

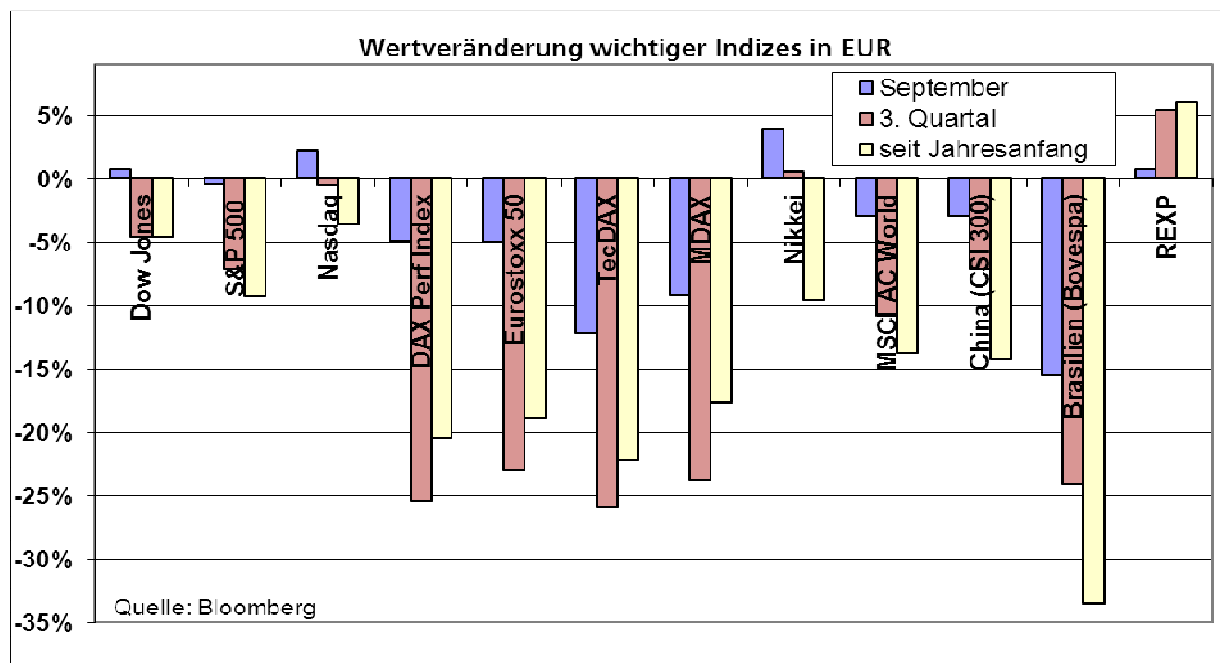


Bericht zum 3. Quartal 2011

Schulden- und Euro-Krise als die bestimmenden Faktoren der Börsenentwicklung

Das vergangene Quartal zeigte eine katastrophale Entwicklung bei vielen Aktienbörsen. Alleine der deutsche DAX-Index verlor rund 25% an Wert (bis zum bisherigen Tiefststand am 12. September sogar über 32%! – und verzeichnete den größten Quartalsverlust seit 9 Jahren! Die Kursreaktion begann Ende Juli, kam nahezu aus dem Nichts und erwischte die meisten Marktteilnehmer auf dem falschen Fuß. Insbesondere die Geschwindigkeit, mit der es nach unten ging, ließ manchen den Atem stocken. In sechs Börsentagen war nahezu ein Fünftel des Wertes der deutschen Aktien – gemessen am DAX-Index – verloren. Solideste Qualitätsaktien der deutschen Industrie, mit vollen Auftragsbüchern, Rekordgewinnen, hohen Kassenbeständen und Dividendenrenditen, die das Doppelte der Renditen von deutschen Staatsanleihen abwerfen, wurden aus Angst unreflektiert auf den Markt geworfen. Die besonnenen Schnäppchenjäger konnten da nicht mehr dagegenhalten.

