

HALBJAHRESBERICHT 2008

I. RÜCKBLICK

Eine Melange aus Finanzmarktkrise, Ölpreisexplosion, Konjunktur- und Inflations Sorgen brachte die Aktienmärkte in den letzten Wochen massiv unter Druck. Mit Kursverlusten um 20 Prozent (in Euro gerechnet) verzeichneten die einschlägigen Aktienindizes die schlechteste Halbjahresbilanz seit dem Zweiten Weltkrieg. Die europäischen und amerikanischen Bankaktien verloren im Durchschnitt 33 Prozent. Auch die Aktienmärkte der Schwellenländer kamen unter Druck. Der chinesische Aktienmarkt fiel um fast 50 Prozent, der indische Markt um 32 Prozent (in Euro gerechnet sogar um 42 Prozent). Besser schnitten die beiden rohstofflastigen Schwellenmärkte Brasilien und Russland mit plus 0,5 Prozent und minus 6 Prozent ab.

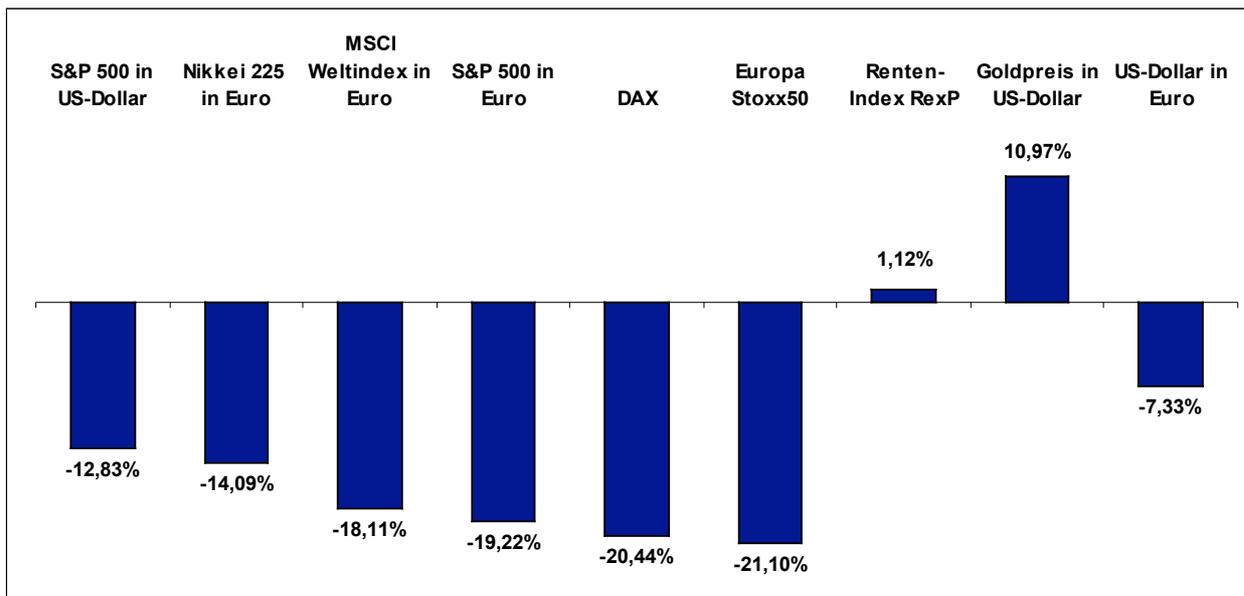
Am Rentenmarkt sorgten die aufkommenden Inflationsängste für einen deutlichen Renditeanstieg und mithin fallende Kurse bei Staatsanleihen. Deutsche Staatsanleihen verzeichneten im ersten Halbjahr einen Gesamtertrag (Zinsen und Kursveränderungen) von 1,1 Prozent.

Wandelanleihen litten nicht nur unter fallenden Aktienkursen, sondern gleichermaßen unter einer deutlichen Erhöhung der Risikoaufschläge. Der UBS Global Convertible Hedged Index fiel um 7,5 Prozent.

Erfreulich war erneut die Entwicklung des Goldpreises, der im ersten Halbjahr um 11 Prozent auf 925 Dollar die Feinunze stieg (in Euro gerechnet plus 2,8 Prozent), damit aber immer noch rund 10 Prozent unter seinem im März erzielten historischen Höchststand liegt.

ENTWICKLUNG

31.12.2007 BIS 30.06.2008



Grafik 1 (Quelle: Bloomberg)

In diesem Umfeld konnten wir die Verluste durch Meidung des Finanzsektors und Kassehaltung deutlich begrenzen, aufgrund der allgemeinen Marktschwäche im Juni aber nicht mehr verhindern. Die folgende Übersicht zeigt die Entwicklung der von uns betreuten Fonds im ersten Halbjahr:

FONDS	ENTWICKLUNG 1. HALBJAHR	REFERENZINDEX 1. HALBJAHR
FvS Strategie Defensiv	- 3,2 %	- 4,9 %
FvS Strategie Balanced	- 3,5 %	- 9,0 %
FvS Strategie Wachstum:	- 7,0 %	- 13,1 %
FvS Strategie Multiple Opportunities	+ 0,8 %	kein Referenzindex
FvS Aktien Global A Fonds	- 8,2 %	- 18,1 %
FvS Aktien Fundament Global	- 11,8 %	- 18,1 %
FvS Wandelanleihen Global	- 8,6 %	- 7,5 %
FvS Wandelanleihen Europa	-10,5 %	- 12,0 %
Tectum Global Hedge*	+1,5 %	kein Referenzindex

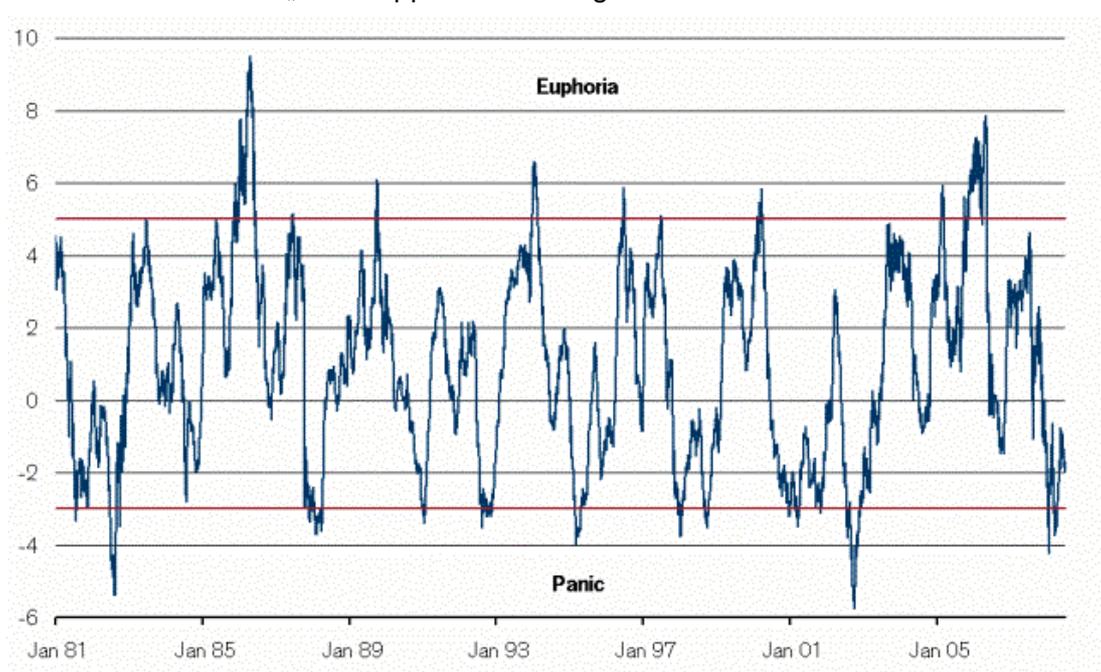
* Entwicklung bis 31.05.08

Grafik 2 (Quelle: Bloomberg)

