

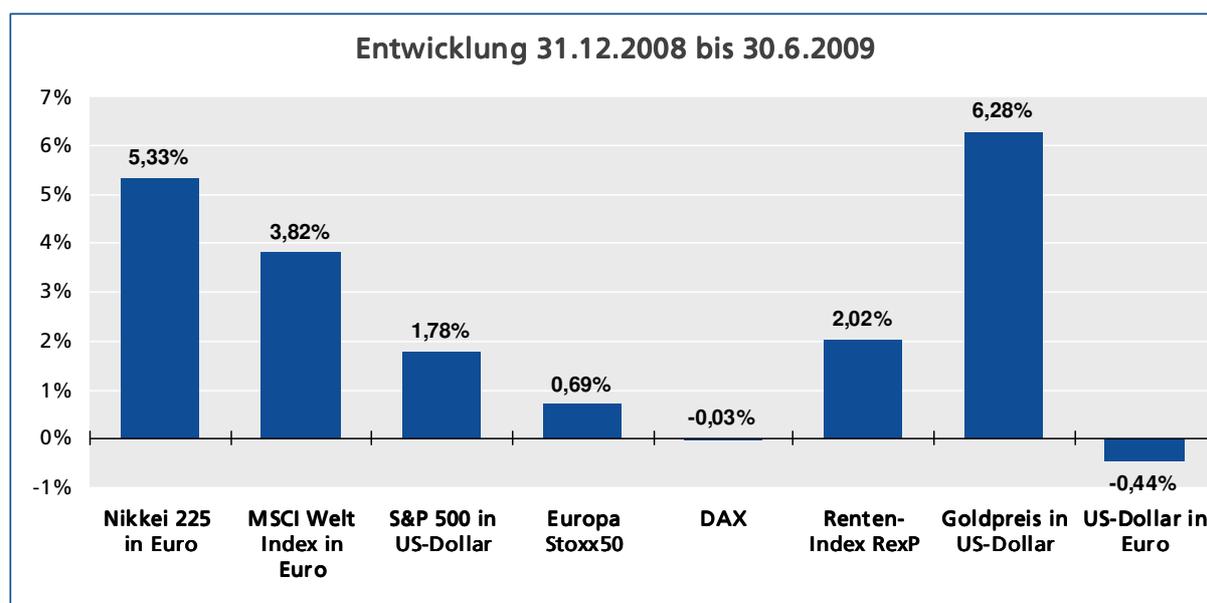
BERICHT I. HALBJAHR 2009

I. RÜCKBLICK

Die Halbzeitbilanz an den Aktienmärkten fällt einigermaßen versöhnlich aus. Die etablierten Aktienmärkte konnten im zweiten Quartal die Verluste des ersten Quartals wieder aufholen und damit immerhin ein ausgeglichenes Halbjahresergebnis erzielen. Besser entwickelten sich die Börsen der sogenannten Schwellenländer, die ihren Aufwärtstrend weiter fortsetzten und ein Plus von gut 33 Prozent (MSCI Emerging Market Index in Euro) erreichen konnten.

Bundesanleihen erzielten gemessen am REXP Index ein Plus von 2 Prozent.

Unternehmens- und Wandelanleihen profitierten von einem Rückgang der Risikoaufschläge. Vor allem Wandelanleihen, die im Vorjahr besonders unter der Finanzkrise gelitten hatten, konnten im ersten Halbjahr 2009 wieder deutlich zulegen (FvS Wandelanleihen Global plus 18 Prozent).



Quelle: Bloomberg

II. AUSBLICK

Noch im November letzten Jahres erwarteten die Konjunkturforscher für das Jahr 2009 einheitlich ein leicht positives Weltwirtschaftswachstum. Wenige Monate später herrschte Einigkeit, dass die Weltwirtschaft um fast 3 Prozent und das deutsche Bruttoinlandsprodukt sogar um 6 Prozent schrumpfen wird. Deshalb verwundert es nicht, dass viele Unternehmen keine Prognosen zu ihrer eigenen Umsatz- und Gewinnentwicklung mehr abgeben wollen oder können.

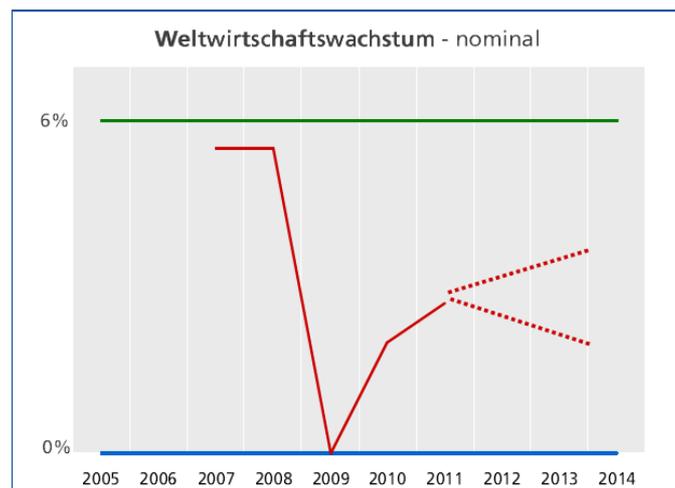
Inzwischen gibt es erste Signale, dass das Schlimmste hinter uns liegen könnte. So ist die Industrieproduktion in Japan im Mai um fast 6 Prozent gegenüber April gestiegen (liegt allerdings immer noch rund 30 Prozent unter dem Vorjahreswert).

Stimmungsindikatoren, wie die Einkaufsmanagerbefragungen oder die Erwartungskomponente des IFO Geschäftsklimaindex, zeigen bereits nach oben. Dieses Bild wird allerdings noch nicht durch handfeste Zahlen untermauert, weshalb Skeptiker bereits von einer „Erwartungsblase“ sprechen. Große Konzerne aus Schlüsselindustrien melden einvernehmlich, dass eine Trendwende noch nicht erkennbar ist. So erwarten Chemiekonzerne wie Lanxess oder BASF, dass die Krise länger als zunächst erwartet andauern wird und zukünftig mit niedrigeren Wachstumsraten zu rechnen sei.

