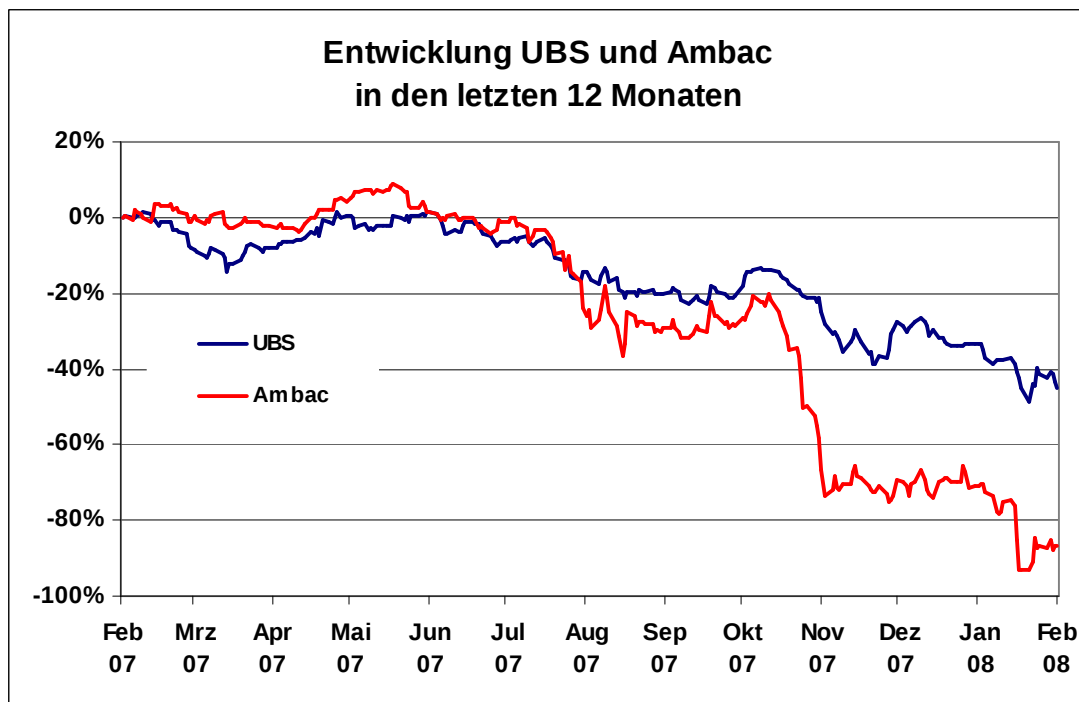


WINTERSTURM

Die Banken sorgen weiter für Unruhe. Dem „Sommerloch“ 2007 folgt nun der „Wintersturm“ 2008. In unserem Jahresausblick hatten wir auf die Schwierigkeiten der Kreditversicherungen hingewiesen und hieraus weiteres Ungemach für den Bank- und Versicherungssektor abgeleitet.

Inzwischen hat das Thema die öffentliche Wahrnehmung erreicht und dürfte mit zu den jüngsten Kurseinbrüchen an den Aktienmärkten beigetragen haben. Seit Jahresanfang sind Bank- und Versicherungsaktien erneut überproportional gefallen. Die Aktien der Kreditversicherungen haben sich sogar halbiert. Die UBS schockte mit Abschreibungen in zweistelliger Milliardenhöhe, und dies dürfte noch nicht das Ende der Fahnenstange sein. In den nächsten Wochen werden weitere Überraschungen von Häusern folgen, die bislang glaubten, ungeschoren davongekommen zu sein.



Ganz im Gegensatz zu den unerfreulichen Nachrichten aus dem Bankenlager stehen die Meldungen aus dem Nichtfinanzsektor. Hier gab es überwiegend positive Berichte zum Geschäftsverlauf im letzten Quartal und einen optimistischen Ausblick auf 2008. Dies gilt in besonderem Maße für global agierende Unternehmen wie Siemens, Philips, SAP, United Technologies, 3M oder Boeing und selbst von Automobilherstellern wie BMW oder Honda. VW plant erstmals, seine dreiwöchigen Werksferien im Sommer ausfallen zu lassen, um die hohe Nachfrage nach Golf- und Tiguan-Modellen bedienen zu können. Auch die Vorstände der Unternehmen unterstreichen ihre positiven Erwartungen mit Aktienkäufen. So hat Peter

Löscher, der Vorstandsvorsitzende von Siemens, am 28. Januar 50.000 Siemens-Aktien zum Kurs von 81,56 Euro (Gesamtvolumen: 4,1 Mio. Euro) erworben, was mehr als ein reines Lippenbekenntnis ist.