II. AUSBLICK

GLOBALISIERUNG VS. BANKEN- UND IMMOBILIENKRISE

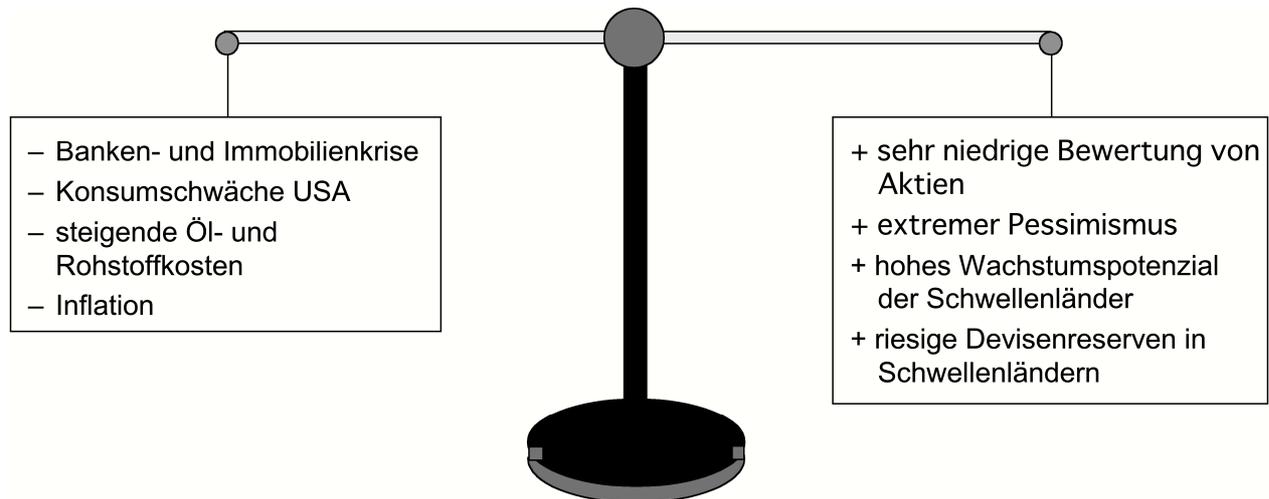
Die Immobilien- und Bankenkrise, eine schwächelnde US-Wirtschaft, hohe Rohstoff- und Energiepreise und die Angst vor Stagflation belasten die Aktienmärkte. Die Stimmung der Investoren ist so pessimistisch wie zu Beginn des Irakkriegs im März 2003, wie der von der Credit Suisse berechnete „Risikoappetitindex“ zeigt.



Grafik 3 (Quelle: Credit Suisse)

Dem gegenüber stehen immer noch hohe Wachstumsraten in den Schwellenländern, die mit ihren riesigen Devisenvermögen Produkte und Unternehmen im Westen kaufen und so ein Gegengewicht zur Konjunktur- und Finanzschwäche des Westens bilden. Die Kernfrage lautet deshalb:

Inwieweit sind diese Risiken schon in dem inzwischen erreichten niedrigen Bewertungsniveau von Aktien enthalten und können die Schwellenländer die Konjunkturschwäche im Westen kompensieren?



Grafik 4 (Quelle: FvS Research)

HABEN DIE AKTIEN DIE RISIKEN SCHON „INGEPREIST“?

Der massive Einbruch der Aktienkurse in den letzten Wochen wirft die Frage auf, ob uns eine ähnliche Baisse wie in den Jahren 2000 bis 2003 bevorsteht und wir erst am Ende des Anfangs und nicht am Anfang vom Ende der Korrekturphase stehen. Deshalb zäumen wir das Pferd diesmal von hinten auf. Wir beginnen mit einer Analyse des aktuellen Bewertungsniveaus von Aktien, um dann das weitere Risiko- und Chancenpotenzial abzuwägen.

Hierbei werden wir uns zunächst auf Aktien außerhalb des Finanzsektors konzentrieren, da wir eine seriöse Einschätzung der meisten Finanzwerte nur begrenzt für möglich erachten. Dies hat drei Gründe. Erstens sind die Ertragsperspektiven nur schwer abschätzbar, was eine Ertragsbewertung (KGV) zu einem Lottospiel macht. Zweitens ist eine Substanzbewertung, die bei Banken auf dem Verhältnis von Kurs- zu Buchwert pro Aktie basiert, nur schwer möglich, denn niemand ist derzeit in der Lage, die Qualität der Bankaktiva - sprich das weitere Abschreibungspotenzial - sinnvoll zu beurteilen. Drittens verwässern weitere Kapitalerhöhungen die zukünftigen Gewinne und Buchwerte pro Aktie, d.h. es ist heute nur schwer abschätzbar, auf wie viele Aktien sich die zukünftigen Bankengewinne verteilen.

Die folgende Tabelle zeigt beispielhaft Aktien aus verschiedenen Branchen außerhalb des Finanzsektors.

Aktie	Branche	Kurs in Landeswährung	Rückgang vom Höchstkurs 2007	KGV 2008*	Dividendenrendite	Antizipierte Gewinnenttäuschung**
BMW	Automobil	29,63	-42 %	7,0	3,58 %	-30 %
Daimler	Automobil	38,40	-51 %	6,5	5,21 %	-35 %
Porsche	Automobil	89,44	-52 %	6,8	0,78 %	-38 %
Uponor	Baulieferer	8,50	-73 %	7,4	16,47 %	-38 %
BASF	Chemie	42,20	-17 %	10,5	4,62 %	-20 %
Dt. Börse	Dienstleistung	69,34	-49 %	12,3	3,03 %	-18 %
Total	Energie / Öl	51,21	-19 %	8,1	4,04 %	-19 %
GEA	Investitionsgüter	20,26	-29 %	11,8	0,99 %	-21 %
Komatsu	Investitionsgüter	2.835,00	-31 %	13,6	1,48 %	-9 %
Schneider Electric	Investitionsgüter	65,50	-41 %	9,0	5,04 %	-31 %
Siemens	Investitionsgüter	68,40	-39 %	13,4	2,34 %	-16 %
United Technologies	Investitionsgüter	61,05	-26 %	12,5	2,10 %	-17 %
Wincor Nixdorf	Investitionsgüter	43,81	-41 %	10,5	4,29 %	-30 %
Zumtobel	Investitionsgüter	13,05	-60 %	6,2	3,83 %	-48 %
Henkel	Konsum	23,19	-39 %	10,3	2,20 %	-26 %
Nestle	Konsum	45,22	-18 %	15,2	2,70 %	-5 %
Nokia	Konsum zyklisch	15,56	-46 %	9,7	3,41 %	-19 %
LVMH	Luxusgüter	63,30	-29 %	13,8	2,53 %	-14 %
Richemont	Luxusgüter	54,60	-34 %	11,8	1,43 %	-21 %
Swatch	Luxusgüter	233,60	-41 %	11,8	1,82 %	-21 %
3M	Mischkonzern	69,46	-28 %	12,7	2,82 %	-15 %
Pfizer	Pharma	17,75	-36 %	7,5	7,04 %	-25 %
Sanofi	Pharma	44,69	-38 %	8,3	4,63 %	-17 %
Microsoft	Technologie	25,98	-31 %	12,8	1,69 %	-14 %
Telefonica	Telekom	17,27	-26 %	10,7	4,34 %	-11 %
Durchschnitt			-37 %	10,4	3,70%	-22%

