne Rücksicht auf diesen steuerlichen Aspekt eliminiert werden, Markt- oder Strategie-bedingte zwischenzeitliche Schwächephasen bei gut gemanagten Fonds aber „ausgesessen“ werden. Dies gilt umso mehr nach einen sehr schwachen Aktienjahr wie 2008.

Für „fresh money“, also Geld, das neu für Anlagezwecke zur Verfügung steht, hat die steuerliche Neuregelung auch Auswirkungen. Bislang konnte es durchaus sinnvoll sein, die einjährige Spekulationsfrist in die Überlegungen einzubeziehen: Kursgewinne blieben steuerfrei, wenn sie nach über einem Jahr Haltedauer realisiert wurden; Kursverluste sollte man dagegen möglichst innerhalb der Jahresfrist realisieren, damit sie mit Spekulationsgewinnen verrechenbar wurden. Mit Wegfall der einjährigen Spekulationsfrist entfallen diese Möglichkeiten der Steuergestaltung. Dies spricht bei Neuanlagen für aktiveres Trading.

### Zweitdepots

Eine ganz praktische Maßnahme mit Blick auf die Unterscheidung von „Alt-Beständen“ und neu (d.h. nach dem Stichtag der Abgeltungssteuer) erworbenen Wertpapieren ist die Eröffnung eines zweiten Depots. Dies macht Sinn, wenn 2008 schon vorhandene Positionen aufgestockt werden (wie dies insbesondere bei einem fortgesetzten Fondssparplan der Fall ist) und in der Zukunft möglicherweise ein Teilverkauf der Wertpapierposition erfolgt. In ein- und demselben Depot kommt es aufgrund der so genannten „Girosammelverwahrung“ nämlich zu einer Vermischung von Alt- und Neubestand. Bei einem Teilverkauf kann man sich nicht aussuchen, welche Anteile verkauft werden. Vielmehr muss die Bank das „FIFO“-Prinzip („first in – first out“) anwenden. Erfolgt also ein Teilverkauf, gelten ausgerechnet die ältesten Stücke als veräußert, also jene, welche vor dem Stichtag gekauft die Steuerfreiheit der Kursgewinne auf Dauer konservieren würden. Beim ersten Teilverkauf spart man so noch Abgeltungssteuer. Unterstellt man aber, dass die anderen Wertpapiere in der Hoffnung auf weitere Kursgewinne im Depot verbleiben, wird deren Verkauf später umso mehr mit Abgeltungssteuer belastet. Wer seinen Altbestand vor einer Vermischung mit den neu gekauften Wertpapieren (gleicher WKN bzw. ISIN) schützen will, sollte dafür ein anderes Wertpapierdepot nutzen. Viele Banken bieten dafür kostengünstige Unterdepots. Bei einem späteren Teilverkauf hat man damit selbst die Wahl, ob Alt- oder Neubestand verkauft wird, und kann die Belastung mit Abgeltungssteuer vermeiden bzw. optimieren.

## AKTIENKOMPASS: SGL CARBON

### Portrait



Die SGL Group ist ein weltweit führender Hersteller von Produkten aus Carbon (Kohlenstoff). Das umfassende Produktportfolio reicht von Carbon- und Graphitprodukten über Carbonfasern bis hin zu Verbundwerkstoffen. Die Kernkompetenzen der SGL Group sind die Beherrschung von Hochtemperaturtechnologien und der Einsatz langjähriger Anwendungs- und Engineering-Know-hows. Damit wird die breite Werkstoffbasis des Unternehmens ausgeschöpft. Die auf Kohlenstoff basierenden Materialien kombinieren mehrere Materialeigenschaften wie zum Beispiel Strom- und Wärmeleitfähigkeit, Hitze- und Korrosionsbeständigkeit sowie Leichtigkeit bei gleichzeitiger Festigkeit. Mit 38 Produktionsstandorten in Europa, Nordamerika und Asien und einem Service-Netz in über 100 Ländern ist die SGL Group mit 5.900 Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter ein global ausgerichtetes Unternehmen.

Die Hochleistungsmaterialien und -produkte der SGL Group werden aufgrund des von Energie- und Rohstoffknappheit getriebenen Paradigmenwechsels im Materialeinsatz von mehr und mehr Industrien zunehmend nachgefragt. Carbon- und Graphitprodukte kommen immer dann zum Einsatz, wenn andere Werkstoffe wie Stahl, Aluminium, Kupfer, Kunststoff, Holz usw. mit ihren jeweils nur limitierten Materialeigenschaften versagen. Die Produkte der SGL Group werden vor allem in der Stahl-, Aluminium-, Automobil-, Chemie- und Glas- / Keramikindustrie eingesetzt. Aber auch Halbleiter-, Solar-, Windenergie-, Batterie- / Akku-, Umweltschutz-, sowie Luft-, Raumfahrt- und Verteidigungshersteller sowie die Kernenergie zählen zu den Kunden.

