

**B Ö R S E N**



# eXpress 5 / 2011

Publikation des Kölner Börsenverein e.V.

## **M.A.M.A.-Trendanalyse**

Aktienmärkte konsolidieren Aufwärtstrend

## **BörsenBericht**

Sell in May?

## **Krise, Krise, Krise: Welche Krise?**

Welche Krisen haben wir überhaupt?

Und wie kommen wir daraus?

## **Analysten-Einschätzungen**

Allianz, Bilfinger Berger, Celesio, Dt. Telekom, EOn, SMA

## **Fondsmanager-Einschätzungen**

zu Staatsschuldenkrise und Rohstoffen

## **Veranstaltungskalender**

Juni bis August 2011

Der Inhalt ist ohne Gewähr. Die Texte, Tabellen und Grafiken geben ausschließlich die persönliche Meinung des Autors wieder. 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

Die Aktienkultur ist in Deutschland unterentwickelt. Das zeigt das Verhältnis von Größe der Volkswirtschaft (Bruttoinlandsprodukt) zu Marktwert aller börsengehandelten Unternehmen. Deutschland kommt lediglich auf 46%. Alle börsengehandelten Unternehmen kosten zusammen also weniger als die Gesamtleistung der deutschen Volkswirtschaft in einem halben Jahr. In den USA liegt das Verhältnis bei 106%, Großbritannien kommt sogar auf 133%. Deutsche Investoren sind also nicht ausreichend am Wachstum deutscher Unternehmen beteiligt. Stattdessen legen sie ihr Geld weiterhin vor allem in festverzinslichen Anlagen an, obwohl Aktien – vor allem in Zeiten niedriger Zinsen – deutlich attraktiver sind. Dass Anleihen, wie stets behauptet wurde, eine höhere Sicherheit bieten, muss angesichts der aktuellen Schuldenkrisen für öffentliche Schuldner und Inflationsgefahren bezweifelt werden. Zu Aktien bzw. Aktienfonds gibt es weniger denn je eine Alternative.



Ihr

*Dirk Arning*

### Inhalt

	Seite
Inhalt _____	2
AKTUELLE M.A.M.A.-TRENDINDIKATIONEN _____	3
BÖRSENBERICHT MAI _____	4
KRISE: WELCHE KRISE? _____	5
AKTIEN PRO & CONTRA _____	8
Allianz _____	8
Bilfinger Berger _____	8
Celesio _____	8
Deutsche Telekom _____	8
E.ON _____	9
SMA Solar Technology _____	9
IMPRESSUM UND RECHTLICHE HINWEISE _____	9
FONDSMANAGER-EINSCHÄTZUNGEN _____	10
Kapitalmärkte im Schatten der Euro-Staatsschuldenkrise _____	10
Lustloser Aktienmarkt bei stockendem Aufschwung _____	11
Rohstoffe – Was ist geschehen und warum? _____	12
„Keine Gründe, die gegen Silber sprechen“ _____	13
VERANSTALTUNGSKALENDER _____	15
Juni 2011 _____	15
Juli 2011 _____	16
August 2011 _____	17

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

auf Basis der beobachteten Kursentwicklung  
bis Ende der **21. Kalenderwoche 2011 (27.05.2011)**  
Alle Angaben ohne Gewähr.



Der Mai brachte eine weitreichende Abschwächung der mittelfristigen Aufwärtstrends, so dass von einer Konsolidierung gesprochen werden muss. Ein neues Verkaufssignal gab es allerdings nur beim brasilianischen Bovespa Index. Am anderen Ende der Rangliste hielt das positive Momentum vor allem beim Nasdaq Biotech Index an.

Markt und Indexstand	Delta-MA	COMA	BreakOut	Trendstärke	Status / Signal	
NasdaqBiotech	1.122,62	+ 81 %	+ 74 %	+ 0 %	+ 42 %	long seit 49.KW 2010
MDax	10.694,09	+ 37 %	+ 53 %	- 5 %	+ 33 %	long seit 23.KW 2009
Russel 2000	836,26	+ 14 %	+ 56 %	+ 0 %	+ 21 %	long seit 30.KW 2009
NasdaqCompo.	2.796,86	+ 22 %	+ 44 %	- 5 %	+ 17 %	long seit 44.KW 2009
NasdaqInternet	317,38	+ 16 %	+ 38 %	- 5 %	+ 16 %	long seit 18. KW 2009
Dow Jones	12.441,58	+ 20 %	+ 39 %	- 5 %	+ 15 %	long seit 44.KW 2009
SET Bangkok	1.067,00	+ 16 %	+ 33 %	+ 0 %	+ 15 %	long seit 21.KW 2009
S&P 500	1.331,10	+ 17 %	+ 41 %	- 5 %	+ 14 %	long seit 44.KW 2009
Tec Dax	897,00	- 22 %	+ 23 %	- 15 %	+ 10 %	long seit 51.KW 2010
DAX	7.163,47	+ 12 %	+ 26 %	- 10 %	+ 10 %	long seit 22.KW 2009
JSE Top 40	29.147,00	+ 15 %	+ 33 %	+ 0 %	+ 9 %	long seit 21.KW 2009
CECE	2.232,19	+ 14 %	+ 27 %	+ 0 %	+ 9 %	long seit 30.KW 2009
Kospi Seoul	2.091,91	+ 2 %	+ 26 %	- 10 %	+ 8 %	long seit 18.KW 2009
SMI Zürich	6.489,32	+ 10 %	+ 7 %	- 5 %	+ 7 %	verkauft 11.KW 2011
FTSE London	5.938,87	+ 1 %	+ 20 %	+ 0 %	+ 7 %	long seit 44.KW 2009
TWI Taiwan	8.788,40	+ 16 %	+ 16 %	- 5 %	+ 6 %	long seit 17.KW 2009
HSCE	12.960,80	- 23 %	+ 12 %	+ 0 %	+ 4 %	long seit 41.KW 2010
STI Singapur	3.135,52	+ 8 %	+ 2 %	+ 0 %	+ 3 %	verkauft 11.KW 2011
CAC 40 Paris	3.950,98	- 12 %	+ 14 %	- 15 %	+ 1 %	long seit 02.KW 2011
DJ Stoxx 50	2.617,68	+ 3 %	+ 9 %	- 5 %	+ 1 %	long seit 51.KW 2010
HangSeng	23.118,07	- 16 %	- 8 %	- 15 %	- 2 %	long seit 39.KW 2010
ASX200 Sydney	4.760,30	- 28 %	- 8 %	- 15 %	- 4 %	long seit 02.KW 2011
RTX	2.613,22	- 47 %	+ 24 %	+ 0 %	- 5 %	long seit 48.KW 2010
EuroStoxx50	2.819,40	- 36 %	- 8 %	- 15 %	- 7 %	long seit 02.KW 2011
BSE Sensex	18.266,10	- 51 %	- 16 %	- 15 %	- 12 %	verkauft 08.KW 2011
IPC Mexico	35.819,20	- 38 %	- 17 %	+ 0 %	- 15 %	long seit 21.KW 2009
ATX Wien	2.746,90	- 39 %	- 15 %	- 50 %	- 21 %	long seit 48.KW 2010
Topix	824,90	- 38 %	- 18 %	- 50 %	- 27 %	long seit 01.KW 2011
Bovespa	64.294,00	- 60 %	- 23 %	+ 0 %	- 37 %	verkauft 18.KW 2011
Mittelwert		- 4 %	+ 17 %	- 9 %	+ 4 %	