Entwicklung wichtiger Indizes über verschiedene Zeiträume in 2011, gemessen in Euro:



Auch wir wurden von der Stärke des Kursrückgangs überrascht, vor allem deshalb, weil sich das fundamentale Umfeld für Aktienanlagen positiv darstellte. Die Bewertungen, gemessen an den KGVs und KBVs (Kurs-Gewinn- und Kurs-Buchwert-Verhältnissen), waren in vielen Indizes relativ niedrig, die Dividendenrenditen vieler Aktien hoch (und deutlich höher als die Renditen von Zinsanlagen). Zudem verblieben die Zinsen auf einem sehr niedrigen Niveau und sind im Quartalsverlauf sogar gefallen – niedrige Zinsen bieten normalerweise Rückenwind für die Unternehmensgewinne und Aktienkurse. Aktienanlagen werden umso interessanter für Investoren werden, je niedriger die Zinsen und damit Anleihen als alternative Anlage sind. Einzig konjunkturell haben wir eine leichte Eintrübung der Wachstumsaussichten festgestellt (aber auch hier war und ist noch Wachstum erkennbar).

Was war der Auslöser für den Crash?

Es waren eigentlich längst bekannte Faktoren, die maßgeblich für den Kursrückgang sorgten:

- Die Schuldenkrise in den USA und vor allem in Europa war erneut das Thema Nr. 1.
- Die Angst vor einem Schuldenschnitt in Griechenland nahm zu, nachdem auch Politiker dies nicht mehr ausschlossen und die negativen Nachrichten zu Griechenland zunahmen.
- In der Folge stieg die Angst vor Problemen bei europäischen Banken massiv an (diese haben vielfach in Griechenland- und weitere PIGS-Staatsanleihen investiert und müssten mitunter massive Verluste bei einem Schuldenschnitt hinnehmen).
- Die Bonitäts-Abstufung der USA auf AA+ durch die Rating-Agentur Standard & Poor's Anfang August war ein weiterer Auslöser bzw. Verstärker des negativen Marktumfeldes.

- Zudem gab es Anzeichen einer allgemeinen Wirtschaftsverschlechterung:
 - o Die konjunkturellen Frühindikatoren in Europa und USA gaben nach.
 - o Die Stimulierungsmaßnahmen der US-Notenbank FED sind deutlich zurückgegangen.
 - o Die Wachstumsraten und -aussichten in Asien haben sich spürbar verschlechtert.
 - o Inflationsprobleme in China führten zu einer bremsenden Notenbankpolitik.

Hinzu kommt: Die Kapitalmärkte bzw. die Kapitalmarktteilnehmer mögen keine Unsicherheit! Gerade im Hinblick auf die europäische Schuldenkrise erfolgte seitens der Politik eine oft unklare und widersprüchliche Kommunikation der unterschiedlichen Regierungen und Akteure. Zudem fehlt das Vertrauen in die Politik, eine klare und nachhaltige Lösung der Probleme zu präsentieren, nachdem sich die Krise in den letzten 18 Monaten trotz vielfältiger Bemühungen immer wieder verstärkt hat. Vielmehr scheint es so, als reagierten Politiker nur noch auf die neuesten Ereignisse. Ist ein Feuer gelöscht, flackern die Flammen an anderen Stellen wieder auf.

⇒ Und das ist das Hauptproblem: Die Märkte haben jegliches Vertrauen in die Problemlösungsfähigkeit der verantwortlichen Politiker verloren!

Lösung durch Rettungsschirme?

Mit dem EFSF-Rettungsschirm (European Financial Stability Facility) scheint nun erst einmal eine „Lösung mit längerer Halbwertszeit“ präsentiert worden zu sein. Nach der Zustimmung aller Euro-Länder hat der EFSF ein Volumen von insgesamt EUR 780 Mrd. zur Verfügung, um Banken und vor allem den klammen Staaten (durch Kauf von Staatsanleihen) direkt Liquidität bereitstellen zu können. Derzeit ist darüber hinaus im Gespräch, das Volumen (ggf. mittels Kreditaufnahme bei der EZB) zusätzlich zu hebeln, sodass die Kapazität schnell weiter ausgeweitet werden könnte. Als Bundeskanzlerin Angela Merkel und der französische Staatspräsident Nicolas Sarkozy nach einem Treffen am 09.10.2011 für Ende Oktober ein Gesamtpaket mit Rettungskonzepten angekündigt hatten, fassten die Marktteilnehmer wieder Mut. Bereits einige Tage zuvor war bekannt geworden, dass auch der IWF Geld zur Bankenhilfe zur Verfügung stellen könnte. Nachdem die Slowakei am 11.10.2011 in einer ersten Abstimmung gegen den EFSF gestimmt hatte, war in der Folge die Regierungskoalition zerbrochen und es wurden Neuwahlen angesetzt. In einer zweiten Abstimmung hat dann einen Tag später die bisherige Opposition zugestimmt. Damit hat nun auch das letzte Euro-Land der Ausweitung des EFSF zugestimmt, der somit seine Arbeit aufnehmen kann.