**Segmente und Geschäftsbereiche:** Die SGL Carbon AG fungiert als Management-Holding, deren Tochter- und Beteiligungsgesellschaften nach dem Verkauf des Geschäftsfelds Oberflächenschutz in drei operativen Geschäftsfeldern organisiert sind. Mit Wirkung zum 1. Februar 2007 verschlankte SGL ihre Unternehmensstruktur auf die beiden Segmente („Business Areas“, kurz „BA“) Performance Products und Advanced Materials. Dabei folgt das Berichtswesen den drei Geschäftsbereichen („Business Units“, kurz „BU“) Performance Products („PP“, ehemaliges Geschäftsfeld „Carbon and Graphite“), Graphite Materials & Systems („GMS“) und Carbon Fibers & Composites („CFC“). Im Segment „Advanced Materials“ ist die Hochtechnologiekompetenz der bislang eigenständigen Bereiche Specialities und „SGL T“ zusammengefasst. Hier ist SGL auf Carbonfasern und –verbundwerkstoffe fokussiert und führte den neuen Geschäftsbereich Carbon Fibers & Composites (CFC) ein. Der Bereich Expandierte Graphite, der bislang dem Segment „SGL T“ zugeordnet war, wird in den Bereich GMS integriert, der zudem den ehemaligen Bereich Specialities aufnimmt.

**Internationalisierung:** Auf Deutschland entfallen inzwischen nur noch rund 15% des Konzernumsatzes und rund 35% der Produktion. Über 70% der Mitarbeiter des Konzerns sind in der EU beschäftigt und teilen sich dabei annähernd hälftig auf Deutschland und die übrigen EU-Mitgliedstaaten auf. Deshalb erfolgte die Umwandlung der SGL Carbon AG in eine Europäische Gesellschaft (Societas Europaea, SE) mit dem Namen SGL CARBON SE.



**Der Geschäftsbereich Carbon Fibers & Composites (CFC)** deckt die gesamte Wertschöpfungskette von Carbonfasern über Verbundmaterialien bis hin zum fertigen Bauteil ab und profitiert vor allem von einer steigenden Nachfrage aus der Luft- und Raumfahrt und der Automobilindustrie und von alternativen Energieträgern wie der Windenergie. Um vom zunehmenden Substitutionsprozess bei den Basismaterialien künftig noch stärker zu partizipieren, plant die SGL Group, die Produktionskapazitäten für Carbonfasern auf bis zu 12.000 Tonnen p.a. bis zum Jahr 2012 zu verdreifachen, wobei zum Jahresanfang 2009 bereits eine Kapazität von 6.000 Tonnen p.a. vorgesehen ist. In den Geschäftsbereich CFC fallen sowohl die Fertigung von Carbonfasern und Verbundmaterialien bis hin zu Bauteilen und Carbon-Keramik-Bremsscheiben. Der Umsatz des Geschäftsbereichs CFC konnte im Wesentlichen wegen der hohen Absatzvolumina bei Verbundmaterialien und Bremsscheiben um 25 % auf 163,4 Mio. Euro gesteigert werden. Unterstützt wurde das Wachstum auch von den im Jahr 2007 abgeschlossenen Joint Venture mit der F.A. Kümpers GmbH & Co. KG, der Akquisition der epo GmbH und dem Erwerb des 50%-Anteils von der Aldila Inc. am bis dahin gemeinsam geführten Unternehmen Carbon Fiber Technology LLC. Das EBIT stieg 2007 von 4,4 Mio. Euro Verlust im Jahr 2006 auf 3,1 Mio. Euro, die Umsatzrendite auf 2 %.

**Im Geschäftsbereich Performance Products (PP)** werden Graphitelektroden und Carbonprodukte (Elektroden, Kathoden und Ofenauskleidungen) hergestellt. Getragen von der guten Stahl- und Aluminiumkonjunktur und dem wirtschaftlichen Aufschwung der neuen Industrienationen in Asien, Südamerika und Osteuropa konnte der größte Geschäftsbereich 2007 einen Umsatzsprung um 17 % auf 836,2 Mio. Euro verzeichnen. Das EBIT stieg trotz höherer Rohstoff- und Energiekosten überproportional um 42 % auf 244,5 Mio. Euro. Neben Preiserhöhungen und gestiegenen Absatzmengen ist dieser Anstieg auf Kosteneinsparungen von 10 Mio. Euro zurückzuführen. Damit lag die Umsatzrendite bei 29 % nach 24 % im Vorjahr. Das neue, im Bau befindliche voll-integrierte Carbon- und Graphit-Werk in Banting (Malaysia) für Graphitelektroden und Kathoden mit einer jährlichen Gesamtkapazität von ca. 60.000 Tonnen soll die internationale Wettbewerbsfähigkeit weiter stärken.