Diese Großkonzerne haben zwar kein Finanzierungsproblem, leiden aber unter der „Kreditklemme“, die viele ihrer mittelständischen Kunden trifft. Das Münchner IFO Institut und der ZVEI (Zentralverband Elektrotechnik- und Elektronikindustrie) bestätigen die rapide Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen. Im Juni gaben 57 Prozent der befragten Unternehmen an, eine „Kreditklemme“ zu spüren. Im März waren es nur 5 Prozent. Daran werden auch die 442 Mrd. Euro, die die EZB den Banken für ein Jahr zum Traumzins von 1 Prozent geliehen hat, wenig ändern. Den Banken mangelt es an Eigenkapital, nicht an Liquidität. Deshalb horten sie einen großen Teil dieser Mittel oder nutzen sie zur Finanzierung spekulativer Handelspositionen.

Derzeit federn die verschiedenen Konjunkturprogramme den Abschwung noch ab und verschleiern damit die tatsächliche Lage. Ende des Jahres laufen Abwrackprämien und Steuergutschriften für Hauskäufer aus. Fast gleichzeitig werden auch die großzügigen Überbrückungsmaßnahmen, wie die deutsche Kurzarbeitsregelung, an Wirkung verlieren und viele Unternehmen mangels Kreditzugang in die Insolvenz gehen.

Die Hoffnung liegt auf den staatlichen Investitionsprogrammen, die bald erste Wirkungen entfalten könnten, und auf der robusten Konjunktur in den Schwellenländern. Vor allem China hat das Potenzial, durch staatliche Infrastrukturinvestitionen und eine Ankurbelung des privaten Konsums seine Wirtschaftsdynamik deutlich zugunsten der Binnennachfrage zu verschieben. Ohne einen wesentlichen Wachstumsbeitrag der Schwellenländer würde unser „Origami Vogel“ auf den Schnabel fallen.



Quelle: FvS Research

Fazit:

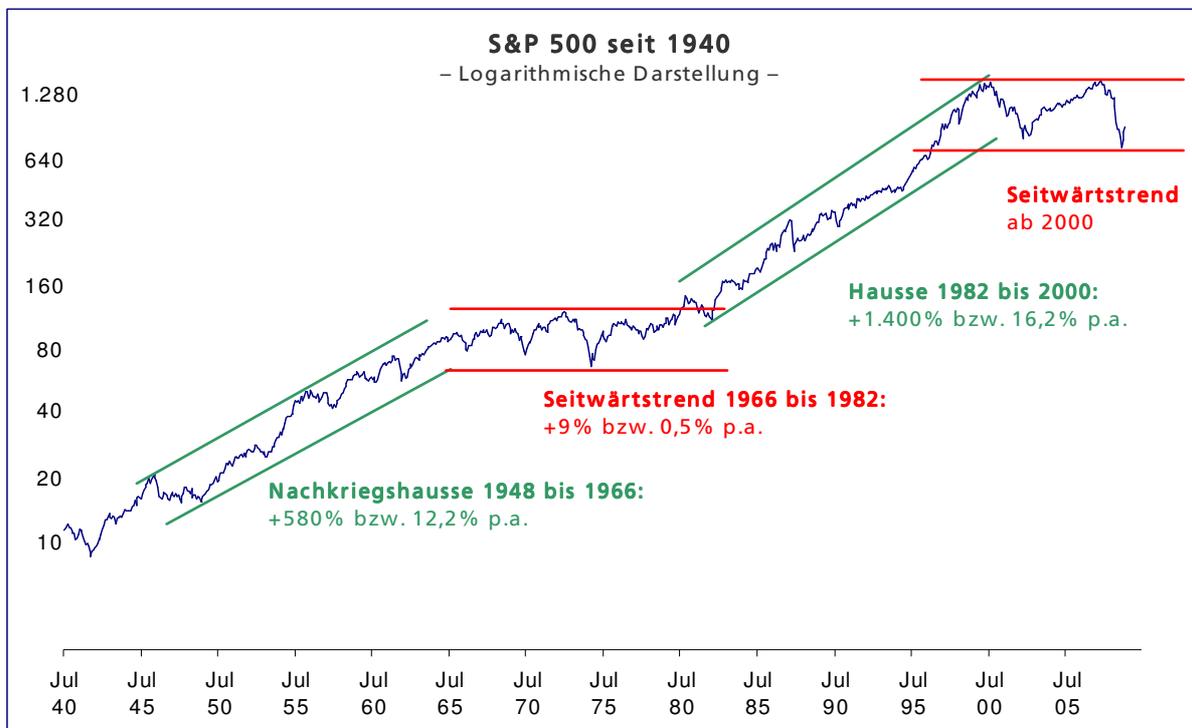
Zahlreiche Sonderfaktoren erschweren derzeit die Vergleichbarkeit mit früheren Konjunkturzyklen. Glücklicherweise muss man kein Konjunkturprognostiker sein, um gute Anlageentscheidungen zu treffen.

AKTIEN - STANDORTBESTIMMUNG

Nachfolgend haben wir die Aktienmarktentwicklung der Nachkriegszeit am Beispiel des S&P 500 Index abgebildet, der den mit Abstand größten Aktienmarkt der Welt repräsentiert und für den es das umfassendste Datenmaterial gibt.

