

## STRATEGIE



Zinsen werden steigen

Von Joachim Fels

Während die Europäische Zentralbank in diesem Jahr den Leitzins unverändert bei 3,25 % gehalten hat, sind die Zinserwartungen am Geldmarkt und mit ihnen die Renditen an den Anleihenmärkten seither Achterbahn gefahren. Nach unserer Auffassung ist es am Wahrscheinlichsten, dass im nächsten Jahr die Zinsen wieder steigen, und zwar um mehr, als die Zinsterminmärkte derzeit einpreisen. Auf mittlere Sicht sollten deshalb auch die Renditen für zehnjährige Bundesanleihen wieder in Richtung 5 % und etwas darüber steigen. Die Achterbahnfahrt an den Zinsmärkten wird sich also fortsetzen.

Mit der Erwartung sinkender Leitzinsen hat dieses Jahr begonnen. Diese schlug dann aber schon im Frühjahr in die Erwartung steigender Zinsen um, als die Inflationsraten und die Lohnabschlüsse nach oben überraschten. Zeitweise prägte der Markt sogar Zinserhöhungen um bis zu 100 Basispunkte bis Ende dieses Jahres ein.

Dann gingen die Aktienmärkte auf Talfahrt und mit ihnen die Zinserwartungen sowie die Renditen für Staatsanleihen. Und nach einer kurzen Phase, in der der Markt sogar eine Zinssenkung vor Jahresende erwartete, sieht der Geldmarkt den Leitzins derzeit unverändert bis ins nächste Jahr hinein.

Der Leitzins in der Euro-Zone dürfte tatsächlich im weiteren Jahresverlauf unverändert bleiben. Die Inflationsaussichten für das kommende Jahr haben sich verbessert, und die Konjunkturperspektiven haben sich eingetrübt. Zinserhöhungen passen nicht in das derzeitige von vielen Unsicherheiten geprägte Umfeld. Dagegen kann man Zinssenkungen nicht ganz ausschließen, etwa wenn es zu einem erneuten Rückfall in die Rezession in den USA kommen sollte oder wenn der Euro stark steigt. Beides ist aber unwahrscheinlich.

Allerdings zeigt die Erfahrung der letzten Jahre, das auch bei zunächst unverändertem Leitzins die Zinserwartungen wieder kräftig in Bewegung kommen könnten, und zwar auch nach oben. Das Geldmengenzuwachs ist nach wie vor üppig, eine Fortsetzung des Konjunkturaufschwungs, wenn auch langsamer als ursprünglich erwartet, ist nach wie vor der wahrscheinlichste Fall, und auch die Aktienmärkte könnten allmählich ihren Boden gefunden haben.

JOACHIM FELS ist Volkswirt bei Morgan Stanley in London.

## NACHRICHTEN

**VW begibt Benchmark-Bond**  
Volkswagen wird in dieser Woche eine neue Anleihe platzieren. Das Volumen wird nach Informationen aus Finanzkreisen rund 1 Mrd. € betragen und damit Benchmark-Status haben. Die Papiere werden in etwa fünf Jahren fällig. Konsortialführer sind Barclays Capital, Commerzbank und Société Générale. Die Rating-Agenturen Standard & Poor's und Moody's stufen die Kreditqualität von VW mit „A+“ und „A1“ ein, der Rating-Ausblick ist jeweils stabil. Analysten versprechen sich von der Emission einen Anstoß für den Corporate-Bond-Markt in der Euro-Zone. In den USA ist der Markt bereits auf Touren gekommen. General Motors emittierte am Donnerstag zwei Anleihen über insgesamt 2,5 Mrd. \$.  
Bloomberg