**Der Geschäftsbereich Graphite Materials & Systems (GMS)** fertigt expandierte Graphite und Erzeugnisse für industrielle Anwendungen, Graphitfolien, Maschinenelemente, Produkte für die Halbleiterindustrie wie auch Verbundwerkstoffe und ist in der Prozesstechnologie aktiv. Der Bereich steigerte in 2007 insbesondere durch die hohe Nachfrage nach maßgeschneiderten Produkten auf Graphitbasis aus der Halbleiter-, Solar- und Chemieindustrie und nach Lithium-Ionen-Batterien die Erlöse um 7 % auf 364,3 Mio. Euro, trotz gleichzeitiger Portfoliobereinigung von ertragsarmen traditionellen Produkten. Das EBIT verbesserte sich unterstützt durch Einsparungen von 8 Mio. Euro um 30 % auf 47,9 Mio. Euro. Entsprechend erhöhte sich die Umsatzrendite von 11 auf 13 %. Durch die nachfragegetriebene Erweiterung der Kapazitäten für isostatischen Graphit, die Integration der asiatischen Gemeinschaftsunternehmen und der in 2007 erworbenen Aktivitäten der Dr. Schnabel GmbH & Co. KG und die gesteigerte Fokussierung der Forschungsaufwendungen auf innovative Produkte wurde nach Aussage des Unternehmens in 2007 die Basis für ein weiteres profitables Wachstum des Geschäftsbereichs GMS gelegt.



**Geschäftsergebnisse 2007:** Der Umsatz stieg insgesamt um 15 % auf 1,37 Mrd. Euro und übertraf damit die zu Jahresbeginn 2007 gesetzte Zielgröße von 7 bis 10 %. Das Betriebsergebnis (EBIT) stieg von 137,9 auf 254,5 Mio. Euro und übertraf damit das Ziel von plus 40 % gegenüber dem Vorjahreswert. Die Konzernumsatzrendite stieg von 14,3 % auf 18,5 %. Die Neuausrichtung des Konzerns auf spezifische Wachstumsbereiche und weitere Kosteneinsparungen und Effizienzsteigerungen im Rahmen der konzernweiten SGL Excellence-Initiative von rund 27 Mio. Euro waren nach Unternehmensdarstellung neben einer robusten Konjunktur in den Kernmärkten Stahl und Aluminium entscheidend für diesen Erfolg. Trotz der Einmalbelastungen aus der Neufinanzierung des Konzerns (siehe unten) von 30,8 Mio. Euro verschlechterte sich das Finanzergebnis lediglich um 3,9 Mio. Euro auf minus 65,4 Mio. Euro. Das Ergebnis vor Ertragsteuern verbesserte sich um 148 % auf 189,1 Mio. Euro. Die Steuerquote konnte signifikant von 46 % auf unter 31 % gesenkt werden. Entsprechend konnte der Jahresüberschuss von 40,7 auf 130,9 Mio. Euro mehr als verdreifacht werden. Das Ergebnis je Aktie 2007 gibt das Unternehmen mit 2,06 Euro nach 0,66 Euro 2006 an.

**Neufinanzierung:** Im Rahmen ihrer Neufinanzierung hat die SGL Group 2007 Wandelschuldverschreibungen und eine Unternehmensanleihe mit einem Volumen von jeweils 200 Mio. Euro platziert und damit die Ablösung des syndizierten Kredites und der 8,5 %-Hochzinsanleihe zu deutlich günstigeren Konditionen erreicht. Mit den freien Kreditlinien von über 200 Mio. Euro und den Barreserven von 130 Mill. Euro verfügt die SGL Group über einen Liquiditätsspielraum, mit dem die notwendige finanzielle Flexibilität mittelfristig abgesichert ist. Die Bilanzstruktur konnte aufgrund des hohen Jahresüberschusses und der Neufinanzierung weiter verbessert werden. So stieg die Eigenkapitalquote von 35,3 % auf 42,1 %. Der Verschuldungsgrad („Gearing“) wurde von 0,51 auf 0,45 reduziert. Die Nettofinanzschulden stiegen insbesondere durch die Einmalkosten der Neufinanzierung und die Investitionen in Sachanlagen und Mittelabflüsse aus den Akquisitionsaktivitäten zum Bilanzstichtag von 229,1 auf 285,2 Mio. Euro. Wegen der Einmalkosten aus der Refinanzierung und den gegenüber dem Vorjahr verdoppelten Investitionen in Sachanlagen von 130,5 Mio. Euro, war der Free Cashflow mit 0,9 Mill. Euro negativ.