## BÖRSENBERICHT MAI

Im April hatte sich die Kurserholung nach der japanischen Erdbeben-, Tsunami- und Atomkatastrophe zunächst fortgesetzt. Gleichzeitig hatte der US-Dollar gegen Euro deutlich verloren, was aus Sicht eines Euro-Anlegers die Ergebnisse von Investments außerhalb des Euro belastet hatte. Im Mai kehrte sich das nun wieder um: Die Überschuldung zahlreicher Euro-Mitgliedsländer brachte sich wieder in Erinnerung, was einerseits die Aktienkurse drückte, andererseits zu einer Dollar-Erholung führte. Beherrschendes Thema war die wachsende Notwendigkeit einer Umschuldung der griechischen Staatsschulden, was mit mehr oder weniger schmerzlichen Verlusten für die Gläubiger Griechenlands verbunden wäre. Dazu zählen vor allem europäische Banken und Versicherungen, so dass deren Aktien unter Druck blieben. Entsprechend schwach entwickelte sich im Mai der Euro-Stoxx-50: Der Index für Standardwerte aus der Eurozone fiel von über 3.000 Punkten Anfang Mai unter 2.800, womit sich der Markt wieder den Tiefs von Mitte März näherte. Allerdings fehlen dem Euro-Stoxx-50-Kursindex jetzt auch zahlreiche Dividendenzahlungen, die im Mai erfolgten und zu entsprechenden Kursabschlägen in den Kursen führen. Beim DAX-Performanceindex werden die gezahlten Dividenden dagegen eingerechnet, was allerdings eine ähnliche Entwicklung wie beim Euro-Stoxx nicht verhindern konnte: Der DAX fiel im Laufe des Mai von exakt 7.600 bis auf rund 7.100 Punkte. Auch die Leitbörsen in New York neigten im Mai zur Schwäche: Offenbar wurde die alte Börsenweisheit „Sell in May“ von vielen befolgt, denn das Zwei-Jahreshoch wurde exakt am ersten Handelstag im Mai markiert.

Kursgewinnen konnte dagegen die Rentenmärkte vermelden: Nach den hohen Kursverlusten wegen steigender Renditen seit September vergangenen Jahres hatte es im April eine Bodenbildung gegeben, auf die im Mai eine Gegenbewegung folgte: Die Renditen sanken leicht, was eine kleine Kurserholung brachte. Der REX Anleiheindex konnte immerhin gut ein Drittel seiner Verluste seit Sommer vergangenen Jahres gutmachen. Hinter der guten Entwicklung an den Rentenmärkten im Mai steht die Erwartung, dass die Notenbanken ihre Niedrig-Zins-Politik angesichts der Probleme fortsetzen müssen und die Weltkonjunktur ihren Zenit schon erreicht hat.

Dementsprechend waren auch die Rohstoffpreise in den ersten Maitagen deutlich abgerutscht, darunter Öl, wo sich ein Barrel der Sorte Brent von rund 126 auf zeitweilig kaum mehr als 105 Dollar verbilligte. Allerdings setzte sich der Preisrutsch der ersten Maiwoche im Monatsverlauf nicht fort. Vielmehr pendelten die meisten Rohstoffpreise dann seitwärts. Auch Gold und Silber hatten die scharfe Korrektur Anfang Mai zu spüren bekommen, stabilisierten sich aber im Verlauf des Monats.

## KRISE: WELCHE KRISE?

Trotz eines Wirtschaftsaufschwungs ist seit Jahren nur von Krise die Rede: Aus der sogenannten „Subprime-Krise“ wurde zunächst eine Banken-Krise und dann eine ausgewachsene Finanz-Krise. Seit gut einem Jahr macht die sogenannte Euro-Krise Schlagzeilen, die man korrekterweise aber eher als Staatsschuldenkrise bezeichnen müsste. Zudem ist von einer Systemkrise die Rede. In welcher Krise stecken wir nun wirklich? Und wie kommen wir heraus?