Bekanntlich konzentrieren wir uns auf Aktien erstklassiger Unternehmen mit soliden Bilanzen und positiven Ertragsperspektiven. Bei Banken sehen wir weder das Eine noch das Andere, weshalb wir schon seit letztem Jahr keine Bankaktien mehr halten. Zusätzlich haben uns Gold und die relativ hohe Kasseposition im Monat Januar größere Verluste erspart. Die scharfen Kursrückschläge am 21. und 23. Januar haben wir für Aktienkäufe genutzt und dabei einen Teil der Kasse eingesetzt.

WIE GEHT ES WEITER?

Die Einschätzung der weiteren Entwicklung hängt unserer Meinung vor allem davon ab, ob deutliche Herabstufungen oder gar Pleiten der großen US-Kreditversicherungen vermieden werden können. Sollte dies nicht gelingen, wären vor allem die Banken stark betroffen, da sie ihre Kredite bei einer Verschlechterung oder dem Wegfall des Versicherungsschutzes mit zusätzlichem Eigenkapital unterlegen müssten. Während eine Anlage mit der höchsten Bonität AAA im Durchschnitt nur zu einem Prozent mit Eigenkapital der Bank unterlegt sein muss, sind es bei der Bonitätsstufe BBB schon mehr als 5 Prozent. Eigenkapital ist aber in diesen Tagen ein knappes Gut, denn die hohen Abschreibungen haben die Eigenkapitaldecke vieler Banken schon stark strapaziert. Weitere Kapitalerhöhungen wären erforderlich, die wiederum die Anteile der Altaktionäre verwässern. Ohne frisches Kapital würde sich die Fähigkeit der Banken, neue Kredite zu vergeben, einschränken. Dies hätte negative Konsequenzen für die allgemeine Wirtschaftsentwicklung.

Positiv zu vermerken ist, dass sich Bankenvertreter und die New Yorker Versicherungsaufsicht am 23. Januar getroffen und mögliche Lösungen besprochen haben. Das Problem ist also erkannt. Allein die Nachricht über dieses Treffen ließ den Dow Jones Index um über 300 Punkte steigen. Auch die massiven Zinssenkungen der US-Notenbank von 4,25 auf 3 Prozent signalisieren ihre Bereitschaft, der Konjunktur und den Banken unter die Arme zu greifen.

Die folgenden vier Szenarien skizzieren mögliche Entwicklungen in den nächsten Monaten:

SZENARIO 1: BÖRSENBOOM

Alles war nur ein Spuk. Der US-Arbeitsmarkt und die US-Wirtschaft kehren schon in wenigen Monaten zur alten Stärke zurück. Die Kreditausfälle sind weitaus geringer als befürchtet, die Banken können sogar wieder Zuschreibungen vornehmen. Rallye an den Aktienmärkten angeführt von Banken, Inflationsanstieg und steigende Zinsen bei Staatsanleihen. Die massive Liquidität führt zu Blase am Aktienmarkt. Gold erreicht neue Höchststände.

Wahrscheinlichkeit: Nahe 0%

SZENARIO 2: ERHOLUNG

Die Probleme der Kreditversicherer werden gelöst. Es kommt zu einer Wirtschaftsabschwächung in den USA (schlimmstenfalls eine leichte Rezession), die vom Wachstum der Schwellenländer aber weitgehend kompensiert wird. Weitere Abschreibungen bei Banken halten sich in Grenzen, allerdings fallen die Erträge.

Aktien global aufgestellter Unternehmen profitieren vom Weltwirtschaftswachstum, Bankaktien entwickeln sich schlechter als die Aktienmärkte. Die Zinsen von Staatsanleihen steigen, ebenso wie Gold.

Wahrscheinlichkeit: 40 bis 60%

SZENARIO 3: BAISSE

Die Bonität größere Kreditversicherer wird deutlich herabgestuft, einige gehen sogar Pleite. Den Banken gelingt es, durch massive Kapitalerhöhungen das Schlimmste zu vermeiden, sie werden aber bei der Vergabe neuer Kredite vorsichtiger. Die US-Wirtschaft fällt in eine Rezession, die auch das Wachstum in den Schwellenländern deutlich beeinträchtigt.

Die Aktienmärkte fallen um weitere 10 bis 20 Prozent. Bankaktien und Aktien hoch verschuldeter Unternehmer fallen überproportional, Qualitätstitel dagegen weitaus weniger. Das Renditeniveau von Staatsanleihen bleibt weitgehend unverändert, da die Inflation für einen deutlichen Zinsrückgang zu hoch bleibt. Gold tendiert seitwärts.