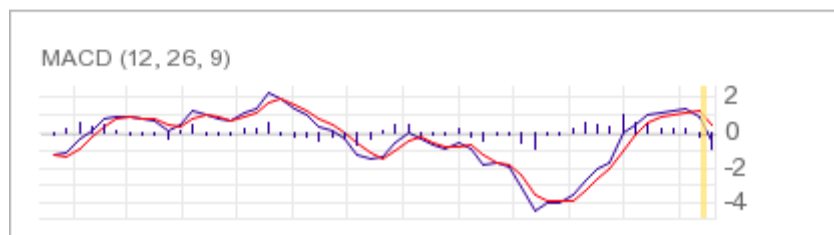
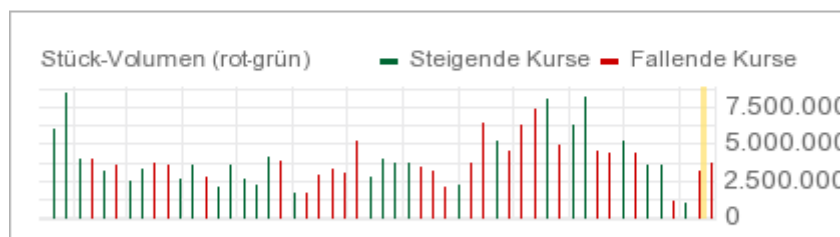
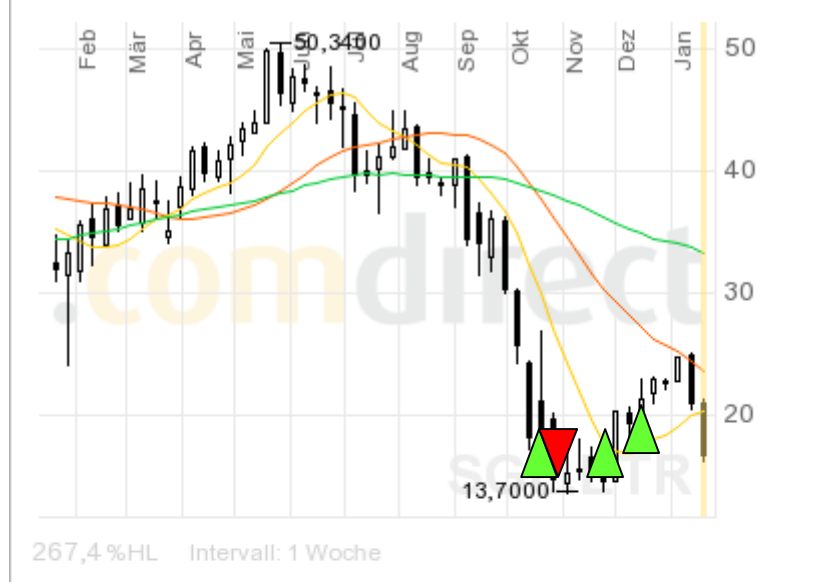
**Aktionärsstruktur:** Die SGL Carbon AG befindet sich weitgehend in Streubesitz (83,4 %). Bekannte Großaktionäre sind die Voith AG und die Landesbank Baden-Württemberg mit jeweils 5,1 %, die Mackenzie Financial Corporation mit 3,55 % und die Fondsgesellschaft Fidelity mit 2,9 %.

#### **ProBot-Value**

Nach dem enormen Gewinnsprung von 0,66 € auf 2,06 € im Jahr 2007 dürfte der Nettogewinn 2008 noch einmal, wenn auch deutlich weniger gesteigert worden sein. Wir kalkulieren für 2009 mit einem Rückgang auf 2,40 €. Der verdichtete EPS-Wert liegt mit 2,43 € dann ebenfalls in dieser Größenordnung. Der Gewinnsprung 2006 auf 2007 wird damit konsolidiert und auch die längerfristigen Perspektiven bleiben positiv. Wir rechnen mit einem geglätteten Gewinnwachstum von 18 % p.a. (CAGR) und halten einen Gewinnmultiplikator (PE) von 14,4 für angemessen. Daraus errechnet sich ein Profit Value von 34,90 €. Umsatzerlöse von rund 1,4 Mrd. € bedeuten Einnahmen von 22,50 € je Aktie. Die Nettogewinnmarge ist mit gut 10 % sehr hoch und rechtfertigt nur einen Umsatzbewertungsmultiplikator von 164 %. Der Buchwert liegt bei rund 9,40 € pro Aktie. Es errechnet sich ein Bottom Value von 23,20 € und schließlich ein Fair Value von 28,50 €.



## Chartanalyse



15.01.09 17:35 Uhr

Die Aktie der SGL Group hatte 1997 bei rund 95 € ihren Höchststand erreicht. Die Baisse lies den Kurs auf nur noch 3,40 € im Jahr 2002 abstürzen. Es folgte eine Kurserholung, die sich 2007 beschleunigte, als der Kurs binnen weniger Monate von unter 20 € über 40 € stieg. Vor dem Hintergrund der heraufziehenden Krise korrigierte der Kurs im vierten Quartal heftig und sackte vor einem Jahr auf 24 € ab. In nur vier Monaten verdoppelte sich der Kurs auf gut 50 € und markierte damit ein neues 9-Jahres-Hoch. Beim Crash im Oktober stürzte der Kurs bis auf eine Unterstützungszone aus dem Jahr 2006 bei 13,25 € bis 13,80 €. Mit einem erneuten Aufsetzen im November wurde diese Unterstützung bestätigt. Die folgende Kurserholung endete Anfang Januar exakt an der 200-Tagelinie bei 25,20 €.