Was haben die genannten Krisen gemeinsam? Es sind Schuldenkrisen: Schulden zu machen, sich Geld (kurzfristig) bzw. Kapital (langfristig) zu leihen, ist im Wirtschaftsleben seit jeher normal und durchaus sinnvoll, wenn es in gesundem Umfang geschieht: Jemand, der mehr hat, als er gerade verbraucht, verleiht es an andere, die es gerade besser gebrauchen können und später zurückgeben. Damit ist allen Beteiligten geholfen. Und Kredit bzw. Leihe sind älter als die Erfindung des Geldes. Zum Problem (Krise) für alle Beteiligten wird das ganze, wenn der, der sich etwas geliehen hat, es nicht wie vereinbart zurückgibt: Der Darlehensgeber erleidet einen Verlust, sieht sich betrogen und macht dem Darlehensnehmer Ärger. Der hat damit das Problem, dass seine Kreditwürdigkeit schwindet: Niemand wird ihm noch etwas leihen, wenn erst bekannt ist, dass er es nicht zurückgibt. Diese einfachen Regeln galten in der Steinzeit, im Kindergarten und sie gelten auf den internationalen Kapitalmärkten.

Alle oben genannten Krisen lassen sich also ganz einfach verstehen, wenn man sich fragt: Wer hat wem wie viel geliehen? Und warum wird es nicht wie vereinbart zurückgezahlt? In der Subprime- und Bankenkrise stellte sich heraus, dass viele Banken ihre Kredite zum Kauf von Häusern und Wohnungen (vor allem in den USA und in Spanien) nicht zurück erhalten würden. Weil Banken nur zu rund 10 Prozent mit eigenem Kapital ausgestattet sind und zu rund 90 Prozent Geld anderer verleihen (was ja ihre Funktion ist), konnten die Banken ihrerseits ihren Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen: Bankenkrise mit Bankpleiten (am größten: Lehman Brothers) waren die Folge. Noch sind längst nicht alle Banken „über den Berg“, da eskaliert seit einem Jahr die Staatsverschuldungskrise: Die meisten Regierungen der alten, etablierten Volkswirtschaften (USA, Westeuropa und Japan) hatten es sich angewöhnt, jedes Jahr viel mehr Geld auszugeben als einzunehmen. Das kann man allerdings nur solange tun, solange man noch immer mehr Schulden anhäufen kann. Dass es dann auch gemacht wird, liegt in der Natur der Demokratie: Steuersenkungen und Subventionen machen Politiker beliebt, bringen Wählerstimmen; Steuererhöhungen und Subventionsstreichungen dagegen kosten Wählerstimmen. Wer zu viel davon macht, wird abgewählt. An die Regierung wird gewählt, wer Geld unter das Wahlvolk wirft; das war schon im Alten Rom so. Wo kommt das Geld her? Zunächst einmal gelten Staaten als gute Schuldner. Oft sind es die Bürger des eigenen Landes, die ihren Staaten das Geld direkt oder indirekt leihen. Mittel zum Zweck sind festverzinsliche Wertpapiere, meist sogenannte Staatsanleihen. Sie werden von Anlegern direkt gekauft oder von Banken und Versicherungen, womit die Bürger indirekt ihr Geld dem Staat leihen. Wer beispielsweise

eine kapitalbildende Lebensversicherung hat, investiert indirekt in Staatsanleihen. So gibt es eine Reihe von Ländern, der hohe Staatsschulden vom eigenen Volk finanziert wurden: Deutschland gehört dazu, aber auch beispielsweise Italien oder der hoch verschuldete japanische Staat. Die Behauptung, Japan sei hoch verschuldet ist also falsch. Die Japaner gehören zu den reichsten Völkern der Welt – und haben große Teile dieses Reichtums dem hoch verschuldeten Staat geliehen.

Wenn ein Staat seine Schulden überwiegend beim eigenen Volk hat, ist es letztendlich also nur eine Verteilungsfrage: Auf der gemeinsamen Rechnung (der „öffentlichen Hand“) stehen Schulden, auf der privaten Rechnung steht ein großes Vermögen. Auch das ist ein ganz normales Ergebnis: Die Menschen versuchen die Kosten möglichst auf den Staat abzuwälzen, also auf die Allgemeinheit (Die Kosten werden „sozialisiert“.), während sie versuchen, den Nutzen, den Gewinn privat für sich zu sichern (Nutzen bzw. Gewinn werden „privatisiert“.)

Wer heute die hohen Staatsschulden in Ländern wie den USA, Japan, aber auch Italien und Deutschland als ausweglose Krise beschreibt, übersieht, dass das Vermögen in diesen Ländern um ein Vielfaches höher ist als die angesammelte Staatsschuld. In Deutschland beträgt beispielsweise allein das Geldvermögen der Deutschen rund 5 Billionen Euro. Hinzu kommen etliche weitere Billionen an Immobilienbesitz und anderen Vermögenswerten. Nur ein Bruchteil davon würde reichen, um die gesamte öffentliche Verschuldung von gut 2 Billionen Euro zurückzuzahlen. Spätestens wenn die Obergrenze der Staatsverschuldung erreicht ist, wie es jetzt faktisch (und in den USA rechtlich) der Fall ist, müssen sich die Bürger dieser Länder fragen, wie viel Staat sie wollen und wie viel sie dafür zu zahlen bereit sind. Natürlich wird jeder seine Subventionen als unbedingt notwendig und sinnvoll verteidigen und sich vor den Finanzämtern arm rechnen, um möglichst nicht mehr Steuern zahlen zu müssen – aber es wird letztendlich eine Umverteilung von den Bürgern zum Staat geben, sei es durch Steuererhöhungen oder Ausgabenkürzungen. Es stehen uns also viele Jahre unerfreulicher Verteilungskämpfe bevor. (In Demokratien gehört das allerdings dazu. Also sollte man sich darüber freuen, dass der Verteilungskampf öffentlich ausgetragen und nicht in Hinterzimmern von Diktatoren entschieden wird.)