## China verschärft Regeln

Die Börsenaufsicht (CSRC) und die Währungsbehörde (SAFE) in China haben die Regelungen bei Aktienemissionen und bei der Veräußerung von Aktien verschärft. Ab 1. September müssen chinesische Unternehmen die Emissionserlöse von im Ausland notierten Aktien innerhalb von 30 Tagen zurück nach China transferieren. Bisher galt diese Regelung nur bei Börsengängen, nicht aber für Zweitlistings. Die Firmen müssen außerdem vor Aktienrückkäufen die Genehmigung der CSRC einholen und die Transaktion bei der SAFE anmelden. Die Regeln betreffen auch chinesische Aktionäre, die im Ausland notierte Aktien verkaufen.  
Reuters

# Treffsicherheit der US-Analysten lässt nach

Studie nennt neue Regeln des Informationsaustausches zwischen Firmen und Banken als Grund · Branchen unterschiedlich betroffen

Von Ina Bauer, Berlin

In den USA hat die Treffsicherheit der Gewinnprognosen, die Analysten für einzelne Unternehmen abgeben, abgenommen. Der Grund ist die stärkere Regulierung der Kommunikation zwischen Analysten und deren betreuten Unternehmen. Das hat eine Untersuchung ergeben, die Anup Agrawal und Sahiba Chadha von der University of Alabama am Freitag auf der Jahrestagung der European Finance Association in Berlin vorgestellt haben.

Der Verband ist ein Zusammenschluss von Akademikern, die weltweit in den Bereichen Kapitalmärkte, Unternehmensfinanzierung und Banken lehren und forschen.

Der ehemalige Chef der US-Börsenaufsicht Securities and Exchange Commission (SEC) Arthur Levitt hatte im Oktober 2000 die so genannte „Regulation Fair Disclosure“ (RegFD) eingeführt, damit die Unternehmen alle Investoren gleichzeitig über kursrelevante Ereignisse informieren. Sollte eine Firma versehentlich noch unbekannte Informationen an einen Analysten weitergeben, muss sie umgehend die Öffentlichkeit informieren.

## Höhere Bandbreite bei Prognosen

Zuvor war es gängige Praxis, dass Unternehmen durch Einzelgespräche mit von ihnen ausgewählten Analysten die Börse auf bevorstehende Veröffentlichungen vorbereiteten. Sie nutzten die Aktienexperten als Filter, durch den sie langsam die neuen Informationen in den Markt durchsickern ließen.

Agrawal und Chadha haben in ihrer Untersuchung die auf FirstCall/Ibes verfügbaren Gewinnprognosen



Die Einführung der RegFD war eine der wichtigsten Reformen von Arthur Levitt

Der ehemalige SEC-Chef Arthur Levitt wurde im August 2001 von Harvey Pitt abgelöst

von US-Analysten untersucht und deren Treffsicherheit relativ zum Abschneiden der Kollegen ermittelt. Dabei haben sie das letzte Quartal 2000 und die beiden ersten Quartale letzten Jahres herangezogen. Die Ergebnisse haben sie mit den Resultaten der jeweiligen Dreimonatszeiträume in den drei bis fünf Jahren vor Einführung der RegFD verglichen.

Neben der abnehmenden Treffsicherheit der Gewinnprognosen haben Agrawal und Chadha festgestellt, dass sich die Vorhersagen verschiedener Analysten für die Ergebnissen-

wicklung eines Unternehmens in einer größeren Bandbreite bewegen als vor der neuen Regelung.

Dabei schließen die beiden Akademiker aus, dass dieser Effekt zum großen Teil der seit März 2001 herrschenden Wirtschaftsabschwächung zuzuschreiben sei. Verluste seien zwar schwerer vorherzusagen als Gewinne, sagte Agrawal, aber selbst bei Berücksichtigung dieses Einwands sei ein zu großer Anstieg in der Fehlerquote festzustellen.

Firmen, die auf Grund ihrer Größe nur von wenigen Analysten be-

obachtet werden oder die Verluste einfahren, sind von der sinkenden Prognosezuverlässigkeit stärker betroffen als der Rest. Die beiden Forscher haben außerdem festgestellt, dass die Fehlerquote der Analysten in den Branchen Technologie und Dienstleistungen relativ stärker gestiegen ist. Dagegen seien die Gewinnschätzungen für Energie- und Pharmaunternehmen genauso zuverlässig wie vor der Einführung der RegFD geblieben, sagte Agrawal.