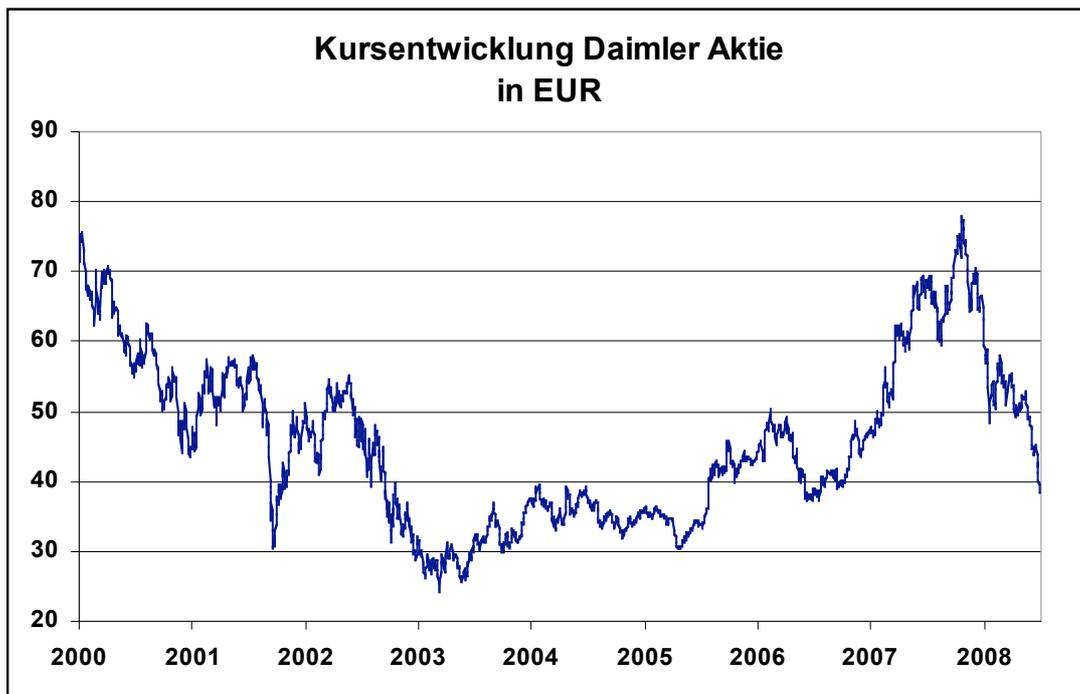
* Bloomberg Konsens und FvS Schätzungen (bei abweichendem Geschäftsjahr adjustiert) Stand 04.07.08
** FvS Schätzung

Grafik 5 (Quelle: Bloomberg, FvS Research)

Die Kurse vieler Aktien haben bereits eine massive Verschlechterung der Gewinnperspektiven vorweggenommen. Das bereits in den Kursen enthaltene Enttäuschungspotenzial gegenüber den offiziellen Schätzungen haben wir basierend auf realistischen Bewertungsniveaus und Gewinnperspektiven berechnet.

Die wegen des Benzinpreisanstiegs, höherer Rohstoffkosten und allgemeiner Konsumsorgen besonders stark unter Druck geratenen Automobilaktien seien nachfolgend beispielhaft hervorgehoben. Die Daimler-Aktie ist bei einem Kurs von 38 Euro nicht einmal mehr mit dem Siebenfachen des für 2008 erwarteten Gewinns bewertet. Der niedrige Kurs impliziert, dass die Investoren den Glauben an die (offiziellen) Gewinnschätzungen längst aufgegeben haben und sich auf niedrigere Gewinne einstellen. Wir schätzen, dass ein Gewinn von maximal vier Euro pro Aktie ausreichen dürfte, um den aktuellen Kurs von Daimler fundamental zu rechtfertigen. Damit hat der Markt schon ein Gewinnenttäuschungspotenzial von 35 Prozent in die Daimler-Aktie eingepreist. Eine Pleite von Chrysler würde Daimler rund 3,2 Mrd. Euro vor Steuern kosten (im Wesentlichen Forderungsausfälle). Dies wäre

allerdings ein finales Einmalereignis, das den Gewinn nicht dauerhaft belastet. Daimler ist an der Börse mit 37 Mrd. Euro bewertet und verfügt dabei über rund 10 Mrd. Euro Nettoliquidität. Die Aktie notiert nur noch geringfügig über ihrem Buchwert von 35 Euro. Die Dividende von 2 Euro (Rendite 5,2 Prozent) dürfte auch in stürmischeren Zeiten gesichert sein. Daimler wird bis zum nächsten Frühjahr 10 Prozent seiner Aktien zurückkaufen. Auch für einen großen Staatsfonds oder russischen Oligarchen ist Daimler heute ein echter „Leckerbissen“. Saudi-Arabien könnte das Unternehmen aus den Öleinnahmen von zwei Monaten kaufen.



Grafik 6 (Quelle: Bloomberg)

Die BMW-Aktie ist ähnlich niedrig bewertet. Mit einem Kurs von 29 Euro notiert sie sogar 15 Prozent unter ihrem Buchwert, ein Novum für die Aktie. Auch Porsche-Aktien gibt es derzeit mit einem Rabatt, den man beim Kauf eines Porsche nie erzielen könnte. Die Börsenkaptalisierung von Porsche in Höhe von 16 Mrd. Euro entspricht derzeit exakt dem Wert der Beteiligung an VW. Das Unternehmen Porsche gibt es also als „Geschenk“ obendrauf. Wenn man die künstlich hochgehaltene VW-Aktie mit 100 Euro statt dem aktuellen Kurs von 180 Euro ansetzt, würde die Beteiligung immer noch einen Wert von 9 Mrd. Euro haben. Dann blieben 7 Mrd. Euro für das Unternehmen Porsche (ohne VW) übrig. Bei einem operativen Nettogewinn von fast 1 Mrd. Euro impliziert dies ein KGV von 7.

Auch gemessen an der Dividendenrendite sind viele Aktien niedrig bewertet. An dieser Stelle sei auf den DAX verwiesen, der gerade sein zwanzigjähriges Jubiläum feiert. Seit Auflage am 1. Juli 1988 bis zum 30. Juni 2008 ist der Index von 1.200 auf 6.418 Punkte gestiegen. Das ergibt eine Rendite von 8,6 Prozent p.a. (Kursentwicklung und Dividenden). Davon stammen 6,2 Prozentpunkte aus Kurszuwächsen und 2,6 Prozentpunkte oder ca. ein Drittel aus Dividenden. Aktuell bringen es die 30 DAX-Unternehmen auf eine durchschnittliche Dividendenrendite von 3,9 Prozent, die damit fast die Rendite von Bundesanleihen erreicht.

SCHWELLENLÄNDER ALS GEGENGEWICHT ZU DEN USA

Keine Frage, die Konjunkturperspektiven in den USA und in den ehemaligen Immobilienboomländern Großbritannien und Spanien sind schlecht. Im ersten Halbjahr fiel die Anzahl der Arbeitsplätze außerhalb der Landwirtschaft in den USA um 438.000, der Pkw-Absatz ging um 10 Prozent zurück, wobei im Juni die Absatzzahlen regelrecht einbrachen (General Motors minus 19 Prozent, Ford minus 28 Prozent und Chrysler sogar minus 36

Prozent). US-Amerikaner leisten sich immer weniger teure Kaffees bei Starbucks, benutzen zunehmend öffentliche Verkehrsmittel (wenn es welche gibt), ändern ihr Einkaufsverhalten und streichen die Sitzung bei ihrem Chiropraktiker. Massiv steigende Benzinpreise entziehen den Amerikanern Kaufkraft. Gleichzeitig reduzieren fallende Immobilienwerte das Vermögen und die Beleihungsmöglichkeiten, was ebenfalls konsumeinschränkend wirkt.

Auch Immobilienmakler entwickeln angesichts der desaströsen Absatzsituation eine den Amerikanern eigene Kreativität.



Buy One, Get One FREE!!

Buy a new home at Royal View; Get a second new home at Cityscape FREE!

ROYAL VIEW

Cityscape

~Royal View~

- Gated Estate homes in the San Pasqual Valley.
- Luxurious homes with pools and RV Garages.

~Cityscape~

- Brand New Homes in the heart of Escondido.
- Spacious Floorplans with Designer Features.

Michael Crews DEVELOPMENT

Move-In Ready!
Tours Available!
www.michaelcrews.com

Open Daily
9 a.m. - 6 p.m.
Call 760-751-1212

Don't miss this incredible investment opportunity! It's never been done before and may never be done again! Buy a new home for you and get a second new home FREE! Great for your children, parents, grandparents, guests, or rental property. *Promo ends May 31, 2008. **Terms & Conditions Apply. ***See Sales Associate for details.

Grafik 7 (Quelle: Michael Crews)

Während in den USA teilweise eine Weltuntergangsstimmung herrscht, sind die Wachstumsraten in den Schwellenländern, die inzwischen eine kritische Größe erreicht haben, immer noch hoch. Vor allem die vier großen BRIC-Nationen (Brasilien, Russland, Indien und China) sind zu einem erheblichen Faktor in der Weltwirtschaft geworden und können die US-Schwäche zumindest teilweise kompensieren. Mit einem Bruttoinlandsprodukt (BIP) von knapp 14.000 Mrd. Dollar sind die USA aber nach wie vor die mit Abstand größte Volkswirtschaft, die rund ein Viertel des Weltsozialprodukts erwirtschaftet. Die vier in der folgenden Tabelle gelb markierten BRIC-Staaten kommen 2008 zusammengenommen voraussichtlich auf 7.500 Mrd. Dollar, was einem Weltanteil von 13,2 Prozent entspricht.