Schwieriger ist die Lage für Länder, die als Ganzes über ihre Verhältnisse gelebt haben. Seit nunmehr einem Jahr haben wir dafür vor allem das Beispiel Griechenland vor Augen. Weniger Jahre zuvor galt dies aber beispielsweise auch für Argentinien. Wenn jemand weniger produziert als er konsumiert, lebt er auf Kredit – es sei denn, ein anderer schenkt ihm den Unterschied. „Transferzahlungen“ nennt man das und ist innerhalb dieses Landes als Sozialhilfe oder „Hartz IV“ bekannt. Transferzahlungen entsprechen zwar dem Gerechtigkeitsempfinden der Zahlungsempfänger, nicht aber dem der Zahlenden. Letzterer erwartet zumindest Anstrengungen des Transferleistungsempfängers, an der Situation etwas zu ändern. Dies gilt auch für ganze Staaten: Wenn eine Volkswirtschaft weniger Güter produziert als ihre Einwohner insgesamt konsumieren, lebt das Land auf Kredit – es sei denn, es erhält Transferleistungen anderer Staaten. Irgendwann lässt sich die Lücke auch nicht mehr durch immer neue Schulden schließen. An diesem Punkt ist Griechenland angekommen.

Natürlich lässt sich das Rad weiter steigender Staatsschulden nicht immer schneller und weiter drehen. In der Geschichte haben Staaten oft genug ihre Schulden nicht zurückzahlen können. Auch Deutschland war in den vergangenen 200 Jahren siebenmal bankrott. Sobald die Gläubiger ein steigendes Risiko dafür sehen (wie in Griechenland seit einem Jahr), nimmt die Bereitschaft ab, dem Staat noch Geld zu leihen – und wenn, dann zu höheren Zinsen als Entschädigung für das höhere Risiko (Warum sollte jemand seit Geld Griechenland leihen, wenn er von Deutschland die gleichen Zinsen bekommt?). Dieses allzu verständliche Verhalten der Anleger wird von Politikern schon mal als „Angriff der Spekulanten“ bezeichnet.

Der Weg aus der Staatsschuldenkrise wird lang und schmerzhaft. Den größeren Teil müssen die Kreditnehmer leisten. Für die Staatshaushalte heißt es Sparen, Sparen, Sparen. Volkswirtschaftlich sinnvoll wäre der weitreichende Rückzug des Staates aus nicht hoheitlichen Aufgabengebieten und der geordnete Abbau aller Subventionen außer direkten Sozialtransfers. Statt mit Subventionen sollte der Staat, wenn es notwendig erscheint, mit Abgaben steuernd eingreifen: „Internalisierung negativer externer Effekte“ ist das entsprechende Stichworte für Volkswirte. CO<sub>2</sub>-Abgaben sind ein gutes Beispiel dafür. Die Übergangsphase darf ähnlich dem Atomausstieg langfristig angelegt werden. Schon ernsthafte Absichten zur Sanierung der öffentlichen Budgets werden vom Kapitalmarkt umgehend gewürdigt und mit niedrigen Zinsen belohnt.

Im Falle Griechenlands erwartet der Kapitalmarkt zudem einen Beitrag der Gläubiger. Das ist an den Kursen der griechischen Staatsanleihen ablesbar, die wohl nicht pünktlich zum Nennwert zurückgezahlt werden. Der BÖRSENKOMPASS prognostiziert für Griechenland mit Fälligkeiten nach 2013 zumindest eine zwangsweise Verlängerung der Laufzeiten. Dies kommt zwar finanzmathematisch einem Verlust gleich, ist aber emotional leichter zu verkraften. Und da die Kurse der Anleihen ohnehin schon weit unter ihren Nennwert gefallen sind, werden sich die Schockwellen, die von einem solchen „soft haircut“ ausgehen, in Grenzen halten.

Der Austritt Griechenlands aus der Eurozone würde für sich betrachtet den Schuldenberg nicht kleiner, sondern größer werden lassen: Eine neue griechische Drachme würde gegen Euro stark an Wert verlieren, so dass die Euro-Schulden in Drachme gerechnet explodieren würden. Ein Austritt würde deshalb nur in Verbindung mit weitreichenden Umschuldungen Sinn machen. „Umschuldung“, das sollte man in diesen Zeiten wissen, ist das politisch korrekte Wort für „teilweisen Schuldenerlass“ und „Haircut“ für „Anleihen werden nicht wie vereinbart zurückgezahlt“.

So der so: Die Krise bleibt uns für lange Zeit erhalten. Es geht um die schmerzhafteste Erkenntnis, dass ein „Weiter-So“ nicht länger funktioniert: Auch Staaten können nicht immer mehr Geld ausgeben als sie einnehmen. Tröstlich: Eine Krise steht stets am Ende einer Fehlentwicklung. Die Fehler wurden gemacht, als alle glaubten, es gäbe dieses Problem nicht. Jetzt ist die Erkenntnis, dass man solide Haushalte muss, endlich bei (den meisten) Politikern angekommen (Gegenbeispiele gibt es immer noch, siehe Landesregierung NRW).

## AKTIEN PRO & CONTRA

In dieser Rubrik veröffentlichen wir Einschätzungen von Kapitalmarktexperten zu Aktien, die sich im ACC Alpha select Portfolio oder auf dessen WatchList befinden. Die Meinung muss nicht mit der Auffassung der Redaktion übereinstimmen und stellt keine Anlageberatung dar.

### Allianz

Die **Commerzbank** hat die Einstufung für Allianz nach endgültigen Zahlen auf 'Add' mit einem Kursziel von 111,00 Euro belassen. Europas größter Versicherer habe 'solide Zahlen' für das erste Quartal vorgelegt, schrieb Analyst Roland Pfänder in einer Studie. Die Schaden-Kosten-Quote habe im Vergleich zu seiner Schätzung leicht positiv überrascht.