Zur Erklärung fügte er hinzu: „Die kleinen Firmen waren stark von der

selektiven Informationspolitik abhängig. Sie haben diese gezielt eingesetzt, um einen Analysten dafür zu gewinnen, ihre Aktie auf seine Beobachtungsliste zu setzen.“ Bei den Telekom-, Technologie- und Dienstleistungsunternehmen seien die jeweiligen Vorstände aggressiver vorgegangen, indem sie bestimmte Analysten mit Informationen gefüttert hätten. Dagegen hätten sich die Manager von Pharma- und Energieunternehmen auch vor der RegFD-Ära relativ bedeckt gehalten.

## Akzeptanz bei Anlegern fraglich

Zur Untermauerung der Ergebnisse zitierte Agrawal das Resultat einer Umfrage des US-Analystenverbandes Association for Investment Management and Research aus dem letzten Jahr. Danach gaben 90 % der Aktienexperten an, dass sie regelmäßig Einzelgespräche mit Topmanagern der von ihnen betreuten Unternehmen geführt hätten. 70 % sagten, dass diese Art der Kontaktpflege seit Einführung der RegFD drastisch abgenommen habe.

Agrawal und Chadha betonen, dass sie sich in ihrer Untersuchung nur auf die Wirkung der RegFD konzentrieren wollten. Die noch offene Frage ist, ob Investoren mit dem Resultat der SEC-Intervention zufrieden sind. Denn schließlich müssen die Analysten seit Oktober 2000, wie Agrawal sagte, mehr Zeit der Unternehmensanalyse und weniger Zeit dem Marketing widmen.

Zudem sagen Kritiker, dass die RegFD die Schwankungen an den Aktienmärkten erhöht habe, weil die Anleger die Informationen nun zunächst selbst interpretieren müssen und die Bewertung von Analysten erst später heranziehen können.

## OPTIONSSCHEINE

## Investoren am Terminmarkt teilen den Optimismus nicht

Von Michael Neuhaus

Im Indexbereich begegneten die Investoren der einsetzenden Erholung der Weltmärkte eher mit Pessimismus. So fragten sie neben klassischen Verkaufsoptionsscheinen vor allem Wave Puts und Hebelzertifikate nach, die bei fallenden Märkten zwar an Wert gewinnen, bei positiver Marktentwicklung aber das Risiko eines Totalverlusts in sich bergen.

Im Wochenvergleich werden wahrscheinlich nur die Anleger eine positive Performance vorweisen können, die sich erst am Freitag zum Kauf entschieden hatten. Die Optimisten setzten vor allem auf einen Kaufoptionsschein mit einer 4000-Punkte-Basis und konnten Gewinne von mehr als 50 % verbuchen.

Durch die entstandenen Schäden der Flutkatastrophe konzentrierten sich die Anleger zu Wochenbeginn vor allem auf die Baubranche. Calls auf die Baufirmen Bilfinger Berger, Hochtief sowie auf das auf Heiztechnik spezialisierte Unternehmen Buderus standen auf den Kauflisten. Kurzfristig waren Gewinne bis zu 25 % möglich. Im Wochenverlauf drückten die Gewinnmitnahmen die Kurse der Aktien und Calls.

Positive Gerüchte bezüglich des Schuldenabbaus hieften den Kurs der Deutschen Telekom kurzfristig über die Marke von 12 €. Dies nutzten zahlreiche Optionsscheinhalter, um sich von ihren teilweise schon mehrere Wochen bestehenden Call-Positionen zu trennen. Des Weiteren wurde der Höhenflug genutzt, um ein Bear-Zertifikat mit einer Basis von 13 € ins Depot zu legen, bei dem man auf eine weitere Schwäche der T-Aktie setzt.