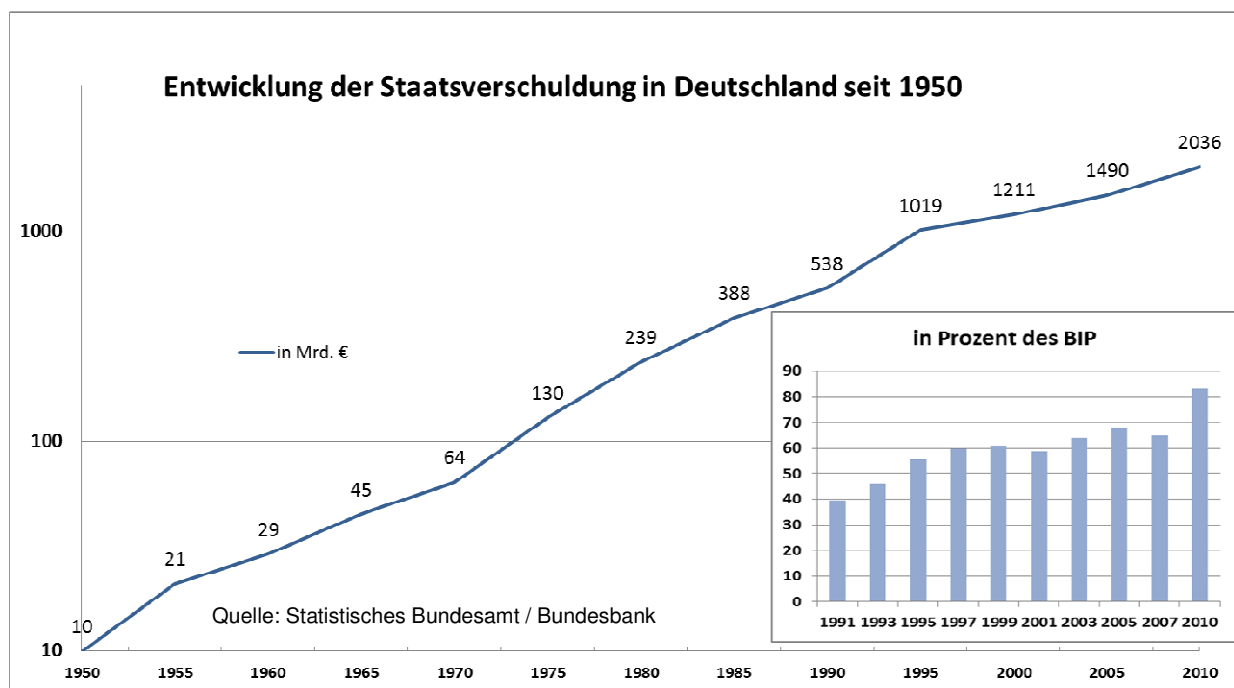
Unsere Meinung zum EFSF: Zwar ist es für das Funktionieren der Wirtschaft notwendig, dass Banken liquide bleiben, dennoch muss berücksichtigt werden, dass die heutigen Probleme der Banken größtenteils selbst verschuldet sind und auf ein fehlendes Verantwortungsbewusstsein, gepaart mit extremem Profitstreben zurückgehen. Normalerweise sollte jeder Geschäftsmann Risiken, die er eingeht, auch selbst tragen können – im Falle der Banken schien es so, dass bewusst Risiken eingegangen wurden, die – wenn alles gut läuft – hohe Renditen bringen und, wenn es schiefgeht, durch den Staat oder, anders formuliert, durch die Allgemeinheit getragen werden.