### Bilfinger Berger

Die **Commerzbank** hat Bilfinger Berger auf 'Buy' mit einem Kursziel von 72,00 Euro belassen. Der Baudienstleister habe seine Erwartungen und die des Marktes im ersten Quartal erfüllt, schrieb Analyst Norbert Kretlow in einer Studie. Positiv hob der Analyst aber die deutlich besser als von ihm erwartete Auftragsentwicklung hervor. Insgesamt werte er das Auftaktquartal moderat positiv.

### Celesio

Die **WestLB** hat die Einstufung für Celesio nach Zahlen auf 'Neutral' belassen. Umsatz und operatives Ergebnis (EBITDA) seien im ersten Quartal etwas schlechter als von ihm erwartet ausgefallen, schrieb Analyst Mark Belsey in einer Studie.

### Deutsche Telekom

**Nomura** hat Deutsche Telekom nach Quartalszahlen auf 'Neutral' mit einem Kursziel von 12,40 Euro belassen. Das organische Wachstum sei insgesamt zwar etwas zurückgegangen, doch habe sich das Deutschland-Geschäft sehr gut entwickelt, schrieb Analyst James Britton in einer Studie. In den anderen europäischen Märkten habe der Telekommunikationskonzern immer noch unter Druck gestanden. Unterdessen werfe das erneut schwache Abschneiden von T-Mobile USA ein positives Licht auf den geplanten Verkauf dieser Sparte an AT&T. Das Votum bleibe derweil 'Neutral', weil der Kurs die begrenzten Wachstumsperspektiven angemessen widerspiegele.

## E.ON

Die **Commerzbank** hat die Einstufung für Eon nach Zahlen und einem gesenkten Ausblick auf 'Hold' mit einem Kursziel von 22,00 Euro belassen. Die Ergebnisse des ersten Quartals seien im Rahmen der Erwartungen ausgefallen, schrieb Analytistin Tanja Markloff in einer Studie. Sowohl der Rückgang des bereinigten Gewinns vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) als auch der rückläufige bereinigte Nettogewinn seien von ihr und vom Markt erwartet worden. Ihre Prognosen für das Jahr 2011 lägen indes am unteren Ende des neuen Eon-Ausblicks.

Die französische Investmentbank **Exane BNP Paribas** hat das Kursziel für Eon nach Zahlen von 28,00 auf 26,00 Euro gesenkt, die Einstufung jedoch auf 'Outperform' belassen. Der Gewinn des Versorgers vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) habe im ersten Quartal leicht unter den Markterwartungen gelegen, schrieb Analyst Benjamin Leyre in einer Studie. Das neue Kursziel spiegele die Ausschüttung der Dividende am 6. Mai sowie die höheren Minderheitenanteile beim Gewinn wider.

## SMA Solar Technology

Die **Commerzbank** hat die Einstufung für SMA Solar auf 'Add' mit einem Kursziel von 95,00 Euro belassen. Das erste Quartal des Solartechnik-Herstellers sei deutlich stärker ausgefallen, als er nach dem miserablen Ausblick im vierten Quartal gedacht habe, schrieb Analyst Ben Lynch in einer Studie. Die Prognose sei bestätigt worden und erscheine nun leichter erreichbar als zuvor. Das Papier könne nun positiv reagieren, wenn auch nicht übermäßig stark.

## IMPRESSUM UND RECHTLICHE HINWEISE

**BÖRSENKOMPASS** GmbH, „Bull-Haus“, Wiener Platz 2, 51065 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.

## FONDSMANAGER-EINSCHÄTZUNGEN

In dieser Rubrik veröffentlichen wir aktuelle Einschätzungen von Kapitalmarktexperten und Fondsmanagern. Deren Meinung muss nicht mit der Auffassung der Redaktion übereinstimmen.

### Kapitalmärkte im Schatten der Euro-Staatsschuldenkrise

*„Die Wachstumsschere zwischen den einzelnen EU-Staaten klappt immer weiter auseinander“, schreibt Hannes Zipfel, Chefökonom und Vorstand der VSP AG, in seiner Publikation „Finanzmärkte aktuell: Konjunktur, Märkte, Portfolio“. „Während die deutsche Wirtschaft unaufhörlich wächst, mehren sich konjunkturelle Hiobsbotschaften in anderen europäischen Staaten. Wir gehen davon aus, dass Länder wie Griechenland, Portugal, Spanien, Irland und Italien im ersten Quartal 2012 in eine neue Rezession verfallen werden.“*



Sehr robuste Auftragseingänge bei der deutschen Industrie sowie eine hohe Nachfrage aus rohstoffexportierenden Ländern nach hochwertigen, deutschen Gütern und Dienstleistungen stärken die hiesige Konjunktur derzeit besonders. Griechenland, Portugal, Spanien, Irland und Italien dagegen stehen unter massivem Sparzwang, wodurch das bereits schwache Wachstum weiter gedämpft wird. *„Die jüngste Leitzinserhöhung der Europäischen Zentralbank (EZB) um 0,25 Prozent auf 1,25 Prozent hemmt das Wachstum hochverschuldeter Länder aufgrund der höheren Kreditkosten zwar zusätzlich. Weitere Zinsschritte wären allerdings notwendig, um die bereits stark gestiegenen Inflationsraten in der Eurozone wirksam zu bekämpfen“,* so Zipfel. *„Die EZB kann nur hoffen, dass die Inflation nicht gänzlich aus dem Ruder läuft.“*

### Aktien bleiben mittelfristig attraktiv

*„Die Aktienmärkte befinden sich in einem extremen Spannungsfeld zwischen anhaltend expansiver Geldpolitik und steigenden Unternehmensgewinnen einerseits sowie steigenden Zinsen, explodierenden Rohstoffpreisen und dadurch sinkenden Unternehmensgewinnen andererseits. Sollte sich das weltweite Wachstum tatsächlich stärker abkühlen und Staatsbankrotte drohen, dürften die Notenbanken ihre Geldpolitik weiter lockern und noch höhere Inflationsraten in Kauf nehmen. Aktien bleiben daher mittelfristig attraktiv“,* sagt Zipfel.