Vorsichtiger Optimismus scheint sich am Neuen Markt abzuzeichnen. Hier kam es zu Eindeckungen in ein Hebelzertifikat mit einer Basis von 400 Punkten. Als Einzelwert war Singulus gefragt. Sollte sich die Aktie von ihren Tiefkursen erholen und sogar den Basispreis von 20 € bis zur Fälligkeit im Dezember durchbrechen, könnte sich das Investment als Gewinn bringend erweisen.

Weniger Geschmack scheinen die Anleger derzeit auf Fast Food zu haben. Zum Wochenschluss gehörte ein Call auf McDonalds zu den meistgehandelten Scheinen, der allerdings mehrheitlich verkauft wurde.

MICHAEL NEUHAUS ist Optionscheinhändler bei der Euwax Broker AG.

## EDELMETALLMARKT

## Aktien nehmen Gold den Glanz

Von Wolfgang Wrzesniok-Rosbach

Nach zum Teil guten Unternehmenszahlen wandten sich die Anleger in der vergangenen Woche verstärkt den Börsen zu und vom Gold ab. Für diese Woche schließen Analysten beim Gold nun einen Test der Unterstützungen bei 304 und dann 302 \$/Unze (200-Tage-Durchschnittspreis) nicht aus, wobei der Markt durch den heutigen Feiertag in London wenig liquide sein dürfte.

Der Goldpreis fiel gleich zu Beginn letzter Woche um zeitweise acht Dollar und durchbrach dabei die wichtige Unterstützung bei 310 \$/Unze. Einsetzendes physisches Kaufinteresse – auch wieder verstärkt aus Indien – reichte im weiteren Wochenverlauf nicht mehr aus, um den Preis zurück über dieses Niveau zu heben.

Auch von der Währungsseite her erhielt das Edelmetall keine Unterstützung. Berichte über einen umfangreichen Abzug von Geldern saudi-arabischer Investoren aus den USA konnten den Dollar nur kurzfristig unter Druck setzen. Damit blieb das gelbe Metall gegen Yen und Euro vergleichsweise teuer. Am Freitag ging das Gold schließlich mit 307 \$/Unze aus dem Markt.

Eine vorübergehende Schwäche wird nach Einschätzung vieler

Marktteilnehmer das mittelfristig eher positive Bild aber nicht nachhaltig beschädigen. Dazu sei die wirtschaftliche Lage und vor allem das politische Umfeld mit zu vielen Unwägbarkeiten behaftet. Gefahr bestehe nur, wenn die Preise längere Zeit unter 300 \$/Unze fallen sollten.

Die Regierung in Malaysia verfolgt unterdessen ihren Plan für einen „Gold-Dinar“ weiter. Er soll ab kommendem Jahr zur Abwicklung von Handelsgeschäften zwischen islamischen Staaten eingesetzt werden und die Abhängigkeit von der amerikanischen Währung reduzieren. Analysten beurteilen das Vorhaben allerdings kritisch, sie verweisen auf die unzureichende Flexibilität und die vergleichsweise hohe Volatilität des Goldpreises.

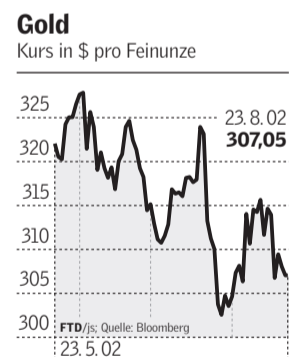
Der Silberpreis fiel mit 4,36 \$/Unze am vergangenen Donnerstag vorübergehend auf den tiefsten Stand seit sechs Monaten. Einsetzendes Kaufinteresse ließ das Edelmetall dann aber mit 4,43 \$/Unze doch noch freundlicher aus dem Handel gehen. Für die kommenden Handelstage

erwarten Analysten eine Konsolidierung in einer Handelsspanne zwischen 4,40 und 4,50 \$/Unze.

Spekulative Käufe ließen die Platinnotierung am Donnerstag zunächst weiter steigen. Für das Industriemetall war das aber der einzige Tag in der vergangenen Woche, an dem es über dem Eröffnungskurs schloss. Mit Höchstkursen von 562 \$/Unze wies das Edelmetall in den letzten Wochen starke technische Überhitzungssignale auf.