Land	BIP 2007 in Mrd. USD	Wachstum 2008 in konstanter Währung	BIP 2008(e) in Mrd. USD	Anteil am Welt-BIP	Absolute Veränderung in Mrd. USD	Anteil an der absoluten Veränderung
USA	13.844	0,5 %	13.915	24,7 %	72	3,8 %
Japan	4.384	1,4 %	4.447	7,9 %	63	3,3 %
Deutschland	3.322	1,4 %	3.369	6,0 %	47	2,5 %
China	3.251	9,3 %	3.552	6,3 %	301	15,8 %
U.K.	2.773	1,6 %	2.818	5,0 %	45	2,4 %
Frankreich	2.560	1,4 %	2.595	4,6 %	35	1,8 %
Italien	2.105	0,3 %	2.110	3,7 %	5	0,3 %
Spanien	1.439	1,8 %	1.465	2,6 %	26	1,4 %
Kanada	1.432	1,3 %	1.451	2,6 %	19	1,0 %
Brasilien	1.314	4,8 %	1.376	2,4 %	62	3,3 %
Russland	1.290	6,8 %	1.377	2,4 %	88	4,6 %
Indien	1.099	7,9 %	1.186	2,1 %	87	4,6 %
Südkorea	957	4,2 %	997	1,8 %	40	2,1 %
Australien	909	3,2 %	938	1,7 %	29	1,5 %
Mexiko	893	2,0 %	911	1,6 %	17	0,9 %
Saudi Arabien	376	4,8 %	394	0,7 %	18	0,9 %
U.A.E.	193	6,3 %	205	0,4 %	12	0,6 %
Welt-BIP	54.386	3,5%	56.290		1.904	

Grafik 8 (Quelle: IMF, FvS Research)

Ein ganz anderes Bild ergibt sich aber, wenn man nicht die Größe, sondern den Beitrag der einzelnen Länder zum Weltwirtschaftswachstum betrachtet. So trägt China dieses Jahr mit voraussichtlich ca. 300 Mrd. Dollar 16 Prozent zum Weltwirtschaftswachstum bei und die drei anderen BRIC-Länder noch einmal 12,5 Prozent. Ohne die Wachstumsdynamik in den Schwellenländern stünde die Weltwirtschaft am Beginn einer Rezession. Hiervon sind wir derzeit trotz einer möglichen Abschwächung in den Schwellenländern noch weit entfernt.

Ein ähnliches Bild ergibt sich für die Umsatz- und Gewinnperspektiven global agierender Unternehmen aus den Industrienationen, wie das Beispiel der Automobilindustrie zeigt. Noch vor fünf Jahren hätte ein Rückgang der Pkw-Verkäufe in den USA von 2 Mio. Fahrzeugen im Jahr nicht annähernd durch Zuwächse in den anderen Ländern kompensiert werden können. Dieses Jahr dürften allein die Zuwächse in Russland und China den Absatzrückgang in den USA wettmachen. Allerdings profitieren die Autohersteller höchst unterschiedlich von diesem Kompensationseffekten, was vor allem ein Problem für die US-Hersteller ist, die die Verluste in ihrem Heimatmarkt nur sehr begrenzt durch Verkäufe in den neuen Wachstumsmärkten abfedern können.

Die deutschen Hersteller stehen insgesamt deutlich besser da, auch wenn man beim Anblick der Aktienkurse Gegenteiliges vermuten könnte. Sie konnten in den USA im ersten Halbjahr sogar eine leichte Absatzsteigerung von 0,7 Prozent erreichen und in den Schwellenländern deutliche Umsatzzuwächse verbuchen. In den Schwellenländern stieg die Nachfrage nach deutschen Premiumfahrzeugen überproportional an. So konnte Mercedes im ersten Quartal 2008 seinen Absatz in Russland um 42 Prozent und in China sogar um 77 Prozent steigern. In diesem Jahr dürfte Mercedes in diesen beiden Ländern zusammen rund 60.000 Autos verkaufen. Im Vergleich zu den USA mit einem geschätzten Absatz von 260.000 Autos ist dies vergleichsweise bescheiden. Allerdings werden in den beiden Schwellenländern überwiegend voll ausgestattete Topmodelle verkauft, deren Margen wesentlich höher sind als in den USA oder Deutschland (Mercedes verkauft die Hälfte seiner 12-Zylinder-Modelle in China!).

Die Wohlstandsverschiebung wirkt sich auch überdurchschnittlich auf das Segment der Luxusgüter aus. In China soll es laut dem Merrill Lynch Capgemini Wealth Report 415.000 Personen mit einem disponierbaren Vermögen von über 1 Million Dollar geben. Die Anzahl der Moskauer Millionäre wird auf 135.000 bis 200.000 geschätzt. Auch unterhalb dieser Vermögensspitze gibt es eine stark wachsende Zahl vergleichsweise wohlhabender Menschen, die ihren neuen Wohlstand gerne zeigen.

Die Hersteller von Luxusgütern profitieren hiervon in besonderem Maße. Insbesondere breit aufgestellte Konzerne verfügen über genügend Top-Marken und die nötige Finanzkraft, um sich die neuen Märkte zu erschließen. LVMH, Swatch (Uhrwerke und Marken wie Breguet, Blancpain, Glasshütte, Omega, Longines etc.) oder Richemont (Jaeger-Le Coultre, IWC, Lange & Söhne, Cartier, Montblanc etc.) erzielen inzwischen einen wesentlichen größeren Anteil ihrer Umsätze in Asien als in den USA. Bei Richemont sind es 37 Prozent in Asien gegenüber 19 Prozent in den USA, bei LVMH 34 Prozent im Vergleich zu 22 Prozent und bei Swatch sogar 39 Prozent gegenüber 11 Prozent. China alleine macht rund 15 Prozent der weltweiten Luxusgüternachfrage aus, in fünf Jahren werden es über 20 Prozent sein. Das Jahr 2008 dürfte deshalb ungeachtet der Entwicklung in den USA ein neues Rekordjahr für die Branche werden. Der Aktienmarkt ignoriert dies. Seit Herbst letzten Jahres sind die Titel um 30 bis 40 Prozent gefallen und der Markt bietet Luxus jetzt zum Sonderangebotspreis.

In Zeiten stark steigender Rohstoffpreise ist die Preissetzungsmacht der Unternehmen und damit die Fähigkeit, steigende Inputpreise an den Kunden überzuwälzen, entscheidend. Hersteller hochwertiger Markenprodukte tun sich da leichter, zumal der Rohstoffkostenanteil hier wesentlich niedriger ist als bei Massenherstellern.

Die Abhängigkeit vom Wachstum in den Schwellenländern offenbaren aber auch die Gefahren protektionistischen Handelns. Die Abschottung des eigenen Marktes gegen Billigimporte würde die Wachstumsdynamik der Weltwirtschaft schärfer beeinträchtigen als ein steigender Ölpreis. Auch die Inflation würde hierdurch einen weiteren Schub erhalten. Es bleibt zu hoffen, dass dies Politiker (insbesondere der nächste US-Präsident) und Unternehmensführer bedenken, wenn sie nach Strafzöllen zum Schutz der heimischen Industrie rufen. Tendenzen protektionistischen Handelns sind vor allem in China, Russland und den USA erkennbar. In den USA wurde jüngst sogar die geplante Übernahme des Brauereiriesen Anheuser-Busch durch die belgische InBev aus patriotischen Motiven attackiert.