### Zinsen & Anleihen: Kaum Argumente für Staatsanleihen

Die steigende Inflation, der Zinserhöhungsdruck, desolante Staatsfinanzen sowie die reale Gefahr von Staatsbankrotten – alles Argumente, die gegen staatliche, festverzinsliche Wertpapiere auch auf höheren Renditeniveaus sprechen. Lediglich eine mögliche Konjunkturabkühlung könnte Marktteilnehmer dazu veranlassen, die niedrigeren Kurse bei solideren Staatsanleihen für Käufe zu nutzen.

### Devisen: Probleme in den USA lenken von Euro-Schwäche ab

*„Die aktuelle Euro-Stärke stufen wir als temporär ein“,* sagt Zipfel. *„Denn momentan werden die Probleme in den USA stärker wahrgenommen als die in Europa. Es ist wahrscheinlicher, dass die Haftungsgemeinschaft Eurozone aufgrund drohender Staatsbankrotte einiger*

*Mitgliedsstaaten zerfällt, als dass die USA Bankrott gehen. Und selbst dann würde der US-Dollar fortbestehen“, so Zipfel weiter. Der Spielraum der EZB, die Kaufkraft des Euro durch Zinserhöhungen zu verteidigen, ist in Anbetracht der Schuldenlast in Europa begrenzt.*

### **Rohstoffe: Angst vor Inflation lässt Rohstoffpreise weiter steigen**

*„Wir gehen davon aus, dass die globale Geldpolitik zur Bewältigung der Finanz- und Schuldenkrise so expansiv bleibt wie bisher. Dadurch wird die Investorennachfrage die Rohstoffpreise unabhängig vom realwirtschaftlichen Bedarf weiter beflügeln“, erläutert Zipfel. Die Angst vor einer stark zunehmenden Inflation treibt darüber hinaus immer mehr Kapital in die knappen Ressourcen und verstärkt so den Teuerungseffekt.*

### **Edelmetalle: Nachfrage nach physischem Gold und Silber hält trotz Rekordpreisen an**

*„Im Zuge der unvermeidlichen Eskalation der globalen Schuldenkrise rechnen wir mit einer signifikant steigenden Bedeutung der Rohstoffwährungen Gold und Silber als vertrauenswürdige Alternative zum staatlich sanktionierten Kreditgeld“, sagt Zipfel. Der US-Bundesstaat Utah hat jüngst bereits Gold- und Silbermünzen neben dem US-Dollar als legales Zahlungsmittel eingeführt. Dreizehn weitere US-Bundestaaten wollen die zwei Edelmetalle als offizielle Parallelwährungen durchsetzen. „Die Nachfrage nach physischen Edelmetallen hält trotz Rekordpreisen an“, so Zipfel weiter.*

### **Lustloser Aktienmarkt bei stockendem Aufschwung**

*„In einem eher lustlosen Aktienmarkt bei stockendem Aufschwung ziehen wir Nordamerika und die Schwellenmärkte Europa vor“, sagt Léon Cornelissen, Chefvolkswirt Research von Robeco Asset Management. Cornelissen erläutert in seinem Marktausblick, welchen Einfluss die geldpolitischen Maßnahmen der wichtigsten Schwellenmärkte auf das weltweite Wirtschaftswachstum bzw. die Inflationsrisiken haben. Zusätzlich bewertet der Chefvolkswirt von Robeco die Situation an den Aktienmärkten und schätzt ein, welche Regionen und Sektoren für Anleger attraktiv bleiben. Mit Blick auf die sozialen Unruhen im Nahen Osten gibt der Robeco-Experte einen Ausblick für die Preisentwicklung bei Rohstoffen. Die wichtigsten Punkte:*



*Das globale Wirtschaftswachstum scheint an Fahrt zu verlieren. Einige der wichtigsten Schwellenmärkte haben auf die Inflation reagiert und ihre Zentralbanken haben Sparmaßnahmen eingeleitet, die die Erwartungen übertreffen.*

*Man sollte in den kommenden Monaten nicht zu sehr auf Aktien setzen, obwohl wir der Meinung sind, dass Risikoprämien über einen Zeitraum von zwölf Monaten positiv ausfallen werden. Der Unterschied bei den Ertragskorrekturen zwischen zyklischen Sektoren und ihren eher defensiven Gegenstücken wird geringer. Das ist ein weiterer Indikator dafür, dass positive Überraschungen im Verlauf dieses Wirtschaftszyklus immer unwahrscheinlicher werden.*

*Im Aktienbereich ziehen wir Nordamerika und die Schwellenmärkte Europa vor. Die Ertragskorrekturen in beiden Regionen fallen besser aus. Darüber hinaus sind die Konsumenten in den USA endlich wieder aktiv und die Exporte werden von der Schwäche des Dollars profitieren. Auf den Schwellenmärkten sind die Inflationsrisiken in den Griff zu bekommen, nachdem Sparmaßnahmen eingeleitet wurden und die Lebensmittelpreise zurückgehen – bei gleichzeitig gesunden Staatsfinanzen.*