Darüber hinaus zeichnete auch die New Yorker Rohstoffbörse NYMEX zuletzt einen starken Anstieg der Pluspositionen. Die Auflösung dieser Positionen setzte die Platinnotierungen schließlich unter Druck – sie fielen am Freitagvormittag im Tokioter Handel zurück bis auf 537,50 \$/Unze. Es folgte zwar eine leichte Erholung, Analysten schließen aber einen erneuten Rückgang nicht aus.

WOLFGANG WRZESNIOK-ROSSBACH ist Leiter Edelmetall- und Rohstoffhandel bei Dresdner Kleinwort Wasserstein.



## US-Börsenaufsicht verlangt härteres Durchgreifen bei IPOs

Vereinigung der Wertpapierhändler legt diese Woche ihre Vorschläge für eine Neuregelung vor · Problem der Zuteilung soll bekämpft werden

Von Adrian Michaels und Joshua Chaffin, New York

Harvey Pitt, Vorsitzender der US-Börsenaufsicht (SEC), hat die New Yorker Börse (Nyse) und die Vereinigung der Wertpapierhändler (NASD) angewiesen, ihre Überprüfungen von Börsengängen (IPOs) auszuweiten. Derzeit überarbeiten die Kontrollbehörden Nyse und NASD das Regelwerk für Börsengänge. Die NASD wird die Vorschläge in dieser Woche veröffentlichen.

Pitt befürchtet, dass die geplanten Reformen nicht ausreichen werden, um Manipulationen bei Börsengängen (IPOs) einzudämmen. Sein Vorstoß ist eine Reaktion auf Vorwürfe, nach denen Investmentbanken IPOs

manipulieren, um bestimmte Kunden zu bevorzugen und zusätzliches Geschäft auf sich zu ziehen.

Börsengänge entwickelten sich während der Zeit des Bullenmarktes in den späten 90er Jahren zu einem lukrativen Geschäft, da die Aktienkurse in den ersten Handelstagen oft um mehrere 100 % gestiegen sind. Die Investmentbanken gerieten unter Beschuss, da sie teilweise in die Preisbildung am Markt eingegriffen haben. Wenn neue Aktien zu Handelsbeginn fair bewertet seien, wären so extreme Kurssprünge in den ersten Handelstagen nicht möglich, sagte Pitt.

Die Banken verschafften einzelnen Kunden Vorteile, um ihr Investmentbanking-Geschäft auszuweiten. Sie

berechnen bei Börsengängen in der Regel Gebühren von rund 7 % des Emissionserlöses, weit mehr als bei anderen Bankgeschäften. Dies hat bereits zu mehreren Untersuchungen der Kontrollbehörden geführt, da die Banken in einigen Fällen überhöhte Provisionen für Aktien besonders attraktiver IPOs gefordert haben sollen.

Diese wurden teilweise wieder an die Kunden zurückgegeben. Eine weitere Untersuchung beschäftigt sich mit der Frage, ob einige Investmentbanken die Anleger zu unverhältnismäßig hohen Aktienkäufen getrieben haben, um

die Kurse der betreffenden Papiere noch weiter in die Höhe zu treiben.

Der Kongress und die NASD haben außerdem auf Zeichnungen von IPOs angefordert, die von der Investmentbank Salomon Smith Barney und deren ehemaligem Telekomanalysten Jack Grubman betreut wurden.

Den Vorwürfen zufolge soll die Bank Vorständen von Worldcom und Global Crossing Aktien aus Börsengängen unter dem jeweiligen Marktpreis angeboten haben. Grund dafür sei, dass Salomon Smith Barney die Unternehmen dazu bewegen wollte, ihre Investmentbanking-Ge-

schäfte künftig mit ihr abzuwickeln. Die Bank hat das bis jetzt bestritten.