Wir haben die Entwicklung in vier Phasen unterteilt:

1. Die Nachkriegshausse bis Mitte der sechziger Jahre war gekennzeichnet von hohem Wirtschaftswachstum, stark steigenden Unternehmensgewinnen und einem Anstieg der Bewertungen.
2. Die folgende Seitwärtsphase bis 1982 war durch zwei Ölschocks, steigende Inflation und steigende Zinsen geprägt. Die Tiefstkurse wurden bereits Ende 1974, das Bewertungstief erst 1982 erreicht.
3. Die Jahrhunderthausse von 1982 bis 2000 wurde durch einen massiven Rückgang der Inflation und des Zinsniveaus ausgelöst. Nach dem Fall des eisernen Vorhangs brachte die einsetzende Globalisierung den Unternehmen einen Gewinnschub. Ab 1995 beschleunigte sich die Entwicklung durch den Internetboom, der vor allem die Bewertung von Technologieaktien in bis dato nicht gekannte Höhen trieb.
4. Mit der Baisse von März 2000 bis Oktober 2002 begann ein großer Seitwärtstrend. Nach einer mehrjährigen Zwischenrally bis 2007, die durch ein hohes Wirtschafts- und Gewinnwachstum gekennzeichnet war, fielen die Aktienkurse im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise in nur 18 Monaten um 57 Prozent und erreichten im März 2009 einen neuen Tiefststand von 670 Punkten.

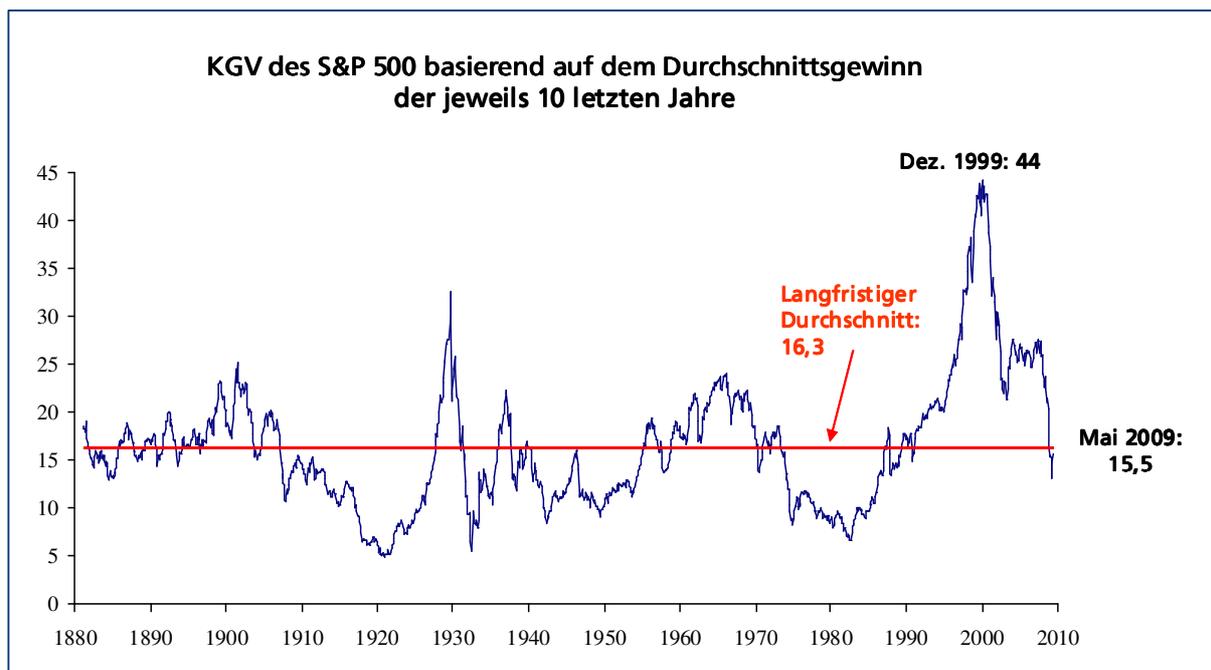


Quelle: Bloomberg, FvS Research, Daten per 19. Juni 2009

Um die in der Jahrhunderthälfte von 1982 bis 2000 erzielten Überrenditen (Kursgewinne von 16,2 Prozent p.a.) abzubauen, müsste der Aktienmarkt insgesamt ca. 20 Jahre seitwärts tendieren (also bis 2020), bevor die alten Höchststände nachhaltig überschritten werden können. Vom heutigen Kursniveau (S&P 500 bei 900 Punkten) impliziert diese simple, aber nicht ganz unplausible Rechnung ein Kurspotenzial von 70 Prozent bzw. 5 Prozent p.a.. Zuzüglich Dividenden ergäbe dies immerhin 8 Prozent jährlichen Gesamtertrag.

Diese Betrachtung klammert allerdings das aktuelle Bewertungsniveau und die Gewinnperspektiven der Unternehmen aus. Da die Bewertung in Form des KGVs (Kurs-Gewinn-Verhältnis) einen Gewinn voraussetzt, fällt diese in einer Zeit, in der viele Unternehmen keinen oder nur einen sehr geringen Gewinn erwirtschaften schwer oder führt zu unsinnigen Ergebnissen. Als Lösung bietet sich eine historische Durchschnittsbetrachtung an, die gute und schlechte Jahre sowie positive und negative Sondereffekte glättet.

Robert Shiller von der Yale Universität hat den US-Aktienmarkt nach dieser Methode analysiert. Dabei dient der inflationsbereinigte Durchschnittsgewinn der jeweils letzten zehn Jahre als Basis der Berechnung des nach ihm benannten „Shiller KGVs“.



Quelle: Robert Shiller, "Irrational Exuberance", Princeton University Press 2000, Daten per Mai 2009

Die Grafik zeigt die Entwicklung des Shiller KGVs für den S&P 500 Index seit 1880.

Drei Dinge erscheinen uns bemerkenswert:

1. Das Ausmaß der Überbewertung Ende 1999 / Anfang 2000 als US-Aktien mit dem 44-fachen des Durchschnittsgewinns der Jahre 1990 bis 1999 bewertet wurden.