### Die Aktie im ▲ ACC ● ALPHA ■

Die SGL Carbon-Aktie befand sich bereits im Jahr 2007 im Portfolio des Investmentclubs ACC Alpha Quadrat. Der Kauf war im März zu 20,13 € erfolgt, der Verkauf im November aufgrund der Verletzung des nachgezogenen Stoploss zu 34,30 € mit einem Kursgewinn von 70 % in acht Monaten. Erst nach den Crash-artigen Verlusten im Oktober 2008 erfolgte der erste Rückkauf von SGL Carbon (2.500 Stück zu 19,53 €). Die Position wurde noch im gleichen Monat im Rahmen des Risikomanagements halbiert (zu 14,26 €), aber mit der Verbesserung des charttechnischen Eindrucks im November (750 Stück zu 19,41 €) und Anfang Dezember (1.250 Aktien zu 20,07 €) wieder deutlich vergrößert. Der durchschnittliche Einstandskurs der jetzigen Position von 3.250 Stück liegt bei 19,76 €. SGL Carbon sind mit z.Z. mit ca. 1,25 % im **ACC Alpha select AMI** Fonds (ISIN / **WKN** DE 000 **724 864** 3) gewichtet.

## FONDSKOMPASS: TURBULENTE RENTENMÄRKTE

*Der nachfolgende Textbeitrag von Dirk Arning ist in ähnlicher Form in Ausgabe 12 / 2008 des PERFORMANCE-Magazins erschienen.*

**Nicht nur Aktienfonds, auch Fonds für Anleihen erlebten turbulente Monate: Während die meisten Rentenfonds dramatische Kursverluste erlebten, verzeichneten einige wenige einen Höhenflug. Das Anlageuniversum der Rentenpapiere zeigt die stärkste Aufspaltung seiner Geschichte.**

Der Rentenmarkt erlebte in den letzten Monaten eine dramatische Spaltung: Nicht die Restlaufzeit bzw. Duration, nicht die Währung und nicht die Höhe der Kupons beherrschte die Kursentwicklung, vielmehr wurde die Frage nach dem Emittenten zum entscheidenden Kriterium über Kursabsturz oder Kursgewinn. Liquide Dollar- und Euro-Staatsanleihen waren gefragter denn je, Anleihen von Unternehmen und Schwellenländern wurden dagegen panikartig verkauft. Steigende Kurse bei Staatsanleihen und abstürzende Kurse bei Unternehmensanleihen waren die Folge. Der Renditeabstand („Spread“) zwischen Staatsanleihen und Unternehmensanleihen gemessen an Benchmarkindizes vergrößerte sich von kaum 50 Basispunkten (also 0,5 Prozentpunkten) vor Ausbruch der Finanzkrise auf über 400 Basispunkte. Bei einem BB-Rating stieg der Spread auf unglaubliche 1.000 Basispunkte (10 %)! So hohe Spreads hat die europäische Gemeinschaftswährung noch nie erlebt. Die Rentenmärkte preisen damit nicht nur einen extremen Sinneswandel bei den Ausfallwahrscheinlichkeiten ein, sondern auch eine nicht unerhebliche Prämie für die schlechte Liquidität vieler Unternehmensanleihen. Der Handel in „Corporate Bonds“ funktioniert kaum noch, weil die Banken diese Anleihen nicht einmal mehr vorübergehend in die eigenen Bücher nehmen. Der Spread-Anstieg vollzog sich in allen Laufzeiten, fiel aber in den mittleren Laufzeiten von drei bis sieben Jahren höher aus, weil hier Neuemissionen zusätzlich belasteten. Denn trotz der extremen Verwerfungen funktioniert die Refinanzierung der Unternehmen über Anleihen. Das Emissionsvolumen lag 2008 nicht weit unter dem Niveau der beiden Vorjahre und schon vor dem Jahresende über dem Emissionsvolumen der Jahre 2004 und 2005. Erfolg und Misserfolg von Rentenfonds war beim Crash September / Oktober allein davon abhängig, ob und wie stark das Portfolio auf liquide Staatsanleihen ausgerichtet war. Dies zeigt auch die Wertentwicklung von Rentenindexfonds: Schon im dritten Kalenderquartal 2008 verzeichneten die **iShares € Government Bond 3-5** einen Gewinn von 4,1 %, während die **iShares € Corporate Bond** 2,0 % verloren.