Zurückzuführen ist dies auf falsche Anreize durch 1.) die Boni-Systeme der Institute, 2.) die Politik und 3.) die EZB, die zuletzt auch „schlechte Anleihen“ als Sicherheiten annahm. Aus unserer Sicht ist es unerlässlich, dass die Banken wieder zu einem verantwortungsvolleren Handeln zurückkehren bzw. notfalls auch dazu gezwungen werden. Dies wäre ein erster echter Ansatz zur Lösung der aktuellen Krise.

Ähnliches gilt für die Staaten – nachdem kaum noch ein Euro-Staat die ursprünglich als verbindlich festgelegten Maastricht-Kriterien (Stabilitätskriterien bei Einführung des Euro) erfüllt, ist die logische Konsequenz, dass die Staatsanleihen der einzelnen Länder nun die (Bonitäts-)Risiken der einzelnen Länder durch höhere Zinsen einpreisen. In Griechenland zum Beispiel erscheint ein Schuldenschnitt unseres Erachtens unvermeidbar – das Land ist durch die aktuellen Sparbemühungen in eine tiefe Rezession gerutscht und mit etwa 157 % des BIP (Maastricht-Grenze 60 %!) deutlich überschuldet. Weitere Gelder aus dem Euro-Raum werden die Schuldenprobleme nicht lösen können, sondern bestenfalls etwas in die Zukunft verschieben.

Die europäischen Staaten wollen künftig den EFSF durch den dauerhaften ESM-Rettungsschirm (European Stability Mechanism) ablösen. Es scheint auf politischer Ebene also wenig andere Ideen zu geben, als weiterhin massiv in die Kreditmärkte einzugreifen und damit eine (möglicherweise notwendige) Bereinigung der Märkte zu verhindern bzw. zu verzögern. Wann der ESM durch die europäischen Parlamente verabschiedet wird, ist derzeit noch unklar, da in Brüssel hierzu noch kein Vertragswerk erstellt worden ist. Beabsichtigt ist ein Start des ESM in 2013.

Abschließend bleibt festzuhalten, dass die Schuldenkrise mit einer Zuführung von neuem Geld im Zaum gehalten werden soll. Langfristig kann dieses Experiment nicht gutgehen und es stellt sich die Frage, wann und wie die aufgetürmten Schulden jemals zurückbezahlt werden sollen. Zu berücksichtigen ist hierbei, dass auch die vergleichsweise soliden europäischen Länder wie Deutschland (Anteil am EFSF von EUR 211 Mrd.!) schon seit längerem die Maastricht-Kriterien nicht mehr erfüllen und auch hierzulande die Schulden deutlich ansteigen (siehe nachfolgende Grafik). Wenn gleich die deutsche Neuverschuldung in 2011 unter 2% betragen wird und für 2012 nochmals deutlich niedriger liegen soll (dank der guten Konjunktur), ist zu berücksichtigen, dass jedoch mögliche Verpflichtungen aus den Bürgschaften und Leistungen hinsichtlich des Stabilitätsfonds bisher nicht einkalkuliert wurden.



Konträre Richtungen der aktuellen Geldpolitik

Regierungen und Notenbanken haben aktuell zwei mögliche Handlungsalternativen:

Eine Möglichkeit ist, die expansive Geldpolitik fortzuführen, was zwar ein Abstürzen der Wirtschaft verhindern kann, aber in dieser Situation keinen neuen Aufschwung herbeiführen kann. Bisher hat die Flutung mit Geld vor allem zu einer gewissen Asset-Preis-Inflation geführt. Aktien, Rohstoffe und nicht zuletzt Gold konnten seit der Wende in 2009 wieder deutlich an Wert gewinnen. Ein breiter Aufschwung konnte mit den Billionen von Dollar nicht erreicht werden.

Solche Maßnahmen verschieben eine Bereinigung der Probleme nur in die Zukunft und lösen diese nicht. Sie erhöhen zudem die Gefahr von Blasen, die wiederum neue Einbrüche herbeiführen können. Auch eine deutlich ansteigende Inflation könnte damit einhergehen, insbesondere, wenn das zusätzliche Geld auch nachfragewirksam wird.