2. Der extreme Bewertungsrückgang auf ein KGV von 15,5 (Kursniveau 31. Mai 2009 geteilt durch Durchschnittsgewinne von 1999 bis 2008). Aktuell sind es nach unseren Berechnungen 14,2 und am Tiefststand im März diesen Jahres waren es nur 10,9.
3. Der immer noch relativ große Abstand zu den Bewertungstiefs in den Jahren 1932 und 1982 mit Shiller KGVs von sechs bzw. sieben.

Als Indikator für das richtige Timing von Aktienkäufen oder Verkäufen ist das Shiller KGV aber nur bedingt geeignet. Spätestens Mitte der neunziger Jahre hätte man angesichts der erkennbaren „Überbewertung“ Aktien verkaufen müssen und damit die besten fünf Jahre der Hausse verpasst.

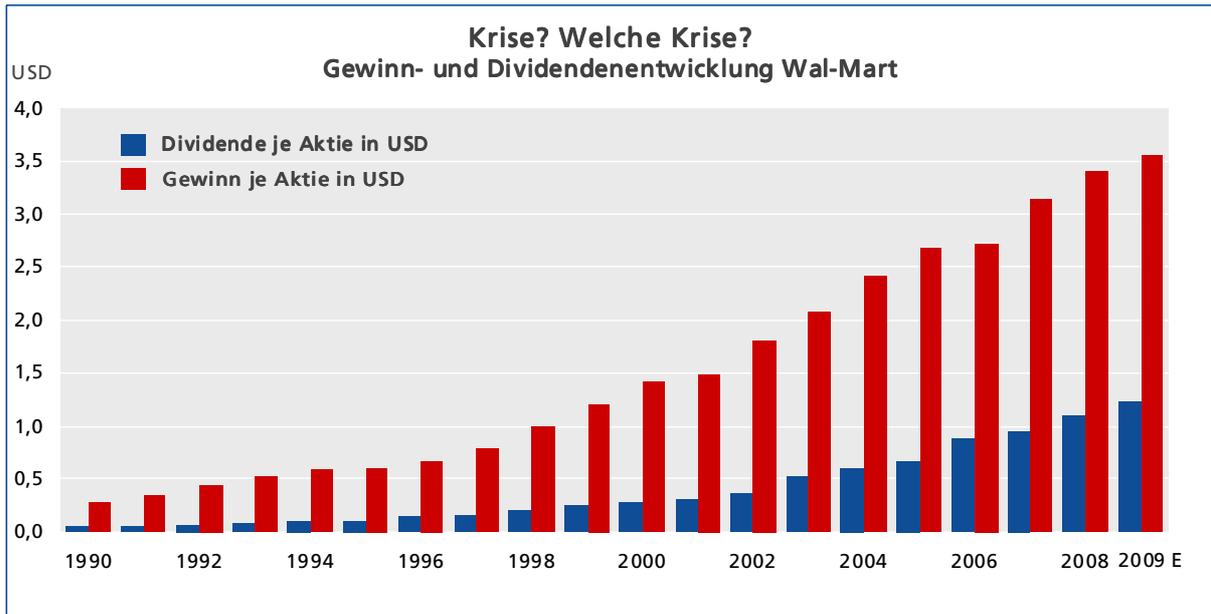
Als Fazit für den Gesamtmarkt lässt sich Folgendes konstatieren:

1. Aktien sind gemessen an ihrer historischen Ertragskraft nicht mehr teuer.
2. Das im März erreichte bisherige Bewertungstief, lag nur noch gut 20 Prozent über früheren Rekordtiefstständen.
3. Angesichts des niedrigen Zinsniveaus müssen Aktien nicht zwangsläufig auf die historischen Bewertungstiefs von 1932 und 1982 fallen, um ähnlich attraktiv zu sein. Genauso wenig müssen die Kurse fallen, damit sich die Bewertung reduziert, steigende Gewinne bei unveränderten Kursen haben den gleichen Effekt (analog 1975 bis 1982).

Die Einschätzung der Gewinnperspektiven ist durch die Wirtschaftskrise schwerer geworden. Für Unternehmen aus dem Finanzsektor sind seriöse Ertragsannahmen praktisch unmöglich. Ähnliches gilt für sehr konjunktursensitive Unternehmen, insbesondere dann, wenn sie hoch verschuldet sind. Darunter leidet auch die Aussagekraft einer Indexbetrachtung, vor allem, wenn der Anteil schwer kalkulierbarer Unternehmen in einem Index besonders hoch ist (Bsp. DAX-Index). Die Indexbetrachtung liefert deshalb nur einen Anhaltspunkt für die Bewertung des Gesamtmarktes. Ähnlich wie bei Immobilien muss eine konkrete Investitionsentscheidung vor allem das Preis-/Leistungsverhältnis des Einzelobjekts, also der Aktie, berücksichtigen.