INVESTITIONSBOOM IN INFRASTRUKTUR

Ein weiterer nachhaltiger Trend, der von den Schwellenländern ausgeht, aber auch die westliche Welt betrifft, sind massive Investitionen in die bestehende und den Bau neuer Infrastruktur. Die Weltbank hat das Investitionsvolumen für Aufbau und Instandhaltung von Infrastruktur von 2005 bis 2010 auf jährlich 850 Mrd. Dollar geschätzt. Die American Society of Civil Engineers schätzt, dass allein in den USA rund 1.600 Mrd. Dollar investiert werden müssen, um die Infrastruktur des Landes auf ein „akzeptables Niveau“ zu bringen. Für die USA fragt sich allerdings, woher das Geld dafür kommen soll, eine Frage, die sich für Russland angesichts von 500 Mrd. Dollar Devisenreserven und sprudelnder Öl- und Gaseinnahmen erübrigt. Moderne Infrastruktur (Versorgungs- und Verkehrsnetze) ist für die Schwellenländer einer der wichtigsten Standortfaktoren. Russland plant, seine Ausgaben für den Ausbau und die Renovierung des Straßennetz bis 2010 auf 80 Mrd. Dollar auszuweiten. Allein der Autobahnring um St. Petersburg soll 5 Mrd. Euro kosten und wird von einem Konsortium bestehend aus Strabag, Hochtief PPP und Bouygues de France gebaut. Strabag plant, seinen Russlandumsatz von 259 Mio. Euro im Jahr 2007 auf 5 Mrd. Euro (!) im Jahr 2012 zu steigern. So helfen wir mit unserer Benzin- und Gasrechnung, die Infrastruktur Russlands zu modernisieren und die Auftragsbücher westlicher Konzerne zu füllen.

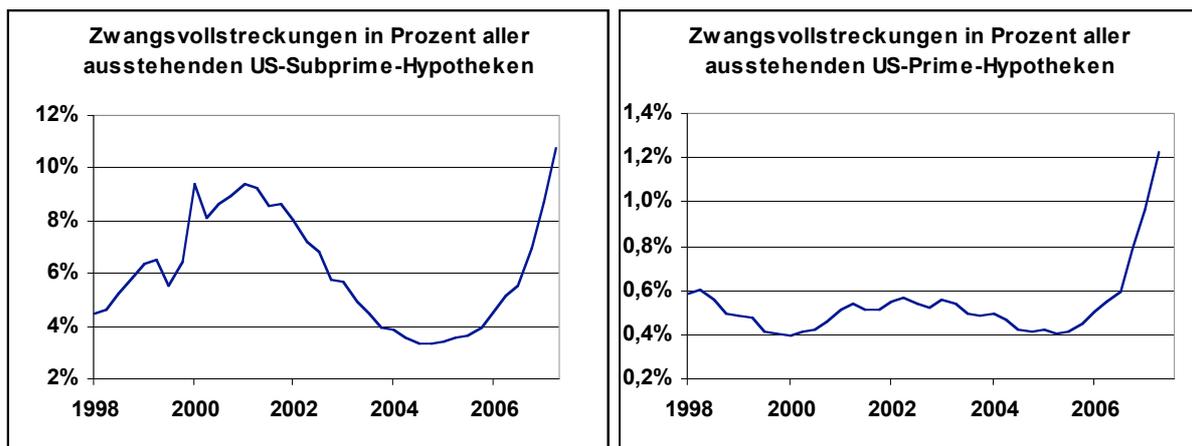
Der US- Bau- und Erdbewegungsmaschinenhersteller Caterpillar ist hierfür ein gutes Beispiel. Das Unternehmen leidet zwar seit letztem Jahr unter dem Einbruch in seinem Heimatmarkt, kann den Rückgang aber durch hohe Zuwachsraten in den Schwellenländern

mehr als kompensieren. Caterpillar erwartet, seinen China-Umsatz von 2 Mrd. Dollar in diesem Jahr auf 4 Mrd. in 2010 zu verdoppeln. Das Chinageschäft würde dann rund 8 Prozent des Weltumsatzes ausmachen. Die hohen Rohstoffpreise - insbesondere die Stahlpreise - machen auch Caterpillar zu schaffen. Am 1. Juli wurde deshalb eine Preiserhöhung von 5 Prozent angekündigt, ohne damit die Kostenerhöhungen voll durchzureichen. Weitere Preiserhöhungen im Laufe des Jahres wurden in Aussicht gestellt. Dies verdeutlicht, wie die Inflation sich durch die gesamte Wertschöpfungskette auswirkt und trotzdem die Margen der Unternehmen beeinträchtigen kann. Diesem Aspekt werden wir bei der Beurteilung der anstehenden Quartalsergebnisse besondere Aufmerksamkeit schenken.

Ein positiver Effekt des Ölpreisanstiegs ist der dadurch ausgelöste Innovationsschub. Neue energieeffiziente Produkte, Techniken und Herstellungsverfahren reduzieren nicht nur den Ölverbrauch, sondern können sich vor allem in den traditionellen Industriestaaten zu einem Wachstumsmotor entwickeln.

BANKEN: KEIN ENDE DER KRISE IN SICHT

Unsere extreme Skepsis gegenüber dem Bankensektor hat sich vor allem in den letzten Wochen bestätigt. Am Anfang standen riesige Abschreibungen auf verbrieftete Kredite, die mit sogenannten Subprimehypotheken in den USA unterlegt sind. Die zunehmende Zahl an Zwangsvollstreckungen solcher Kredite, bei denen die Banken oft nur einen Bruchteil des Hypothekenwertes realisieren können, lässt vermuten, dass die bisher vorgenommenen knapp 400 Mrd. Dollar Abschreibungen noch nicht das Ende der Fahnenstange sind.



Grafik 9, 10 (Quelle: FvS Research)

Weitere Probleme kommen aus dem Bereich der sogenannten Primekredite, das sind Hypothekenkredite guter Schuldner mit voller Dokumentation. Was viele Investoren in verbrieftete Forderungen auf solche Kredite nicht bedacht haben, ist die Tatsache, dass auch hier die Kredite sogenannte „Nonrecourse“-Darlehen sind, bei denen die Immobilie die einzige Sicherheit der Bank ist. Die Kreditnehmer können sich ihrer Verbindlichkeiten leicht entledigen, indem sie der Bank die Haustürschlüssel senden (sog. „Jingle Mails“) und in eine neue Bleibe ziehen. Es verwundert daher nicht, dass die Zwangsversteigerungen auch im Primebereich deutlich zunehmen. Zwar ist der Anteil von Zwangsversteigerungen in diesem Segment wesentlich niedriger als im Subprimebereich, doch das Volumen des Primemarktes ist rund sechs- bis siebenmal so hoch wie das des Subprimemarktes.

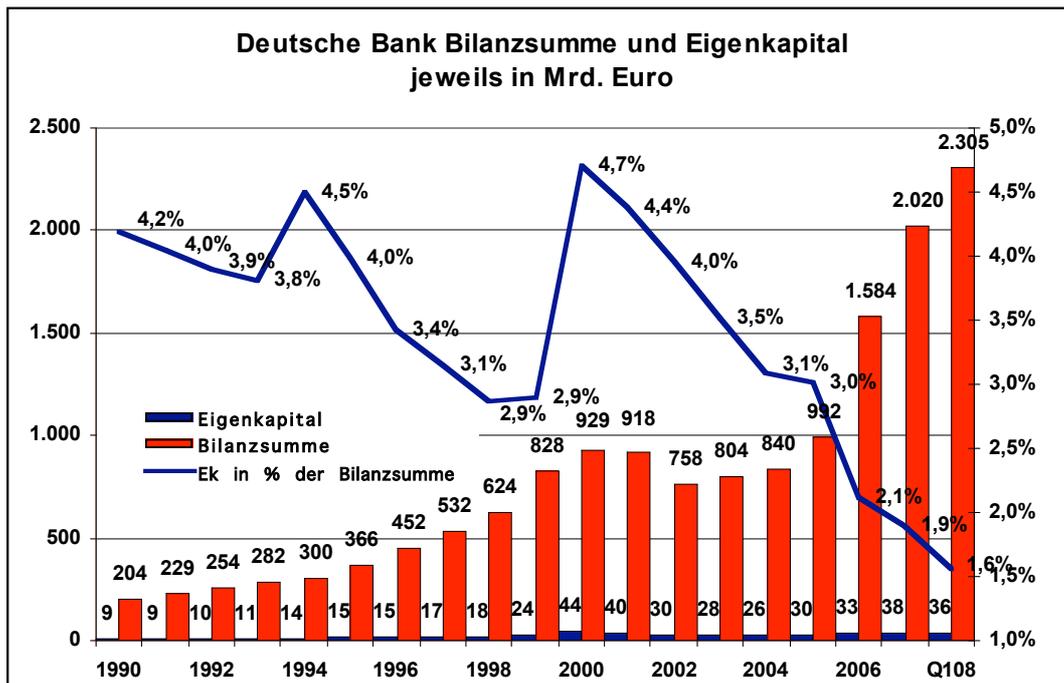
Weiteres Ungemach droht den Banken bei Gewerbeimmobilienkrediten, Konsumenten- und Autokrediten sowie einer Klagewelle, die demnächst auf sie zurollen dürfte. Hier stehen sogenannte „Auction Rate Securities“ im Vordergrund, die Banken an Anleger verkauft haben, die eine möglichst sichere und liquide Anlage mit Festgeldcharakter, aber höheren Zinsen suchten. Hierbei handelt es sich um langfristige Finanzierungen vor allem von

kommunalen Kreditnehmern, deren Zinssatz laufend an das Geldmarktniveau angepasst wird.

