

Sehr geehrte Kundin! Sehr geehrter Kunde!

„Die Finanzmärkte sind ein völliges Durcheinander.“ Der Mann, der das Mitte März dieses Jahres einem Journalisten diktierte, ist nicht irgendwer: Die moderne Portfoliotheorie des 81-jährigen Nobelpreisträgers Harry M. Markowitz gilt immer noch als wesentliche systematische Richtschnur für die Vermögensveranlagung. Begriffe wie „Diversifikation“, „Asset Allocation“ und der wissenschaftliche Nachweis des Zusammenhangs zwischen Risiko und Rendite gehen auf Markowitz zurück.

Markowitz ist mit seiner Frustration angesichts der globalen Krise nicht allein: Neben vielen hartgesottenen Profis, die in den letzten 18 Monaten abwechselnd zwischen der Verkündigung des irdischen Anlegerparadieses und dem Zusammenbruch des globalen Finanzsystems schwankten, sind auch die Anleger selbst massiv verunsichert. Viele, ob professionelle Investoren oder private Anleger, stehen vor erheblichen Buchverlusten und damit vor der Frage, ob ihre bestehenden Wertpapierpositionen noch im Einklang mit ihren Veranlagungszielen stehen oder eine Neupositionierung erforderlich ist. Viele Anleger fragen sich – und auch uns – ob und wann eine generelle Erholung in Sicht ist, welche Investments als „sicherer“ Hafen vor weiteren Turbulenzen oder als chancenreiche Veranlagung zum Ausgleich für die bestehenden Verluste empfehlenswert wären.

Das Asset Management der Capital Bank erkennt die gegenwärtige Krise vor allem als Herausforderung. Als Chance für den Nachweis, dass fachlich fundiertes, systematisches und den spezifischen Veranlagungszielen angepasstes Vorgehen bei der Veranlagung von Kundenvermögen jeglichen sonstigen Ansätzen vorzuziehen ist. Weder glauben wir an Finanzgurus, die behaupten, den nächsten Trend schon durch bloße Lektüre von Tageszeitungen erkannt zu haben, noch setzen wir auf automatisierte Geheimformeln, die unter völligem Ausschluss realwirtschaftlicher Betrachtungen zukünftige Marktentwicklungen als Ergebnis vergangener Tage berechnen wollen. Vermögensverwaltung ist zunächst und vor allem solides Handwerk, über das sich auch ohne Fachchinesisch intelligent reden und schreiben lässt. Mit diesem ab sofort vierteljährlich erscheinenden Investmentletter möchten wir unseren Kunden in regelmäßigen Abständen unsere Markteinschätzung vorstellen. Darauf aufbauend finden Sie im Anschluss eine Reihe von Szenarien, die wir gerne als Grundlage weiterführender Kundengespräche mit unseren Asset Managern vorschlagen.

Investmentletter Mai 2009

– Informationen für Kunden

Das Geld und die Banken

Das „Durcheinander“, das Markowitz beklagt, hatte im ersten Quartal dieses Jahres durchaus benennbare Elemente: Zunächst den Geldmarkt und die Banken. Zwar hat sich der im Herbst 2008 fast zusammengebrochene Interbanken-Geldmarkt inzwischen dank massiver staatlicher Interventionen leicht erholt und einige Banken wie Goldman Sachs oder die Citibank verlauten der staunenden Öffentlichkeit stattliche Gewinne im ersten Quartal. Weiterhin unbekannt sind allerdings ernst zunehmende Informationen zur Ausstattung der Institute mit freiem, unbelastetem Eigenkapital (Solvabilität): Das, was die diversen Kreditinstitute veröffentlichen, ist dank gelockerter Bilanzvorschriften völlig bedeutungslos, weswegen selbst ausgewiesene Anleihenexperten vor dem Kauf von Bankschulden zurückscheuen. Gemeinsam mit den Kapitalmärkten haben nämlich auch einige, über Jahre beinahe unwidersprochene, Überzeugungen Schiffbruch erlitten: Etwa die Vorstellung, dass das Wachstum der Kapitalmärkte automatisch auch zu realwirtschaftlichem Wachstum führt. Das mag grundsätzlich durchaus richtig sein. Aus heutiger Sicht ist allerdings deutlich erkennbar, dass mangelnde Regulierung und eine laxe Geldpolitik dazu geführt haben, dass das aufgeblähte Bankensystem nicht nur zum Auslöser einer Jahrhundertkrise der Weltwirtschaft wurden,

sondern gleichzeitig auch den politischen Spielraum extrem verengt haben: Viele Institute – vor allem in Europa – sind nicht einfach „too big to fail“: De facto sind sie „too big to rescue“, was eine Erklärung für die vergleichsweise zögerlichen europäischen Maßnahmen sein könnte, die Banken zu rekapitalisieren. So macht etwa die Gesamtsumme der Bankbilanzen in der Schweiz das Achtfache des Bruttoinlandsprodukts aus, in Großbritannien immerhin noch das Sechsfache.

Für den aus unserer Sicht erforderlichen Neustart des Finanzmarkts steht neben den ohnehin schon breit diskutierten regulativen Maßnahmen vor allem die Bewertung jener „toxischen“ Papiere in den Bankbilanzen an, die vorgeblich so kompliziert wäre und für die kein liquider Markt existiere. In Wahrheit haben die Rettungsmaßnahmen der einzelnen Staaten vielfach Anreize geschaffen, diese Papiere vorerst nicht zu bewerten. Ohne diesen Schritt und einem weiteren Schuldenabbau, der vor allem für Inhaber von Anleihen europäischer Banken schmerzhaft werden dürfte, sind eine nachhaltige Erholung des Finanzsystems und damit eine gesicherte Versorgung der Wirtschaft mit Kredit allerdings außer Reichweite.