*Wir haben eine leichte Präferenz für zyklische und defensive Sektoren im Vergleich zum Finanzbereich. Seit geraumer Zeit sind die Ertragsentwicklungen im zyklischen Bereich robuster ausgefallen als in anderen Sektoren. Die Wachstumsraten beim Ertrag und die geänderten Ertragsschätzungen haben sich angenähert. Der Finanzbereich wäre bei einer möglichen Restrukturierung der Schulden in der Eurozone am ehesten gefährdet.*

*Die Unternehmensanleihen sind vom Rückgang der Wirtschaft nicht betroffen. Wir glauben, dass es noch weiteren Spielraum für die Einengung der Spreads gibt, wenn man die geringen Ausfallquoten und die Verbesserung der Kreditqualität berücksichtigt.*

*Die Aussichten für die Rohstoffpreise bleiben langfristig gut. Kurzfristig werden die Aussichten jedoch vom Nachlassen der sozialen Unruhen im Nahen Osten beeinflusst. Außerdem werden die Produktionslevels vermutlich auch von ihrem historischen Hoch zurückgehen, was weiteren Druck auf die Preise ausüben könnte.*

## **Rohstoffe – Was ist geschehen und warum?**

von John Ventre, Portfoliomanager, leitender Manager des Skandia Diversified Fund. Derzeit verwaltet er für die SIG ein Fondsvermögen von rund 2,1 Milliarden britischen Pfund..

*Die hohe Volatilität an den Rohstoffmärkten in letzter Zeit hat einige Anleger dazu veranlasst, sich fluchtartig zurückzuziehen. Rohstoffmärkte sind von Natur aus recht spekulativ. Die jüngsten Marktaktivitäten haben deutlich gemacht, dass zu viele Anleger in den gleichen Positionen engagiert waren – der klassische Fall eines „Herdentriebs“. In der Vergangenheit konnten wir derartige Blasen am Rohstoffmarkt über die Daten der CFTC erkennen, die auf den obligatorischen Erhebungen der US Commodity Futures Trading Commission basieren. Heutzutage findet jedoch ein größerer Teil der Transaktionen im Freiverkehr statt, so dass die CFTC-Daten mittlerweile weniger aufschlussreich sind.*

*Für die Korrektur an den Rohstoffmärkten gab es einige triftige Gründe: Die Konjunkturdaten in den USA fielen erheblich schwächer aus als erwartet und die erforderliche Margendeckung auf die sehr gefragten, spekulativen Positionen in Silber stieg dramatisch. Das setzte Spieler mit höherem Leverage unter Druck. Trotzdem waren viele Marktteilnehmer schockiert, wie stark und wie schnell sich die Lage an den Rohstoffmärkten ändern kann. Stop-Loss-Limits wurden ausgelöst und die Anleger beeilten sich, ihre Risiken zu reduzieren. Viele Teilnehmer erachten Rohstoffe als sichere, inflationsgeschützte Anlage in einem Umfeld, in dem die Geldmarkttrenditen nach wie vor weit unter der Inflationsrate liegen. Die jüngsten Ereignisse rufen indes in Erinnerung, dass Rohstoffe eine volatile Anlage sind und nicht als Alternative zu Geldmarktanlagen erachtet werden sollten.*

Was nun?

Die fundamentale These hinter der Erwartung höherer Rohstoffpreise bleibt intakt:

- Mittelfristig wird die Nachfrage aus den Emerging Markets nicht nachlassen, auch wenn steigende Zinsen das kurzfristige Interesse eindämmen sollten.
- Das Rohstoffangebot ist unterdessen alles andere als unbegrenzt. Die Grenzkosten der Produktion (beispielsweise die Förderkosten eines weiteren Barrel Rohöl aus einer existierenden Quelle) steigen. Die Explorationskosten im Rohstoffsektor steigen sogar noch viel schneller, da die Erschließung neuer Felder und Minen kostspieliger ist als der Betrieb ausgebaute Förderstellen, deren Fördermenge geringer ausfällt.

Wie können Anleger diesen Trend nutzen?

Aufgrund der bereits erwähnten Kosten von Produktion bzw. Exploration ziehen wir physische Rohstoffe den Rohstoffunternehmen vor. Das Geschäft von Energie- und Bergwerksunternehmen, vor allem den größeren unter ihnen, besteht generell aus dem Verkauf von Gütern, die ihnen allmählich ausgehen. Weniger stabile Unternehmen, die zum Überleben auf Akquisitionen angewiesen sind, können sich als klassische Wertfalle erweisen.

Investitionen in Agrarrohstoffe können dagegen auf lange Sicht problematisch sein, da durch eine Intensivierung des Anbaus stets ein neues Angebot erzeugt werden kann. Es ist auch nie abzusehen, wann das Angebot durch eine neue Technologie wie den ertragsstarken Mexikoweizen revolutioniert wird, der Norman Borlaug 1970 den Friedensnobelpreis einbrachte. Wir ziehen deshalb Agrarunternehmen vor, die ihre Gewinne über Produktion oder Transport erzielen. Denn obwohl die Nachfrage nach Nahrungsmitteln mit dem Aufkommen der Mittelschicht in den Emerging Markets mit Sicherheit weiter wächst, besteht keine Sicherheit über den Fortbestand des hohen Preisniveaus.

### „Keine Gründe, die gegen Silber sprechen“

Nico Baumbach, Fondsmanager bei der Hansainvest Hanseatische Investment-GmbH, nimmt in einem aktuellen Marktkommentar Stellung zu den jüngsten Entwicklungen des Silberpreises. Baumbach ist verantwortlicher Fondsmanager für die beiden Edelmetallfonds der Hansainvest: HANSAgold und HANSAwerte.