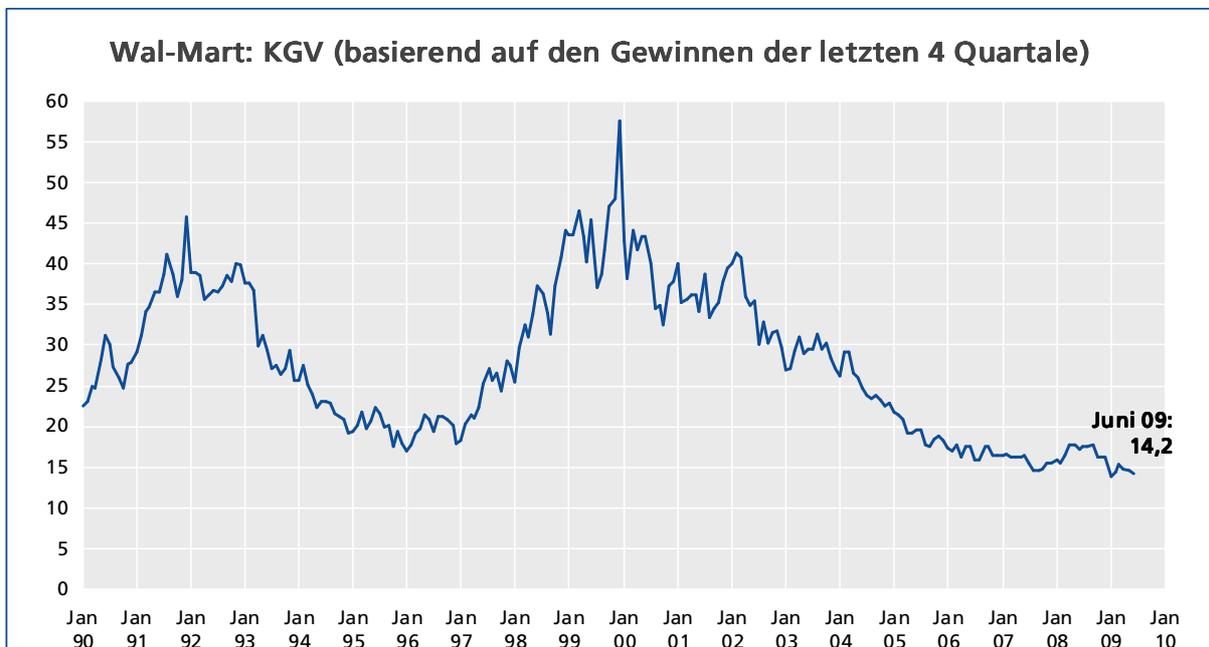
Deshalb betrachten wir jedes Unternehmen und jede Branche mit ihren spezifischen Eigenarten. Sind die Perspektiven zu ungewiss, wie im Finanzsektor, kommt eine Anlage nicht in Betracht. Dadurch haben wir in den letzten beiden Jahren viel Schaden von den verwalteten Fonds und Portfolios abwenden können.

Im Idealfall steigen die Erträge eines Unternehmens kontinuierlich an und sind durch eine starke Wettbewerbsposition auch noch gut abgesichert. Ein Beispiel für ein solches Unternehmen ist Wal-Mart, der größte Einzelhändler der Welt, dessen Gewinn- und Dividendenentwicklung für die letzten 20 Jahre in der folgenden Grafik abgebildet ist.



Quelle: Bloomberg

Wachstum und Planbarkeit haben aber ihren Preis, weshalb Aktien solcher Unternehmen zumeist sehr teuer sind. Dies galt lange Zeit auch für Wal-Mart. Im Jahre 1999 lag das KGV bei astronomischen 57. Seither hat sich der Gewinn fast verdreifacht während der Kurs um gut 30 Prozent gefallen ist. Das Ergebnis ist ein aktuelles KGV von 14,2 bezogen auf den Gewinn der letzten vier Quartale und 13,4 bezogen auf die Gewinnschätzung für 2009.



Quelle: Bloomberg, Daten per Juni 2009

Wal-Mart steht exemplarisch für viele gute Unternehmen, die vor 10 Jahren aufgrund ihrer hohen Bewertung schlechte Aktien waren. Insofern spiegelt das Bild die Aussagen des „Shiller KGVs“ für den gesamten Aktienmarkt wider.

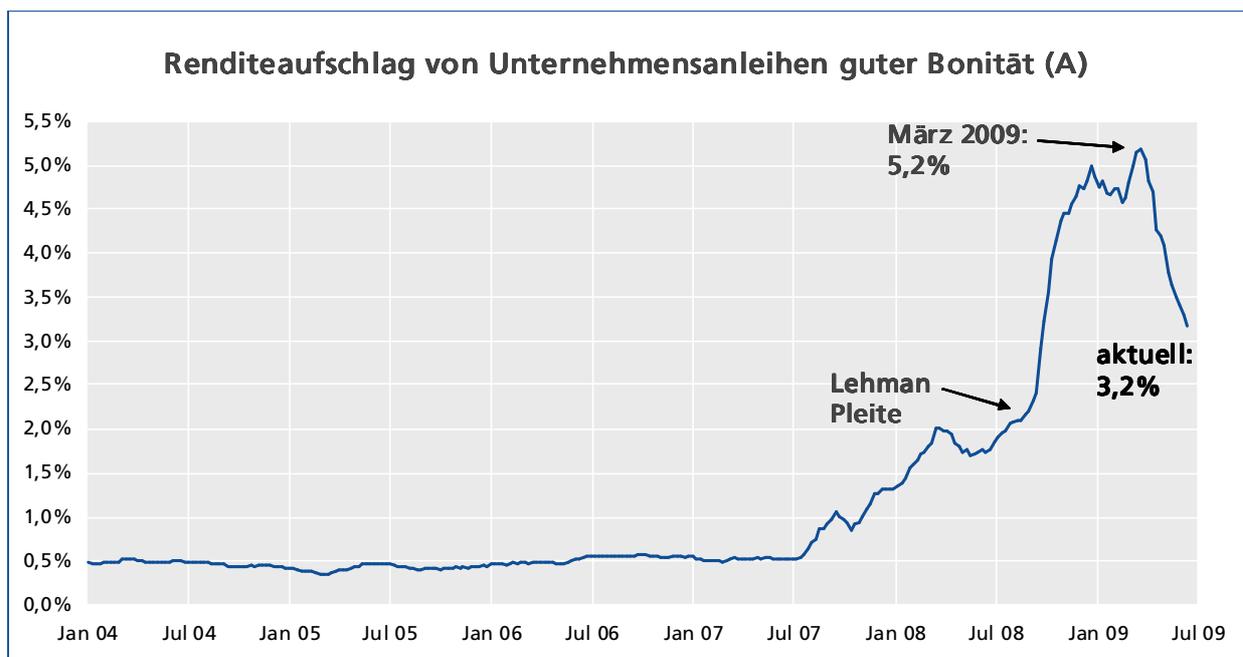
Inzwischen ist die Bewertung soweit gesunken, dass die aufgrund der erreichten Unternehmensgröße geringeren Wachstumsperspektiven bereits „eingepreist“ sind. Ähnliche Entwicklungen sind bei vielen Aktien guter, d.h. stabiler und ertragsstarker Unternehmen im Konsum-, Gesundheits- und Telekomsektor erkennbar. Im Falle einer deutlichen Konjunkturerholung werden diese Werte zwar nicht die höchsten Kursgewinne aufweisen, dafür sind aber auch die Kursrisiken bei konjunkturellen Enttäuschungen gering. Hinzu kommen attraktive und vergleichsweise sichere Dividendenrenditen als Lohn für langfristig denkende Investoren.