Wahrscheinlichkeit: 20 bis 40%

SZENARIO 4: KERNSCHMELZE

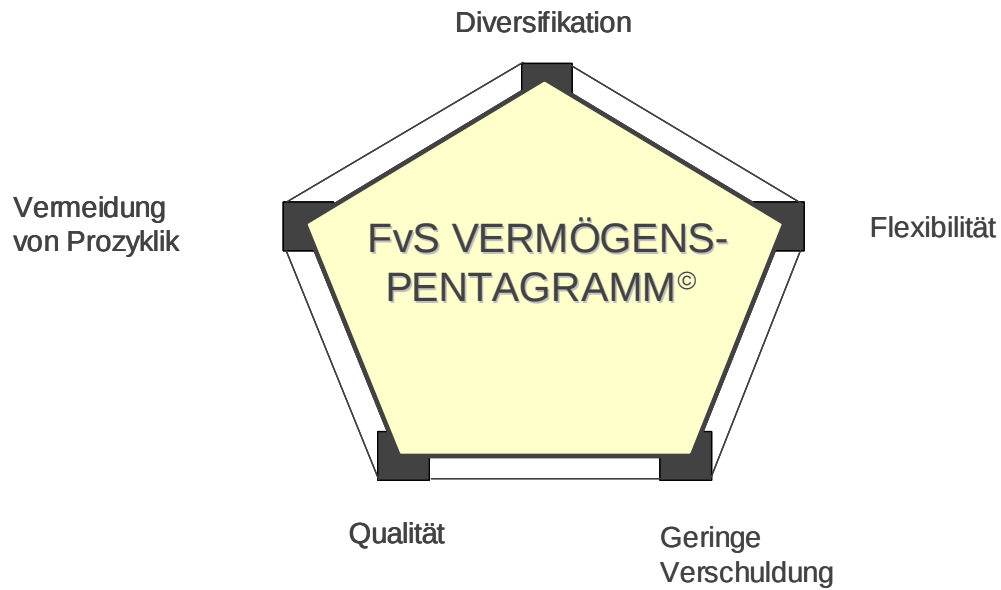
Einzelne Großbanken gehen Pleite. Ein Dominoeffekt setzt ein. Banken werden reihenweise verstaatlicht und Einlagen werden nur noch bis zu einer bestimmten Höhe ausbezahlt. Es kommt zu einer echten Kreditklemme, die Wirtschaft fällt in eine Depression.

Staatsanleihen mit kurzen Laufzeiten und physisches Gold sind die Rettungsanker. Bankaktien und Aktien hoch verschuldeter zyklischer Unternehmen fallen um 90% und mehr. Die Aktienmärkte erreichen langjährige Tiefststände.

Wahrscheinlichkeit: Nahe 0%

Unser Basisszenario einer Erholung geht von einer, wenn auch schmerzhaften, Lösung des Bankenproblems aus. Weder die Regierungen noch die Notenbanken können die Pleite einer Großbank zulassen. Das Weltwirtschaftswachstum bleibt so hoch, dass die Unternehmensgewinne außerhalb des Finanzsektors stabil bleiben, teilweise sogar die Erwartungen für 2008 erreichen. Da die Aktienmärkte mit den jüngsten Kursrückschlägen schon eine leichte Rezession eingepreist haben und die Verzinsung von Staatsanleihen bereits wieder nahe ihrer historischen Tiefststände liegt, halten wir das weitere Rückschlagspotenzial für begrenzt. Einen nicht auszuschließenden Ausverkauf würden wir zu Aufstockungen der Investitionsquote nutzen. Hierbei konzentrieren wir uns auf Qualitätswerte, die zu Unrecht in Sippenhaft genommen werden. Gegen eine lang anhaltende Baisse wie in den Jahren 2000 bis 2003 sprechen auch das wesentlich niedrigere Bewertungsniveau und die langfristigen Wachstumsperspektiven in den Schwellenmärkten. Deutliche Kursanstiege werden wir aber zur Mitnahme von Gewinnen nutzen, da eine lineare Fortsetzung der Hausse der letzten Jahre unwahrscheinlich ist.

Die ohnehin nur als Richtschnur zu verstehenden Wahrscheinlichkeiten der einzelnen Szenarien können sich ändern. Neue Szenarien sind denkbar. Angesichts der Fragezeichen hinter der weiteren Entwicklung im Finanzsektor bleiben Diversifikation, Flexibilität und Qualität die Eckpfeiler unserer Anlagestrategie. Wo es Risiken gibt, liegen auch Chancen. Diese zu nutzen, ist unsere Herausforderung. Antizyklisches Handeln wird in Phasen hoher Volatilität belohnt.



Grafik 2 Quelle: FvS

Das FvS Vermögenspentagramm bleibt die Leitlinie unseres Handelns.

Köln, im Februar 2008

Bert Flossbach

Der Inhalt dieser Ausarbeitung ist vertraulich und nur zur Nutzung durch den Adressaten bestimmt. Die Informationen beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Gewähr für die Richtigkeit des Inhaltes und vollständige Darstellung aller wesentlichen Gesichtspunkte kann jedoch nicht übernommen werden. Bei Nachdruck - auch auszugsweise - bitten wir um Quellenangaben.