Bis Mitte 2007 war bekanntlich genau die gegenteilige Entwicklung zu beobachten gewesen: Die Emittentenfrage war zunehmend in den Hintergrund getreten, wodurch sich die Renditen von Emerging-Market- und Unternehmensanleihen denen von westlichen Staatsanleihen stark angenähert hatten. Auf der Suche nach einem Renditevorteil gegenüber den von Staaten emittierten Benchmark-Anleihen kauften Rentenfondsmanager mehr und mehr „Corporates“ und „Emerging debt“. Tatsächlich erwies sich dies bis Mitte 2007 als gewinnbringend. Die einst hohen Renditeaufschläge erlebten angesichts der boomenden Weltkonjunktur einen stetigen Rückgang. Kurz vor Ausbruch der Subprime-Krise war das bislang niedrigste Spread-Niveau erreicht. Die Ausfallrisiken wurden als sehr gering eingeschätzt. Begründet wurde dies mit einer Verbesserung der Fundamentaldaten der Schuldner: Tatsächlich waren die Eigenkapitalquoten in den Unternehmensbilanzen und die Überschüsse in den Leistungsbilanzen der Schwellenländer gestiegen. Allerdings waren schon in dem haussierenden Umfeld Selektion und gutes Timing wichtig: Die Ergebnisse der Hochzinsanleihefonds zeigten eine breite Streuung. Unterdurchschnittlich hatten neben dem Index-

fonds **iShares € Corporate Bond** auch einige aktiv gemanagte Fonds für europäische Unternehmensanleihen abgeschnitten, darunter der **Pioneer Euro Corporate Bond**, der **Fortis Bond Corp Euro** und der **DWS Euro-Corp Bonds**. Bessere Renditen lieferten damals die meisten Euro-„High Yield“-Fonds ab, darunter der **Fidelity European High Yield**, der **UBS (Lux) Bond Fund Eur High Yield** und vor allem der **Aberdeen Global Euro High Yield**. Unter den weltweit operierenden High Yield-Fonds erzielten **JP Morgan** und **Alliance Bernstein (AB)** wie auch der **MSMM Global High Yield** gute Renditen. Dabei würdigten die Rentenmärkte das höhere Wirtschaftswachstum und sich verbessernde Leistungsbilanzen von Schwellenländern. Spielfeld der europäischen High-Yield-Fonds waren dabei vor allem Anleihen aus Zentral- und Osteuropa. Aggressiv gemanagte Fonds wurden für das höhere Risiko meist belohnt, beispielsweise der **Global Emerging Markets Bond** von **ABN Amro**. Eher vorsichtig und auf Asien ausgerichtete Fonds wie **Emerging Markets Debt** und **Asian Bond** von **Schroders** lieferten damals unterdurchschnittliche Renditen ab.

Mit der Eskalation der Finanzkrise wendete sich das Blatt. Zunächst gerieten die Anleihen der „Financials“ unter Druck. Der scharfe Konjunkturabschwung ließ in den letzten drei Monaten die Angst vor Anleiheaussfällen in der ganzen Breite der „Corporates“ empor-schnellen. Und der Vertrauensverlust erreichte die Emerging Markets – insbesondere in Zentral- und Osteuropa. In nie zuvor beobachtetem Umfang verkauften Anleger Unternehmens- und Schwellenländeranleihen und kauften liquide, westliche Staatsanleihen. Letzteres führte zu einem starken Kursanstieg – auch bei den Rentenfonds, die ihren Schwerpunkt in diesen eher als langweilig und renditeschwach eingestuften Staatspapieren haben. Von den „Renten-Klassikern“ deutscher Investmentgesellschaften profitierten beispielsweise der **DWS Inter Renta** und der **Adirenta** mit Zuwächsen von rund 6 % in den drei schwierigen Monaten. Besonders aber der schon früher positiv aufgefallene **Robeco Lux-o-rente** unter Fondsmanager Kommer Van Trigt nutzte die Fluchtbewegung in Staatsanleihen für ein Plus von fast 9 % in drei Monaten. Zu den wenigen Gewinnern der letzten Monate gehört auch der **Schroder ISF Emerging Markets Debt**, der nach einem ersten Halbjahr nahe der Nulllinie in den letzten Monaten über 9 % zulegen konnte.

Die Masse der Rentenfonds wurde aber auf dem falschen Fuß erwischt. Vergleichsweise moderat fielen die Anteilswertverluste noch beim Rentenfondsklassiker von Robeco, **Rorento**, mit weniger als 3 % aus, bei den von **Johannes Führ** gemanagten Rentenfonds, „**Renten Global**“ bei **Universal Investment** und „**Renten Wachstum**“ bei **Ampega Gerling**, beim **Gerling Rendite Fonds** unter Fondsmanager Christophe Frisch und beim Klassiker **DWS Inrenta** aus - mit jeweils einstelligen Prozentverlusten in drei Monaten. Die Gewinne von mehr als einem Jahr wurden dagegen binnen weniger Wochen beim **StarCap Argos** und **StarCapital Bondvalue** aufgezehrt. Noch härter traf es aber „High Yield“ und „Emerging Market Bond“ Fonds. So verlor der **Alliance Bernstein (AB) Global High Yield** in drei Monaten ein Viertel seines Anteilswertes, die „**Euro High Yield**“ Fonds von **Fidelity** und **UBS** fast 30 %, der schon früher als offensives Investment einzustufende **ABN AMRO Global Emerging Markets Bond** ein Drittel seines Wertes. Und der **JP Morgan Global High Yield Fonds** verlor sogar 40 %.