Doch damit noch nicht genug. Die de facto Pleite der als „Monoliner“ bezeichneten Kreditversicherer, die mit wenig Eigenkapital riesige Kreditportfolios gegen einen Zahlungsausfall versichert haben und trotzdem von den Ratingagenturen die Höchstnote AAA erhielten, zwingt die Banken, solche Kredite nun wieder auf ihre Bücher zu nehmen. Zu allem Überfluss geschieht dies in einer Zeit, in der schärfere Bilanzregeln diskutiert werden, die die ohnehin chronisch unterkapitalisierte Branche zu massiven Kapitalerhöhungen zwingen und damit zukünftige Gewinne verwässern.

Goldman Sachs schätzt, dass die europäischen Banken weitere 60 bis 90 Mrd. Euro Kapital aufnehmen oder ihre Dividende streichen müssen, um auf eine adäquate Kapitalausstattung zu kommen.

Die folgende Grafik verdeutlicht die aggressive, nicht durch entsprechendes Eigenkapital unterlegte Expansion am Beispiel der Deutsche Bank AG. Die roten Balken zeigen die Bilanzsumme, die Ende des ersten Quartals bei atemberaubenden 2.305 Mrd. Euro lag (die zweitgrößte Bilanzsumme der Welt). Die kaum erkennbaren blauen Balken reflektieren das Eigenkapital, das nur noch 36 Mrd. Euro beträgt. Die blaue Linie zeigt die Eigenkapitalquote, die inzwischen nur noch 1,6 Prozent beträgt.

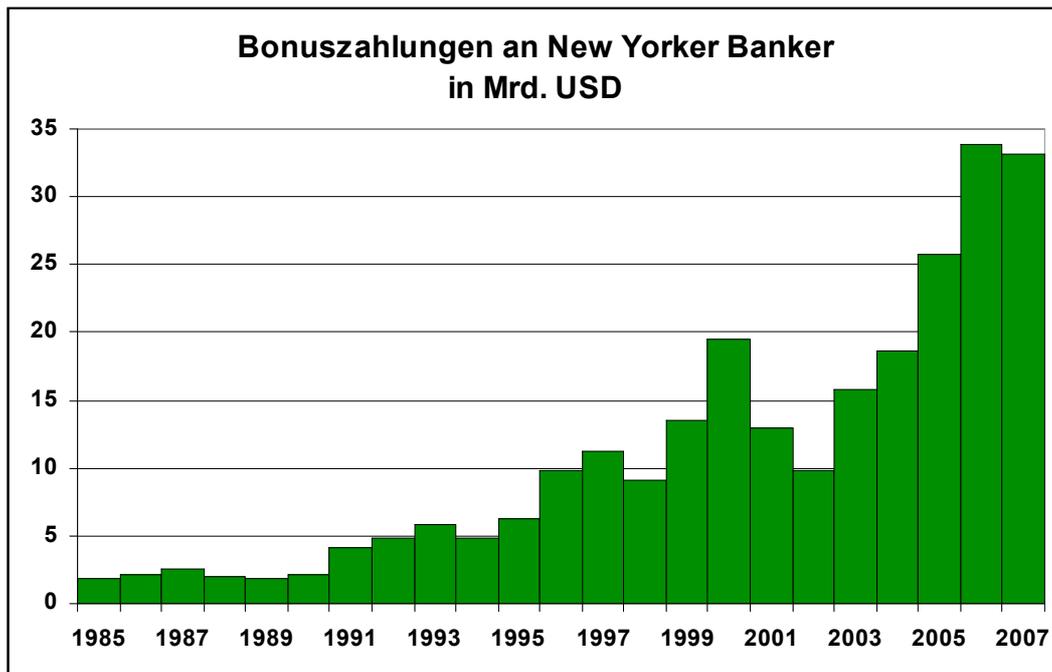


Grafik 11 (Quelle: FvS Research)

Die für die Basel II Eigenkapitalrichtlinien herangezogene sogenannte Tier 1-Eigenkapitalquote beträgt optisch stolze 9,2 Prozent. Hierbei ist aber zu berücksichtigen, dass die Aktiva der Bank bereits von 2.305 Mrd. Euro auf 303 Mrd. Euro risikoadjustiert - sprich reduziert - wurde. Zwar werden auch beim Eigenkapital einige Faktoren in Abzug gebracht, doch erscheinen die verbleibenden 28 Mrd. in Bezug zu den adjustierten Aktiva von 303 Mrd. Euro (ergibt die Tier 1-Quote von 9,2 Prozent) wesentlich komfortabler. Bemerkenswert ist, dass praktisch alle Analysten und Journalisten auf dieses Verhältnis abstellen, wenn sie die Eigenkapitalausstattung von Banken beurteilen. Ob die Risikogewichtung der Aktiva auch den tatsächlichen Risiken entspricht, bleibt dabei unbeachtet. Es bedarf keiner großen Phantasie sich vorzustellen, was es für die Bank

bedeuten würde, wenn Teile der als relativ sicher erachteten Aktiva, wie z.B. mit AAA bewertete Anleihen, ausfallen sollten.

Tatsächlich weist das Geschäftsmodell der Investmentbanken eine gewisse Ähnlichkeit zu großen, mit viel Fremdkapital arbeitenden Hedgefonds auf. Ein Grund für diese Entwicklung sind die asymmetrischen Gehaltsmodelle, die Erfolg üppig belohnen, Misserfolg aber nicht adäquat bestrafen. Die Bonuszahlungen sind in den letzten Jahren geradezu explodiert. Allein am Standort New York haben die Banker in den letzten beiden Jahren Boni in Höhe von jeweils 33 Mrd. Dollar eingestrichen (vgl. Grafik 12). In London waren es noch mal rund 16 Mrd. Dollar.



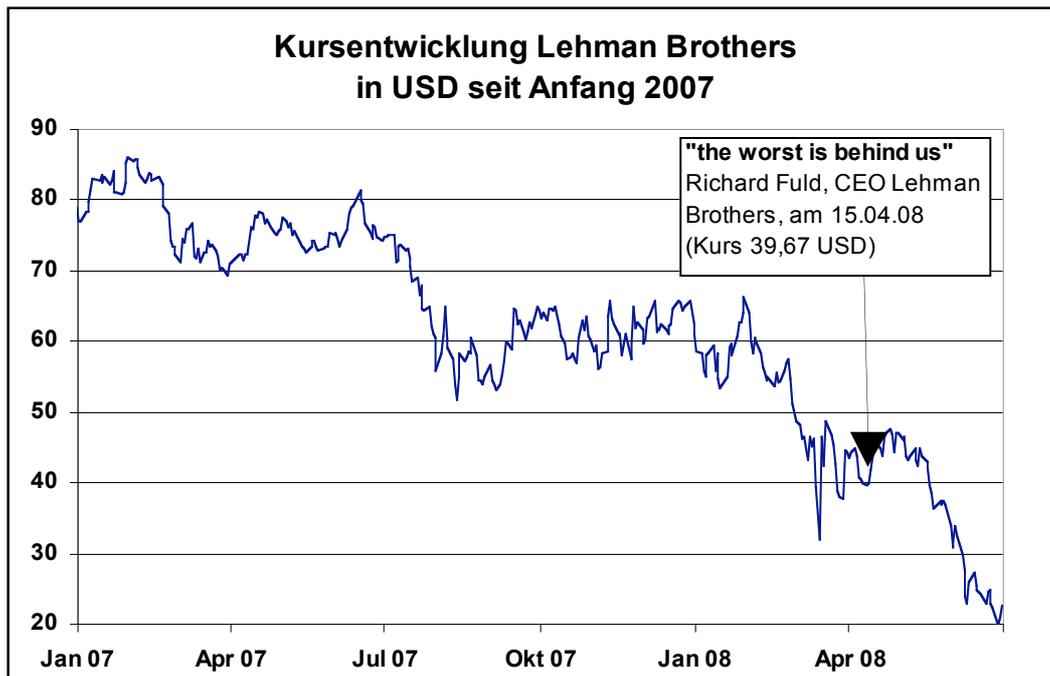
Grafik 12 (Quelle: FvS Research)