Bei den geplanten Reformen legt die SEC Wert darauf, dass die Nyse und NASD bei IPOs härter durchgreifen sollen. In einem Brief teilte Pitt den Behörden mit, dass sie sicher gehen sollen, dass ihre Regelungen weit genug reichen. „Mit den Reformen soll sicher gestellt werden, dass die geplanten Regeln ausreichen, um die Integrität des IPO-Prozesses zu stärken und die Investoren besser zu schützen“, so Pitt.

Das Problem der Zuteilung von Aktien an bevorzugte Kunden solle entschlossen bekämpft werden. Die geplanten Reformen könnten eine grundlegende Veränderung des IPO-Geschäfts bewirken.

## „Die Investoren müssen bei IPOs besser geschützt werden“

Harvey Pitt, SEC

From the Financial Times Deutschland, August 26, 2002

Accuracy of the US Analysts diminishes

by Ina Bauer, Berlin

Translated by Google

In the USA the accuracy of the profit prognoses, which deliver Analysts for individual enterprises, decreased. The reason is the stronger adjustment of communication between Analysten and of them cared for enterprises. That resulted in an investigation, which Anup Agrawal and Sahiba Chadha of the University of Alabama presented on Friday on the annual convention of the European Finance Association in Berlin. The federation is a union of university graduates, who teach and research world-wide within the ranges capital markets, unternehmensfinanzierung and banks. The former boss of the US supervision by the stock exchange committee Securities and Exchange Commission (SEC) Arthur Levitt had introduced the "regularization in such a way specified in October 2000 fair Disclosure" (RegFD), so that the enterprises inform all investors at the same time about course-relevant events. If a company should pass inadvertently still unknown information on to a Analysten, it must inform immediately the public. Higher range with prognoses was it before usual practice that enterprise prepared selected Analysten the stock exchange by single discussions also from them for forthcoming publications. They used the share experts as filters, by which they let the new information ooze slowly into the market. Agrawal and Chadha examined the profit prognoses of US Analysten, available on FirstCall/Ibes, in their investigation and determined their accuracy relative to cutting the colleagues off. They consulted the last quarter 2000 and the two first quarters last yearly. The results compared it with the results of the respective three-monthly periods in the three to five years before introduction of the RegFD. Apart from the removing accuracy of the profit prognoses Agrawal and Chadha stated that the forecasts of different Analysten for the result development of an enterprise in a larger range move than before the new regulation. The two university graduates exclude that this effect is to be to a large extent attributed for March 2001 to the dominant restaurant weakening. Losses are more difficult to predict than profits, said Agrawal, but even with consideration of this objection a too large rise in the error rate is to be determined. Companies, which are observed due to their size only by few Analysten or which are losses to bring in, affected by the sinking prognosis reliability more strongly than the remainder. In addition the two researchers stated that the error rate of the Analysten in the industries technology and services rose relatively more strongly. On the other hand the profit estimations for energy and Pharmaunternehmen remained just as reliably as before the introduction of the RegFD, said Agrawal. For explanation it added: "the small companies depended strongly on the selective information politics. They used these purposefully, in order to win a Analysten to set their share at its observation list." With the Telekom -, technology and service enterprise the respective executive committees proceeded more aggressively, by having fed certain Analysten with information. On the other hand the managers would have kept themselves relatively covered by Pharma and energy enterprises also the RegFD era ago.

Acceptance with investors questionably to the untermauerung of the results quoted Agrawal the result of an inquiry of the US Analystenverbandes Association for Investment management and Research from the last year. Afterwards indicated 90 per cent of the share experts that they would have led regularly single discussions with Topmanagern of the enterprises cared for by them. it said 70 per cent that this kind of the contact care had drastically decreased since introduction of the RegFD. Agrawal and Chadha stress that they wanted to concentrate in their investigation only on the effect of the RegFD. The still open question is whether investors with the result of the second intervention are content. Because finally the Analysten must dedicate more time of the enterprise analysis and less time marketing since October 2000, as Agrawal said. Besides critics say that the RegFD increased the fluctuations at the stock markets, because the investors the information now first to interpret to have and the evaluation of Analysten to consult only later be able.

© 2002 Financial Times Germany