„Silber ist seit Jahresanfang das interessanteste aller Edelmetalle“, sagt Nico Baumbach, Fondsmanager bei der Hamburger Kapitalanlagegesellschaft Hansainvest Hanseatische Investment-GmbH. „Denn Silber befindet sich in einem starken Aufwärtstrend. Zwar hat das Edelmetall in der ersten Maiwoche mit minus 28,8 Prozent ordentlich Federn lassen und damit den größten Verlust innerhalb einer Woche seit 1975 verbuchen müssen. Aber der

*Silberpreis hat seit August letzten Jahres um rund 185 Prozent zugelegt. Ein Einbruch um knapp 30 Prozent ist zwar deutlich, bringt jedoch den Aufwärtstrend noch nicht in Gefahr. Im Gegenteil, eine Korrektur war überfällig und allen Marktteilnehmern musste klar sein, dass diese drastisch ausfallen würde, wenn sie kommt. Sie bietet eine gute Gelegenheit, weiteres Silber zu kaufen.“*

Fondsmanager Baumbach sieht vor allem regulatorische Änderungen als Auslöser für den starken Kurssturz bei Silber. *„Die US-amerikanische Rohstoff-Börse Comex hat seit Anfang Mai insgesamt fünf Mal die Silber-Margin um insgesamt rund 80 Prozent erhöht“,* so Baumbach. Als Margin wird die Sicherheitsleistung bezeichnet, die Anleger bei Termingeschäften in bar hinterlegen müssen. Das heißt: Durch die Erhöhung wurde es teurer, Termingeschäfte auf Silber abzuschließen. *„Eine Vielzahl von Spekulanten wurde durch die Margin-Erhöhungen vorerst aus dem Markt getrieben“,* so Baumbach. *„Eine derartige Entwicklung begrüße ich. Sind viele Spekulanten im Markt, ist das Schwankungspotenzial grundsätzlich größer. Das gilt umso mehr für Silber. Denn dieser Markt ist sehr viel kleiner als beispielsweise der Goldmarkt. Setzt der Silberpreis jedoch zum nächsten Höhenflug an, werden die Spekulanten sicherlich zurückkehren. Viele Investoren, insbesondere die langfristig orientierten, nutzen zudem das aktuell niedrigere Niveau zum Einstieg.“*

Grundsätzlich sieht Baumbach mittel- bis langfristig bisher keine Gründe, die gegen das weißglänzende Edelmetall sprechen. *„Es gibt zwar keine physischen Engpässe mehr wie zu Beginn des Jahres. Damals ist sogar die äußerst seltene Situation eingetreten, dass die Future-Kurse günstiger waren als der Kassapreis von Silber. Das heißt, die Marktteilnehmer waren davon ausgegangen, dass die Preise von Silber in der Zukunft tendenziell sinken werden“,* so Baumbach. *„Das Edelmetall ist jedoch nach wie vor begehrt – sowohl von industrieller Seite als auch von Seiten privater Anleger. Die anziehende Konjunktur spricht vor allem für eine steigende Nachfrage seitens der Industrie. Gleichzeitig gibt es immer noch ausreichend Probleme in der Welt, so dass Anleger weiterhin auf der Suche nach Sachwerten sind. Sie haben Silber mittlerweile als Alternative zu Gold entdeckt. So gesehen ist die derzeitige Bewertung von Silber damit gerechtfertigt.“* Dass der Silberpreis nach dem Einbruch Anfang Mai sofort wieder gestiegen ist, verwundert Baumbach daher nicht: *„Ich halte es durchaus für möglich, dass wir die Höchststände bei Silber dieses Jahr nochmals sehen werden. Noch ist die Schwankungsbreite zwar relativ hoch. Daher würde ich einen weiteren Kursverfall nicht ausschließen. Mittel- und langfristig bleibe ich für Silber jedoch positiv gestimmt.“*

## 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.



### Juni 2011

07. Juni 2011 (Dienstag):

#### **KBV-Vorstandssitzung**

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

19.00 Uhr „Projekte & Events“, anschließend administrativer Teil

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



08. Juni 2011 (Mittwoch):

„**Börsenwelt**“: Auf der Suche nach dem besten Fondsmanager?

Referent: Andreas Beys, SAUREN

19.30 Uhr im Hörsaal XXIII im WISO-Gebäude, Universität Köln



14. Juni 2011 (Dienstag):

#### **KBV- Workshop-Abend Juni 2011**

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

18.00 bis 18.45 Uhr **Workshop Marktanalyse**

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

18.45 bis 19.30 Uhr **Workshop Aktienanalyse**

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



*Pause*

14. Juni 2011 (Dienstag):

▲ ACC ● ALPHA ■ Anlagesitzung Juni 2011

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



21. Juni 2011 (Dienstag):

**DSW-Anlegerforum in Köln**

18.30 Uhr im Hotel InterConti

KBV-Mitglieder erhalten eine gesonderte Einladung per E-Mail.

---

## Juli 2011

12. Juli 2011 (Dienstag):

**KBV-Vorstandssitzung**

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

19.00 Uhr „Projekte & Events“, anschließend administrativer Teil

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



21. Juli 2011 (Donnerstag):

**KBV- Workshop-Abend Juli 2011**

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



18.00 bis 18.45 Uhr **Workshop Marktanalyse**

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



18.45 bis 19.30 Uhr **Workshop Aktienanalyse**

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

*Pause*

21. Juli 2011 (Donnerstag):

▲ ACC ● ALPHA ■ Anlagesitzung Juli 2011

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



---

**August 2011**

16. August 2011 (Dienstag):

**KBV- Workshop-Abend August 2011**

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



18.00 bis 18.45 Uhr **Workshop Marktanalyse**

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



18.45 bis 19.30 Uhr **Workshop Aktienanalyse**

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

*Pause*

16. August 2011 (Dienstag):

**▲ ACC ● ALPHA ■ Anlagesitzung August 2011**

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



23. August 2011 (Dienstag):

**KBV-Vorstandssitzung**

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

19.00 Uhr „Projekte & Events“, anschließend administrativer Teil

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