Fazit:

Durch die Finanzkrise hat sich die Bewertung am Aktienmarkt drastisch reduziert. Die im März erreichten Tiefstkurse dürften das untere Ende der Bandbreite der großen Seitwärtsbewegung markieren, auch wenn die historischen Bewertungstiefs für den Gesamtmarkt noch nicht ganz erreicht wurden. Bei einzelnen Aktien mit soliden Ertragsperspektiven ist dies aber bereits der Fall. Hier sehen wir Chancen in der Krise.

UNTERNEHMENS- & WANDELANLEIHEN

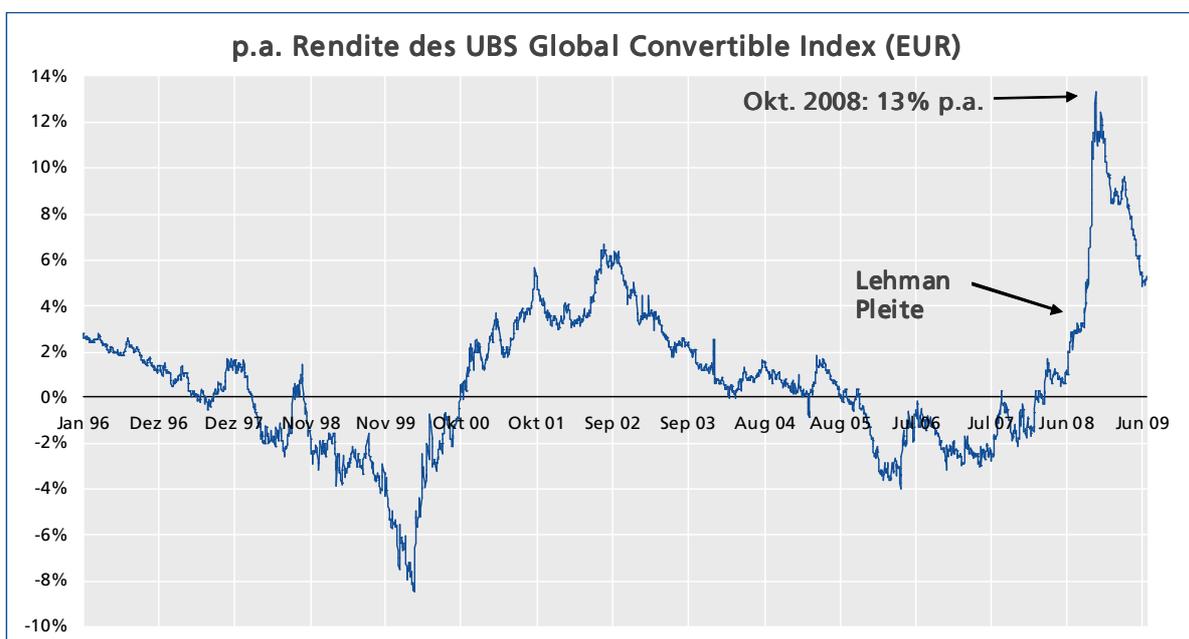
Bundesanleihen mit fünf Jahren Laufzeit rentieren aktuell bei 2,4 Prozent. Bei zweijährigen Anleihen sind es gerade noch 1,2 Prozent und die Kontoverzinsung liegt nur noch knapp über Null. Da ist es kaum verwunderlich, dass Anleger nach Renditealternativen Ausschau halten und sich in den letzten Monaten verstärkt auf Unternehmens- und Wandelanleihen konzentriert haben. Dadurch haben sich die Renditeaufschläge gegenüber Bundesanleihen in den letzten Monaten von ihren Rekordwerten im März wieder zurückgebildet, wie die folgende Grafik zeigt.



Quelle: Barclays Capital Live (Euro Aggregate Corporate Index, Option Adjusted Spread), Daten per 12. Juni 2009