⇒ [Ein weiteres „Gelddrucken“ dürfte – vor allem in den USA – wohl das wahrscheinlichste Szenario sein.](#)

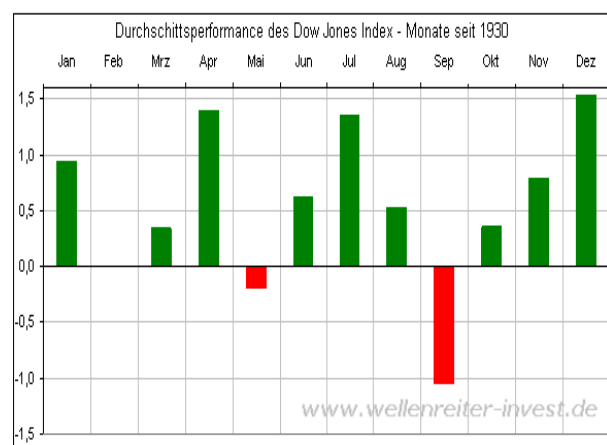
Auf der anderen Seite gibt es die Verfechter eines Einstellens des direkten und indirekten Geld-druckens. Über starke Sparanstrengungen könnten die Länder versuchen, ihre Haushalte auszugleichen und Schulden abzubauen. Viele Euro-Länder haben bereits, ähnlich wie Deutschland, eine Schuldenbremse beschlossen und sind dabei, Sparhaushalte umzusetzen. In diesem Szenario droht eine Deflation mit deutlichen Negativfolgen für die Weltwirtschaft.

Beide Alternativen sind nicht gerade positiv. Die aktuelle Krise dürfte nur über einen schmerzhaften Bereinigungsprozess aus der Welt geschaffen werden können. Staats- und Bankpleiten gehören, so bitter das auch sein mag, mit dazu.

Kurzfristig sprechen jedoch zahlreiche Signale für eine Entspannung und Erholung

Viele Sentiment-Indikatoren wiesen zuletzt auf einen hohen Pessimismus der Anleger hin. Ein solcher hoher Pessimismus ergibt sich in aller Regel dann, wenn sich bereits sehr viele Anleger von Aktienbeständen getrennt haben. Im Umkehrschluss ist ein hoher Pessimismus daher positiv für die weitere Entwicklung der Aktienbörsen, da Anleger unterinvestiert sind und Anlagebedarf haben, sobald positive Nachrichten veröffentlicht werden und/oder die Kurse zu steigen beginnen.

Ein weiterer positiver Faktor lässt sich aus der Saisonalität ableiten. Nebenstehende Grafik zeigt die durchschnittliche monatliche Entwicklung des amerikanischen Dow Jones Industrial Index seit 1930. Hieraus ist klar ersichtlich, dass der September im Schnitt der negativste Monat des Jahres ist. Während von Oktober bis einschließlich Januar die besten Ergebnisse zu erzielen sind. Dies dürfte u. a. auch damit zusammenhängen, dass zum Jahresende Einmalzahlungen (13. Monatsgehalt / Boni / Zinserträge) anfallen, die zu einem Anlagebedarf führen.

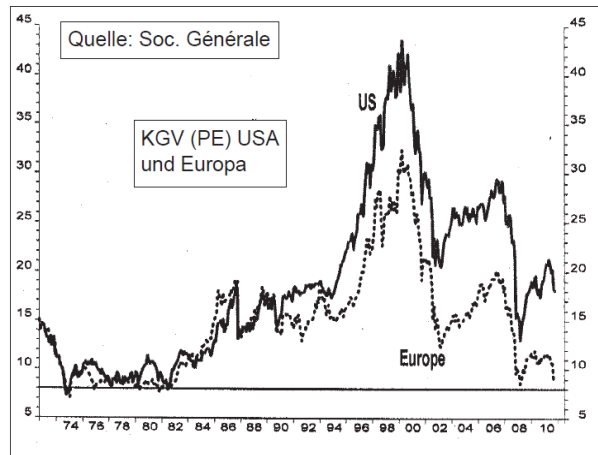


Hinzu kommt, dass Unternehmensinsider seit einigen Wochen stark auf der Käuferseite zu finden sind. Hierbei handelt es sich um Vorstände, Aufsichtsräte usw., also Personen, die ihre Unternehmen besonders gut kennen sollten. In Hongkong lag das Verhältnis von Käufen zu Verkäufen etwa bei einem Rekordwert von 100:1, welches in den Wochen zuvor noch bei 10:1 gelegen hatte.