Der Höhenflug der Staatsanleihen und der in sie investierenden Fonds basiert auf der Flucht der Anleger in die „sicheren Häfen“ und der hohen Liquidität dieser Papiere. Zweifellos sind hier auch viele Milliarden Euro nur „geparkt“ worden, um den weiteren Verlauf von Finanz- und Konjunkturkrise abzuwarten. Die jetzt dort noch erzielbaren Renditen sind unattraktiv und bergen zudem das Risiko, von Kursverlusten geschmälert zu werden – es sei denn, die Weltwirtschaft steuert auf eine ausgewachsene Deflation zu. Spätestens wenn sich die Zeichen aber mehren, dass den Notenbanken und Regierungen eine „Re-Inflationierung“ gelingt, sollte man die Gewinne bei Staatsanleihefonds mitnehmen.

## VERANSTALTUNGSKALENDER

### Veranstaltungshinweise des Kölner Börsenvereins (KBV)

Wenn nichts anderes angegeben ist, gilt grundsätzlich für alle Veranstaltungen, dass die Teilnahme auch für Interessenten **kostenlos** möglich ist.

Änderungen vorbehalten.



### Januar 2009

27. Januar 2009 (Dienstag):

#### **KBV- Workshop-Abend Januar 2009**

im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunsfeld

18.00 bis 18.30 Uhr **Workshop Marktanalyse**

Chartanalyse und Trendanalyse mit dem „M.A.M.A.“ – Modell

18.30 bis 19.00 Uhr **Workshop Aktienanalyse**

Fundamental-quantitative Bewertung von Aktien mit dem ProBot-Value-Modell

19.00 bis 19.15 Uhr *Pause, im Anschluss:*

27. Januar 2009 (Dienstag):

#### **▲ ACC ● ALPHA ■ Anlagesitzung Januar 2009**

im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunsfeld

19.15 Uhr bis 19.45 Uhr Report zum Portfolio

19.45 Uhr bis 20.30 Uhr Risikomanagement, Verkäufe und Stoploss

20.30 Uhr bis 21.15 Uhr Käufe und Stopbuy



### Februar 2009

17. Februar 2009 (Dienstag):

#### **KBV-Vorstandssitzung**

19.00 bis 21.00 Uhr im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunsfeld

KBV-Mitglieder, die an einer aktiven Mitarbeit interessiert sind, sind willkommen.





**18. Februar 2009 (Mittwoch):**

**KBV- Workshop-Abend Februar 2009**

im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunfeld



18.00 bis 18.30 Uhr **Workshop Marktanalyse**  
Chartanalyse und Trendanalyse mit dem „M.A.M.A.“ – Modell



18.30 bis 19.00 Uhr **Workshop Aktienanalyse**  
Fundamental-quantitative Bewertung von Aktien mit dem ProBot-Value-Modell

*19.00 bis 19.15 Uhr Pause, im Anschluss:*

**18. Februar 2009 (Mittwoch):**

**▲ ACC ● ALPHA ■ Anlagesitzung Februar 2009**

im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunfeld



19.15 Uhr bis 19.45 Uhr Report zum Portfolio

19.45 Uhr bis 20.30 Uhr Risikomanagement, Verkäufe und Stoploss

20.30 Uhr bis 21.15 Uhr Käufe und Stopbuy



---

**März 2009**

**10. März 2009 (Dienstag):**

**KBV-Vorstandssitzung**

19.00 bis 21.00 Uhr im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunfeld  
KBV-Mitglieder, die an einer aktiven Mitarbeit interessiert sind, sind willkommen.



**17. März 2009 (Dienstag):**

**KBV- Workshop-Abend März 2009**

im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunfeld



18.00 bis 18.30 Uhr **Workshop Marktanalyse**  
Chartanalyse und Trendanalyse mit dem „M.A.M.A.“ – Modell



18.30 bis 19.00 Uhr **Workshop Aktienanalyse**  
Fundamental-quantitative Bewertung von Aktien mit dem ProBot-Value-Modell

*19.00 bis 19.15 Uhr Pause, im Anschluss:*

17. März 2009 (Dienstag):

▲ ACC ● ALPHA ■ Anlagesitzung März 2009

im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunsfeld

19.15 Uhr bis 19.45 Uhr Report zum Portfolio

19.45 Uhr bis 20.30 Uhr Risikomanagement, Verkäufe und Stoploss

20.30 Uhr bis 21.15 Uhr Käufe und Stopbuy



---

## April 2009

07. April 2009 (Dienstag):

**KBV-Vorstandssitzung**

19.00 bis 21.00 Uhr im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunsfeld

KBV-Mitglieder, die an einer aktiven Mitarbeit interessiert sind, sind willkommen.