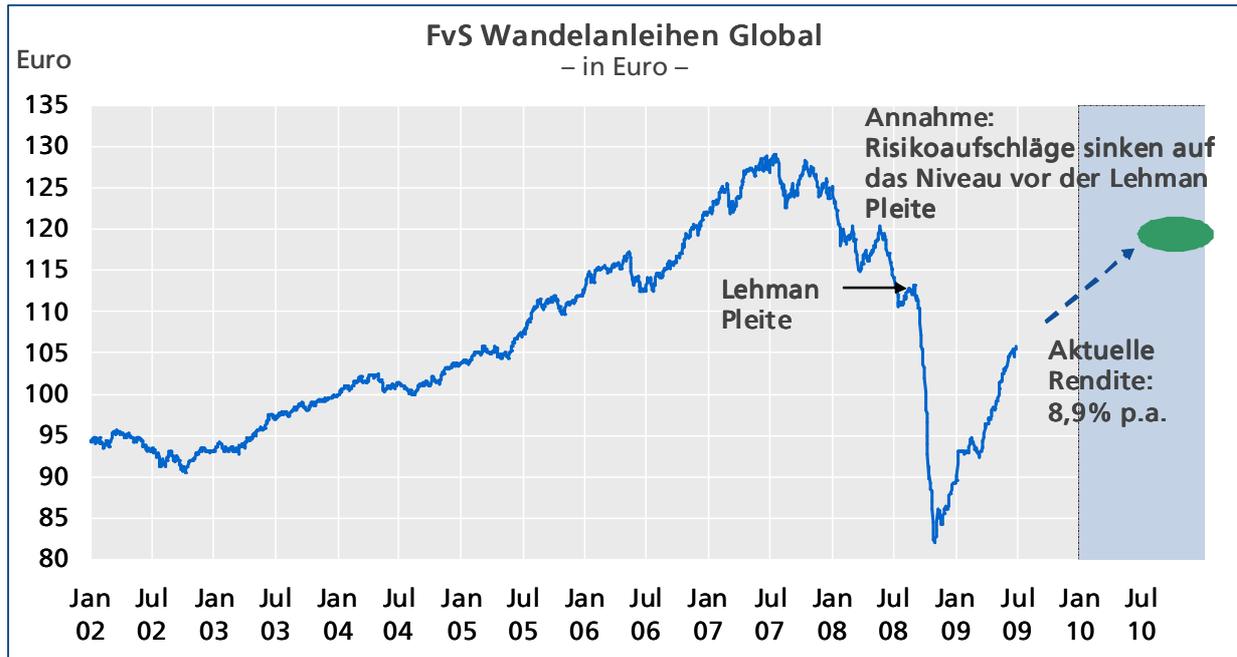
Der durchschnittliche Renditeaufschlag von aktuell 3 Prozent ist allerdings durch die vergleichsweise hohe Rendite von Bankanleihen nach oben verzerrt. Solide Emittenten zahlen derzeit knapp 2 Prozent mehr als der Staat. Bei einer Laufzeit von fünf Jahren sind dies gut 4 Prozent. Damit haben Unternehmensanleihen gegenüber dem Jahresanfang zwar an Attraktivität eingebüßt, sind aber bei entsprechender Qualität immer noch eine sinnvolle Alternative zu Bundesanleihen.

Ein nach wie vor besseres Chance-/Risikoverhältnis weisen Wandelanleihen auf. Diese Anlageform erlebte nach der Lehman Pleite das schlimmste Jahr ihrer Geschichte. Die dominierenden Anleger waren Hedge Fonds und Banken, die ihre Positionen ohne Rücksicht auf Verluste liquidieren mussten. Dabei fielen die Kurse teilweise stärker als die der zugrunde liegenden Aktien. Dies führte zu einem enormen Anstieg der Renditen, wie die folgende Grafik zeigt.



Quelle: UBS, Daten per 16. Juni 2009

Die Durchschnittsrendite der im UBS Global Convertible Index enthaltenen Wandelanleihen stieg im Oktober letzten Jahres auf ein nie zuvor erreichtes Niveau von 13 Prozent. Inzwischen hat sich die Lage erwartungsgemäß beruhigt, wenngleich die Index-Rendite mit 6 Prozent immer noch auf dem Niveau der letzten Baisse im Jahre 2002 liegt. Fast spiegelbildlich ist der Verlauf der Kurse, wie man am Beispiel des FvS Wandelanleihen Global erkennen kann.



Quelle: Bloomberg, FvS Research, Daten per 30. Juni 2009

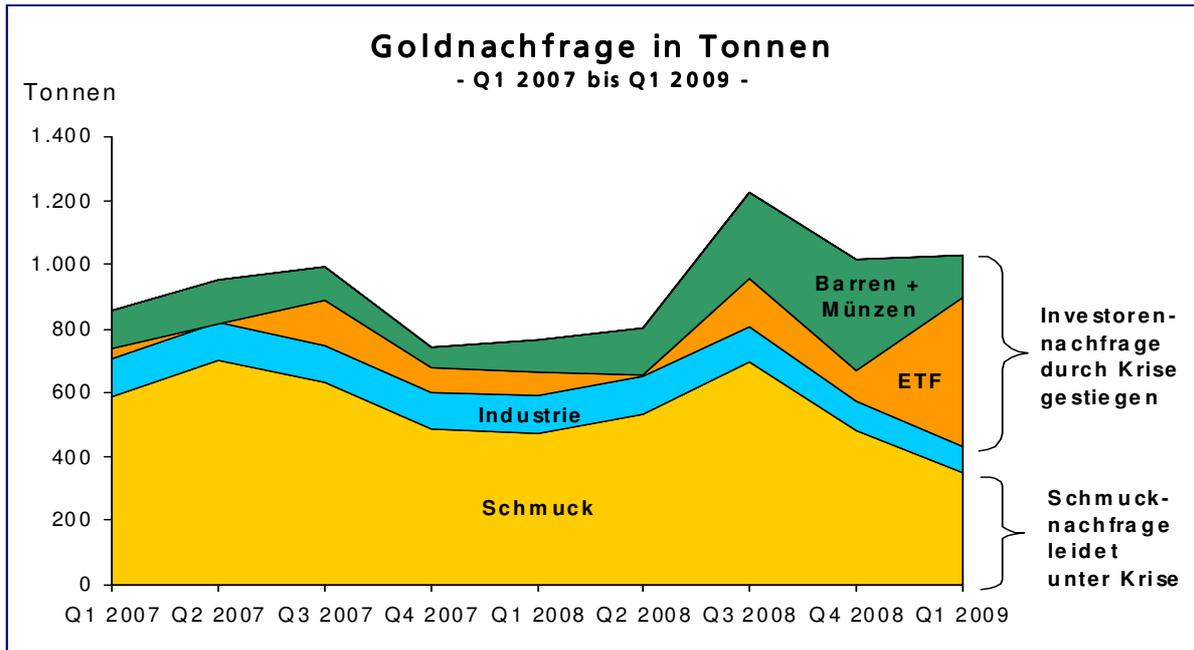
Die Rendite der rund 70 im Fonds enthaltenen Titel beträgt aktuell noch 8,9 Prozent. Unmittelbar vor der Lehman Pleite waren es nur 5 Prozent, ein Wert, der damals bereits außergewöhnlich hoch erschien (Wandelanleihen rentieren wegen des zusätzlichen Umtauschrechts in Aktien normalerweise deutlich niedriger als normale Unternehmensanleihen). Die grüne Ellipse in der Grafik zeigt, wo der Fondspreis in ca. 12 bis 18 Monaten notieren sollte, wenn die Risikoaufschläge der Titel sich auf das Niveau unmittelbar vor der Lehman Krise reduzieren würden. Wir haben hierbei also keine Kurssteigerungen der zugrunde liegenden Aktien unterstellt, obwohl die Aktienkurse damals deutlich höher waren als heute.