Erst wenn die Ursachen der Finanzmarktkrise beseitigt sind, kann es zu einer nachhaltigen Stabilisierung der Banken kommen. Inzwischen werden Veränderungen der Kompensationsmodelle diskutiert, die missbräuchliches Verhalten einschränken sollen. Im Grunde genommen steht aber das gesamte Geschäftsmodell auf dem Prüfstand. Besonders risikoreiche Geschäftsfelder, wie der Eigenhandel, wo junge Händler mit dem Geld der Bank bzw. der Aktionäre spekulieren, dürften deutlich zurück gefahren werden, da sie langfristig wertvernichtend sind.

Die Beteuerungen vieler Banker, wie „das Schlimmste ist vorbei“ oder „es wird keine weiteren Kapitalerhöhungen geben“, sollten mit Vorsicht genossen werden. Um einem Vertrauensverlust vorzubeugen, der für Banken naturgemäß wesentlich dramatischere Konsequenzen als für andere Unternehmen hat, sind Banker geradezu gezwungen, die Dinge schön zu reden:

„... Mit unserer jüngsten Wertberichterung nehmen wir ein extremes Stress-Szenario voraus. Dabei ist für mich aus heutiger Sicht aber schwer vorstellbar, dass dieses Szenario so eintreffen wird.“

(Ex-UBS Chef Marcel Ospel, am 11. Dezember 2007 in einem Interview mit „BLICK“. Im ersten Quartal 2008 folgten weitere Abschreibungen i.H.v. USD 19 Mrd.)



Grafik 13 (Quelle: FvS Research)

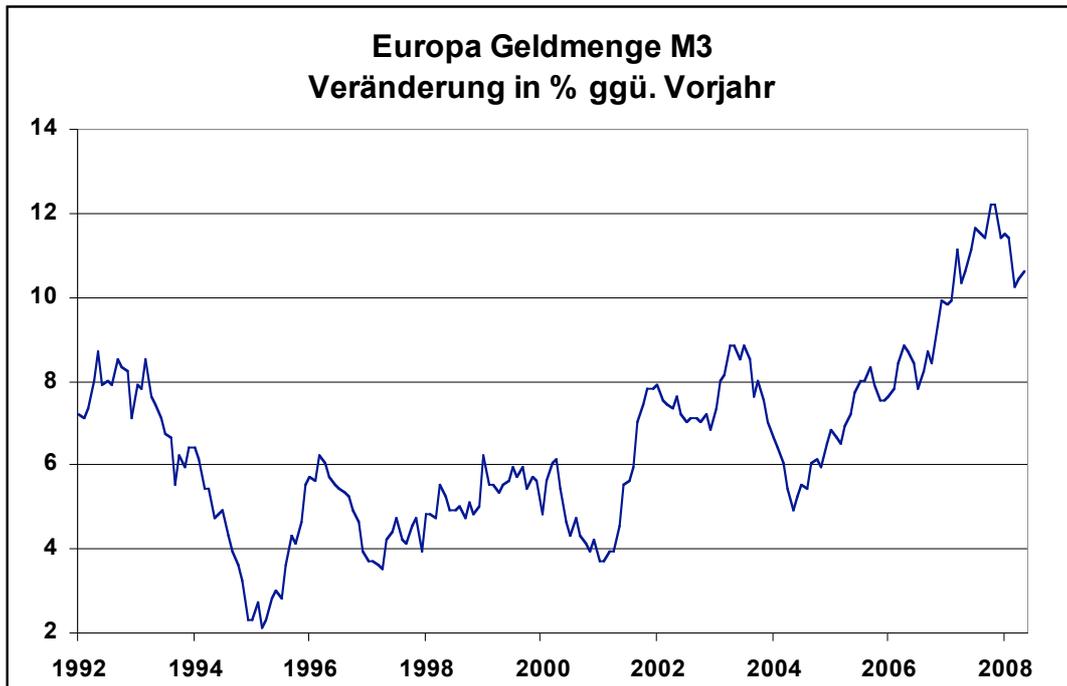
Die Auswirkungen der Bankenkrise auf die Realwirtschaft sind nur schwer abschätzbar. Banker, die ihren Job verlieren oder massive Bonuskürzungen erwarten, werden ihren Konsum einschränken. Immobilienkredite werden teurer, Unternehmen müssen höhere Zinsen zahlen, Übernahmen sind nicht mehr so leicht zu finanzieren etc. Das alles wirkt sich negativ auf die Wirtschaft aus. Vor allem in den USA und Großbritannien, wo der Konsum und Immobilien traditionell hoch fremdfinanziert sind, leidet die Wirtschaft schon spürbar unter einem knapper werdenden Kreditangebot.

INFLATION AUF DEM VORMARSCH / ZINSEN STEIGEN

Die Inflationsraten sind weltweit gestiegen. Vor allem in den Schwellenländern ist Inflation zum vorherrschenden Thema geworden. Die dramatisch gestiegenen Rohstoff- und Energiepreise haben hier bereits eine Preis-/Lohnspirale in Gang gesetzt, die das Wirtschaftsverhalten der Bevölkerung verändert. In Russland beträgt die Inflationsrate inzwischen 15 Prozent. Die Banken gewähren Zinsen von 8 bis 11 Prozent auf Rubel-Einlagen (je nach Laufzeit und Bonität der Bank). Für Anleger bedeutet dies sichere Geldvernichtung. Dollaranlagen haben gegenüber dem Rubel deutliche Währungsverluste gebracht. Deshalb kaufen Russen Immobilien oder Autos. In China nähert sich die Inflationsrate der 10-Prozentmarke. China war lange Zeit ein großer Antiinflationsexporteur. Jetzt beginnt sich das Blatt zu wenden. Stark steigende Lebenshaltungskosten beschleunigen auch den Anstieg der Löhne und der Lohnstückkosten. Weitere Aufwertungen des chinesischen Renminbi gegenüber dem US-Dollar sind unvermeidlich und verteuern zumindest für die Amerikaner die aus China kommenden Waren.

In der Eurozone liegt die Inflationsrate derzeit bei 4 Prozent. Nach monetaristischem Denken entsteht Inflation, wenn die Geldmenge stärker wächst als die Gütermenge (Annahme: Konstante Umlaufgeschwindigkeit des Geldes). Die Geldmenge wächst vor allem durch die Kreditvergabe der Banken. Erhöht sich die Geldmenge um beispielsweise 5 Prozent und die Gütermenge (Realwachstum) um 2 Prozent, dann steigt das Preisniveau insgesamt um rund 3 Prozent. Dies gilt zumindest für eine geschlossene Volkswirtschaft. Betrachtet man allerdings die Geldmengenentwicklung M3 (vgl. Grafik 14), die in der Eurozone in den letzten 5 Jahren mit jährlich 8 Prozent zugelegt hat und zieht hiervon das reale

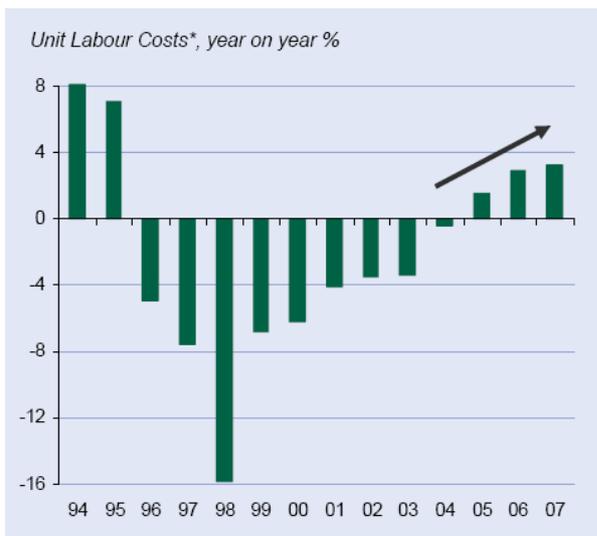
Wirtschaftswachstum von 2 Prozent ab, hätten wir eine Inflationsrate von 6 Prozent haben müssen. Tatsächlich lag sie aber nur bei rund 2 Prozent.