23. April 2009 (Donnerstag):

**KBV- Workshop-Abend April 2009**

im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunsfeld

18.00 bis 18.30 Uhr **Workshop Marktanalyse**

Chartanalyse und Trendanalyse mit dem „M.A.M.A.“ – Modell

18.30 bis 19.00 Uhr **Workshop Aktienanalyse**

Fundamental-quantitative Bewertung von Aktien mit dem ProBot-Value-Modell

19.00 bis 19.15 Uhr Pause, im Anschluss:

23. April 2009 (Donnerstag):

▲ ACC ● ALPHA ■ Anlagesitzung April 2009

im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunsfeld

19.15 Uhr bis 19.45 Uhr Report zum Portfolio

19.45 Uhr bis 20.30 Uhr Risikomanagement, Verkäufe und Stoploss

20.30 Uhr bis 21.15 Uhr Käufe und Stopbuy



27. April 2009 (Montag):

**„Investmentstammtisch“ des Vereins zur Förderung der Investmentidee e.V. (FVI)**

19.00 Uhr bei Drescher & Cie, Westerwaldstr. 10, 53757 Sankt Augustin

Kurzvorträge zur aktuellen Marktlage und „Fonds-Szene“. Interessenten sind willkommen.

**Mai 2009**

09. Mai 2009 (Samstag)

**5. Düsseldorfer Börsentag**

Details werden später bekannt gegeben

**Börse Düsseldorf**

Hier wird gehandelt

12. Mai 2009 (Dienstag):

**KBV-Vorstandssitzung**

19.00 bis 21.00 Uhr im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunsfeld

KBV-Mitglieder, die an einer aktiven Mitarbeit interessiert sind, sind willkommen.



18. Mai 2009 (Montag):

**KBV- Workshop-Abend Mai 2009**

im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunsfeld

18.00 bis 18.30 Uhr **Workshop Marktanalyse**

Chartanalyse und Trendanalyse mit dem „M.A.M.A.“ – Modell

18.30 bis 19.00 Uhr **Workshop Aktienanalyse**

Fundamental-quantitative Bewertung von Aktien mit dem ProBot-Value-Modell

19.00 bis 19.15 Uhr Pause, im Anschluss:

18. Mai 2009 (Montag):

**▲ ACC ● ALPHA ■ Anlagesitzung Mai 2009**

im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunsfeld

19.15 Uhr bis 19.45 Uhr Report zum Portfolio

19.45 Uhr bis 20.30 Uhr Risikomanagement, Verkäufe und Stoploss

20.30 Uhr bis 21.15 Uhr Käufe und Stopbuy



**Juni 2009**

09. Juni 2009 (Dienstag):

**KBV-Vorstandssitzung**

19.00 bis 21.00 Uhr im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunsfeld  
KBV-Mitglieder, die an einer aktiven Mitarbeit interessiert sind, sind willkommen.



16. Juni 2009 (Dienstag):

**KBV- Workshop-Abend Juni 2009**

im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunsfeld

18.00 bis 18.30 Uhr **Workshop Marktanalyse**

Chartanalyse und Trendanalyse mit dem „M.A.M.A.“ – Modell

18.30 bis 19.00 Uhr **Workshop Aktienanalyse**

Fundamental-quantitative Bewertung von Aktien mit dem ProBot-Value-Modell

*19.00 bis 19.15 Uhr Pause, im Anschluss:*

16. Juni 2009 (Dienstag):

**▲ ACC ● ALPHA ■ Anlagesitzung Juni 2009**

im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunsfeld



19.15 Uhr bis 19.45 Uhr Report zum Portfolio

19.45 Uhr bis 20.30 Uhr Risikomanagement, Verkäufe und Stoploss

20.30 Uhr bis 21.15 Uhr Käufe und Stopbuy

**BÖRSENKOMPASS GmbH, Eupener Str. 139, 50933 Köln**Geschäftsführung und Redaktion: **Dirk Arning**, Mitarbeit: **Holger Fiegl****WICHTIGER HINWEIS:**

**Der Inhalt ist ohne Gewähr, aber urheberrechtlich geschützt.** Inhalte dürften ohne Zustimmung der BÖRSENKOMPASS GmbH weder ganz noch teilweise weitergegeben oder anderen Personen als dem berechtigten Personenkreis zugänglich gemacht werden. Die Texte und Tabellen geben ausschließlich die persönliche Meinung des Autors wieder und beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Alle Hinweise dienen der aktuellen Information ohne Verbindlichkeit, begründen also kein Haftungsobligo. Sie stellen keine Anlageberatung und kein Angebot zum Kauf von Wertpapieren dar. Hinweis auf mögliche **Interessenskonflikte**: Der Autor handelt selbst auf eigene und auf fremde Rechnung in den genannten Wertpapieren.