Und auch in Europa stiegen Insider massiv in ihre Unternehmen ein. Insider kauften zwar auch 2008 etwas vor den Markttiefs, dennoch ist der hohe Optimismus der Insider zweifelsfrei auffällig und positiv zu werten.

Zu guter Letzt ist auch die fundamentale Bewertung der Aktienmärkte sehr attraktiv geworden. Nebenstehende Grafik zeigt die Kurs-Gewinn-Verhältnisse von Europa und den USA im langfristigen Vergleich.

Durch die stärkere Marktkorrektur in Europa liegen die Bewertungen bereits nahe den Tiefständen von 2008/09 bzw. 1982. Die US-Aktien sind unter Bewertungsgesichtspunkten zwar teurer, liegen aber dennoch auf einem sehr attraktiven Niveau, insbesondere im Vergleich der letzten sechs Jahre.



Mittelfristige Aussichten: geringeres Wachstum, aber Erholung überfällig!

Die Verschuldung und die daraus resultierenden turbulenten Entwicklungen der letzten Wochen werden zu einer Verringerung der Wachstumsprognosen und tatsächlichen Wachstumsraten in den westlichen Märkten führen. Es bleibt abzuwarten, ob die Märkte in eine erneute Rezession rutschen. Nur dies würde die aktuellen Marktbewertungen rechtfertigen. Sollte eine erneute Rezession vermieden werden – unsere Einschätzung geht in diese Richtung –, erscheinen die Aktienmärkte günstig und dürften ein entsprechendes Erholungspotenzial aufweisen. Aktuell zeichnet sich an den Märkten bereits eine Bodenbildung ab.

Vor dem Hintergrund der Schuldenkrise ist zudem damit zu rechnen, dass der Fokus vermutlich schneller als von vielen erwartet wieder auf Sachwert-Investments fällt, was dann zu Käufen bei Aktien und Rohstoffen führen dürfte. Durch das vorhandene Spannungsfeld (günstige Bewertungen / Schuldenkrise) ist aber auf absehbare Zeit mit weiterhin hohen Schwankungen zu rechnen.

Da unsere Investments langfristig ausgerichtet sind und hohe Qualität beinhalten, haben wir in den letzten Wochen wenig an den Portfolio-Allokationen verändert. Je nach Tendenz der oben beschriebenen Entwicklungen (Inflation / Deflation) werden wir entsprechende Änderungen vornehmen. Einhergehend mit einer möglichen erneuten Zuspitzung der Lage würden wir jedoch schwankungsreichere Investments verkaufen.

Ihr Team von DR. HELLERICH & CO

Disclaimer

Alle Angaben wurden von uns sorgfältig recherchiert und erarbeitet. Dabei wurde zum Teil auf Informationen Dritter zurückgegriffen. Die Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf oder infolge von gesetzlichen Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben kann daher keine Gewähr übernommen werden. Etwaige Empfehlungen stellen lediglich Meinungen dar, die ohne unsere Vorankündigungen wieder geändert werden können. Daneben können die in unseren Publikationen vertretenen Meinungen auch von aktuell umgesetzten Anlagestrategien der DR. HELLERICH & CO GmbH abweichen. Sofern Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen können. Quellen für Graphiken, soweit nicht anders vermerkt, Bloomberg. Soweit steuerliche oder rechtliche Belange berührt werden, sollten diese vom Adressaten mit seinem Steuerberater bzw. Rechtsanwalt erörtert werden.

Die Vervielfältigung dieser Informationen oder Daten, insbesondere die Verwendung von Texten, Textteilen oder Bildmaterial, bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung von DR. HELLERICH & CO GmbH.