Grafik 14 (Quelle: FvS Research)

Ein Grund, dass die Inflation trotz stark steigender Geldmenge so niedrig blieb, waren die Billigimporte aus den Schwellenländern wie China. Dort beginnen aber nun die Lohnstückkosten zu steigen. Erste Unternehmen holen ihre Fertigung bereits zurück nach Deutschland oder in die USA, weil der Kostenunterschied auch aufgrund der gestiegenen Transportkosten nicht mehr groß genug ist. Ein weiterer Grund liegt in der Verwendung der geschaffenen Liquidität, die vor allem in Vermögensanlagen wie Immobilien geflossen ist.

LOHNSTÜCKKOSTEN IN CHINA



Grafik 15 (Quelle: Merrill Lynch, JP Morgan)

US-IMPORTPREISE CHINESISCHER WAREN GEGENÜBER VORJAHR



Grafik 16 (Quelle: JP Morgan, MacData)

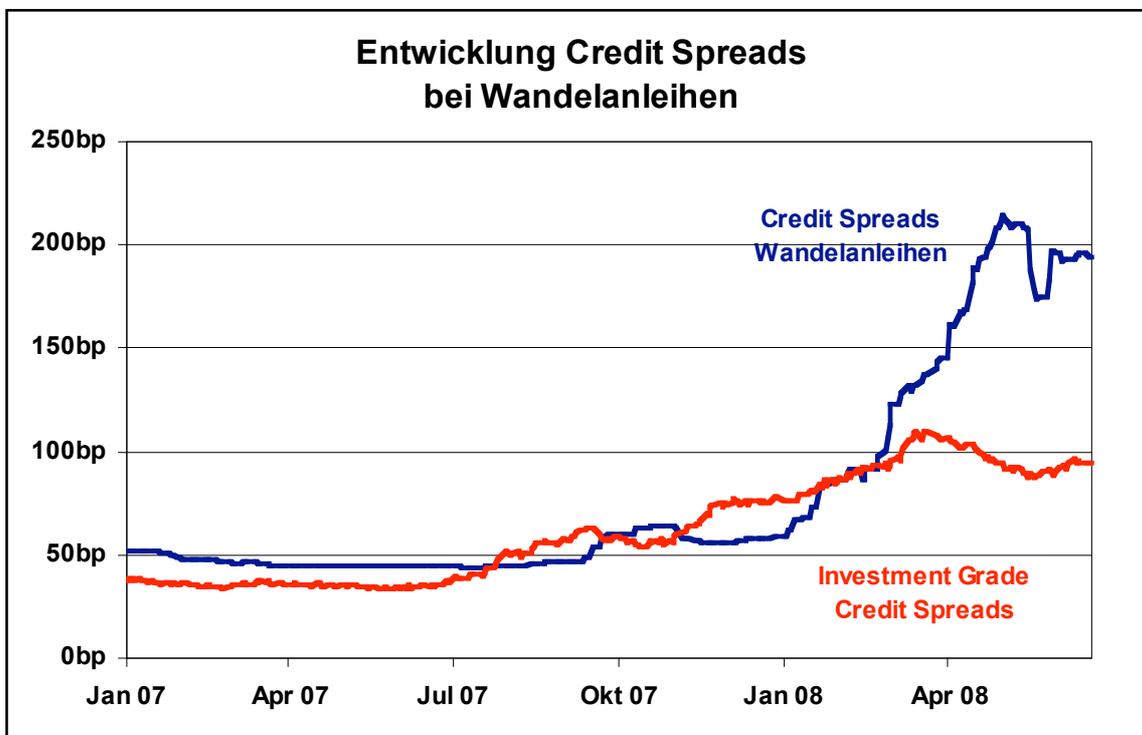
Die sich abzeichnende Zurückhaltung der Kreditvergabepolitik der Banken dürfte zwar das Wachstum der Euro-Geldmenge zurückgehen lassen, aber hieraus sollte noch nicht auf

einen signifikanten Inflationsrückgang geschlossen werden. So wie die starke Ausweitung der Geldmenge bis 2007 keinen nennenswerten Inflationsschub brachte, dürfte ein zurückgehendes Geldmengenwachstum nicht zwangsläufig zu einem entsprechenden Rückgang der Inflation führen. Wenn nämlich die Importpreise auf breiter Front steigen, importieren wir Inflation.

Da die inflationstreibenden Volkswirtschaften weltweit immer bedeutender werden, nimmt dieser Effekt zu. Dadurch werden sich die inflationsdämpfenden Effekte eines Konjunkturabschwungs im Westen und eines Rückgangs des Geldmengenwachstums nur begrenzt inflationsmindernd auswirken.

Deshalb erwarten wir auch bei abkühlender Wirtschaft allenfalls einen leichten Rückgang der Inflationsraten. Da der Realzins (Zins minus Inflation) in der Eurozone nur rund 1 Prozent beträgt, ist ein nachhaltiger Zinsrückgang trotz schwacher Konjunktur eher unwahrscheinlich.

Vergleichsweise hohe Zinsen gibt es dagegen bei Unternehmensanleihen guter Bonität, wo sich die Risikoaufschläge („Spreads“) in den letzten Monaten deutlich erhöht haben.



Grafik 17 (Quelle: FvS Research)

Dies bekamen auch Wandelanleihen zu spüren, die im ersten Halbjahr empfindliche Kursverluste erlitten. Dadurch ist das Renditeniveau auf über 5 Prozent gestiegen und liegt nun deutlich über Staatsanleihen, was es bis dato noch nie gegeben hat. Dieses Renditeniveau stellt zumindest bei Wandelanleihen mit solider Bonität eine Art Renditeuntergrenze dar ohne Berücksichtigung etwaiger Kursgewinne der zugrundeliegenden Aktien.

III. FAZIT

Die Stimmung an den Kapitalmärkten ist ausgesprochen negativ. Die Aktienmärkte konzentrieren sich voll auf eine Rezession in den USA und eine Abkühlung der Wirtschaft in

Europa, zu erwartende Kompensationseffekte aus dem Wachstum der Schwellenländer treten dabei in den Hintergrund. Die Auswirkung der Bankenkrise und des Inflationsanstiegs auf die Realwirtschaft bleiben die großen Unbekannten. Ein weiter steigender Ölpreis wäre kurzfristig ein Wachstumskiller, mittel- bis langfristig aber ein Innovationsmotor. Weitere Kursrückschläge sind daher durchaus möglich, würden aber jene Kaufgelegenheiten bieten, denen man später nachtrauert, wenn die Sonne wieder scheint. Der wesentliche Unterschied zur Megabaisse der Jahre 2000 bis 2003 ist das niedrige Bewertungsniveau.

Ein gut diversifiziertes Portfolio mit einer strategischen Kasseposition und Anlagen in Qualitätsaktien (Verzicht auf Banktitel), Gold, hochrentierlichen Wandelanleihen, sicheren Kurzläufnern im Rentenbereich und Hedgefonds, die diesen Namen verdienen, begrenzt das Risiko und bietet die Chance von Ausverkaufssituationen zu profitieren. Diversifikation hilft auch die Psyche des Anlegers im Gleichgewicht zu halten. Grenzenloser Optimismus in guten Zeiten ist langfristigem Anlageerfolg genauso abträglich wie reine Schwarzmalerei in der Baisse.

Köln, am 6. Juli 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.