Fazit:

Wandelanleihen bieten immer noch hohe, teilweise aktienmarktunabhängige Renditen und damit ein sehr gutes Chance-/Risikoverhältnis. Das Tempo der Kurssteigerungen wird sich aber im zweiten Halbjahr verlangsamen.

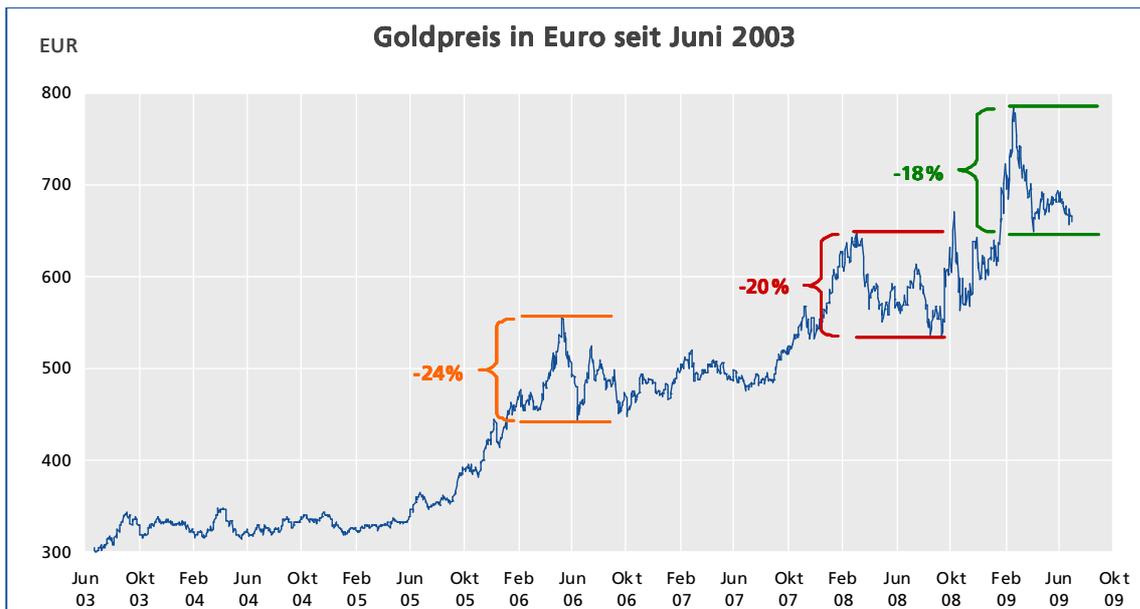
GOLD

Die Nachfragestruktur am Goldmarkt hat sich in den letzten Quartalen gravierend verändert. Die früher dominante Schmucknachfrage ist krisenbedingt stark rückläufig. Der hieraus resultierende Nachfrageausfall ist durch das Kaufinteresse von Goldinvestoren kompensiert worden, wie die folgende Grafik zeigt.



Nachdem in der Anfangsphase der Krise die Nachfrage nach Münzen und Barren dominierte, waren Goldfonds (sogenannte ETFs) im letzten Quartal die größten Goldkäufer. Hierhinter verbirgt sich zunehmendes Interesse von Großinvestoren, die Gold vor allem als Anlage zur langfristigen Vermögenssicherung sehen.

In Euro gerechnet hat der Goldkurs seit seinem Höchststand von 783 Euro am 18. Februar 2009 rund 18 Prozent verloren. Wie die folgende Grafik zeigt, gab es seit Beginn des Aufwärtstrends im Jahre 2003 insgesamt drei größere Preiskorrekturen, die im Durchschnitt rund 20 Prozent betragen.



Ohne hieraus eine Gesetzmäßigkeit ableiten zu wollen, erscheint der Zeitpunkt für Positionsaufstockungen wieder günstig. Die Wiederentdeckung von Gold als Anlageklasse hat gerade erst begonnen. Explodierende Staatsschulden und die Gefahr erneuter Krisen rücken den Wertsicherungscharakter von Gold, das bekanntlich nicht Pleite gehen kann, in den Vordergrund. Im Gegensatz zu früheren Krisenzeiten gilt ein Argument gegen Gold angesichts der Nullzinspolitik der Notenbanken heute kaum noch: seine fehlende Verzinsung.

Fazit:

Die Risiken an den Kapitalmärkten sind heute nicht größer als vor einigen Jahren, auch wenn einem die täglichen Schlagzeilen etwas anderes glauben machen. Im Unterschied zu damals sind viele Risiken aber bekannt und haben sich inzwischen in den Kursen der Anlagen (überwiegend negativ) niedergeschlagen. Eine Fortschreibung dieser Entwicklung führt zu prozyklischem Verhalten. Herrscht allgemeiner Optimismus, werden Risiken gerne ignoriert. In Krisen dominieren sie dagegen Denken und Handeln der Investoren. Um Prozyklik zu vermeiden, muss man in der Krise vor allem nach Chancen suchen und in der Euphorie vor allem nach Risiken. Kombiniert man dieses Denken mit einer intelligenten Vermögensdiversifikation, verliert die Krise nicht nur ihre Bedrohung, sondern wird zur Basis langfristiger Vermögensmehrung.

Köln, am 6. Juli 2009

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.