Informationen für Kunden

Die Schuldenblase

Während der vielzitierten „Mutter aller Wirtschaftskrisen“ – den Dreißigerjahren des vergangenen Jahrhunderts – betrug die Ausfallsrate bei Unternehmenskrediten 45%. Seriöse Schätzungen gehen derzeit von 60% (Europa) und 50% (USA) aus. Die kumulierten Kreditabschreibungen in den USA betragen derzeit 1,3 Billionen USD, weitere zwei Billionen dürften fällig werden. Zwischen 7,5% und 10% der vom Internationalen Währungsfonds mit knapp 80 Billionen USD bezifferten Kredite privater und öffentlicher Schuldner werden nach unserer Schätzung mit einiger Wahrscheinlichkeit faul.

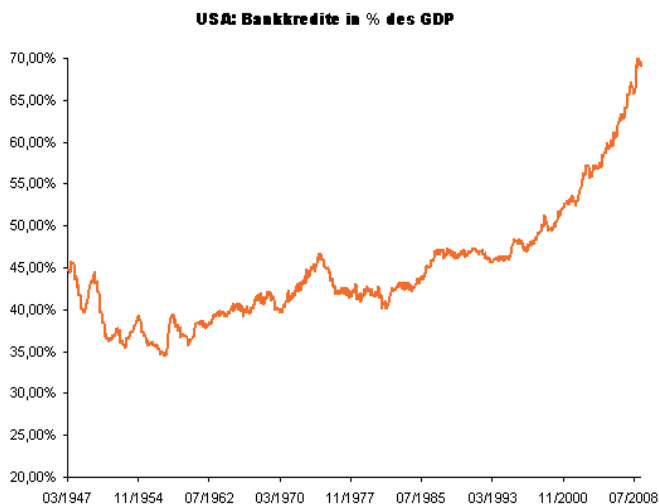


Chart 1: Entwicklung des Bankkreditvolumens im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt (GDP) in den USA (Quelle: Federal Reserve Statistic H.8 und Bloomberg)

Diese unvorstellbare Summe macht allerdings nur zwischen 11 und 15% des Bruttoinlandsprodukts aller Staaten der Welt aus. Damit besteht zumindest eine nicht unrealistische Chance für einen allmählichen, koordinierten und kontrollierbaren Schuldenabbau. Dagegen spricht neben dem immensen Volumen allerdings die historische

Erfahrung: Zwar bemühen sich derzeit viele Unternehmen wie jüngst Ford mit mehr oder weniger sanftem Druck Anleiheninhaber zum Tausch von Fremdkapital gegen Eigenkapital zu bewegen und damit ihre Bilanzen zu sanieren. Selbst drohende Insolvenzanträge dürften den derzeit historisch niedrigen Bondbewertungen in einigen Fällen Aufwind verleihen. Ein Blick ins Geschichtebuch trübt allerdings die Freude über derartige Manöver: In der Vergangenheit mussten 46% aller Unternehmen, die notleidende Schuldverschreibungen gegen Eigenkapital getauscht haben am Ende doch Insolvenz anmelden, meist weil operative Probleme nicht oder nicht in der erforderlichen Schnelligkeit gelöst werden konnten.

Die Bärenmarktrallye und das dünne Eis

Weiteres Ungemach droht den Bankgläubigern, sollte die gegenwärtige Bärenmarktrallye an den Aktienmärkten abbrechen, was zum Beispiel aufgrund der anstehenden Abwertung von Gewerbeimmobilien denkbar ist. Ein neuerlicher Kahlschlag in der Eigenkapitalbasis der Banken würde unweigerlich zu weiteren Restrukturierungsmaßnahmen bei der Fremdkapitalausstattung führen und den Spielraum der Institute im Kreditgeschäft weiter verengen. Auf eine nachhaltige Erholung an den Weltbörsen setzen derzeit aber ohnehin nur echte Optimisten. Zwar haben marktweite Indizes wie der S&P 500 den nominalen Stand von 2003 nicht unterschritten, so lange der Kreditmarkt nicht saniert ist, ist allerdings mit einer Rückkehr institutioneller Investoren in den Aktienmarkt nicht zu rechnen. Aus dem gleichen Grund ist absehbar, dass diese Rückkehr weder überhastet noch triumphal ausfallen dürfte und neue Tiefstände auf dem Weg nach oben getestet werden.

Informationen für Kunden

Inflation und Deflation

Seit Herbst vergangenen Jahres versuchen praktisch alle großen Wirtschaftsmächte der Welt, dem drohenden Kollaps des Finanzsystems mit Niedrigzinspolitik und vor allem mit der Notenpresse zu begegnen. Wer die Geldpolitik, vor allem die der USA, bislang für lax gehalten hatte, dem dürfte im zweiten Halbjahr 2008 bewusst geworden sein, was es heißt, wenn Notenbanken die Schleusen wirklich aufdrehen. Unvorstellbare Summen landeten zu Schleuderkonditionen auf den Büchern der Banken – und blieben dort liegen. Die Preise gingen daraufhin erst einmal zurück. Kein Wunder: Die Ausweitung der Geldmenge wirkt nur dann inflationär, wenn das Geld auch ausgegeben wird.

Dazu müssten die Banken einerseits willens und in der Lage sein, in dem Ausmaß Kredite zu vergeben, in dem sie frisches Geld erhalten. Andererseits müssten die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und auch die Kreditnachfrage der Wirtschaft stabil bleiben. Beides ist derzeit nicht der Fall. Grundsätzlich ist aus heutiger Sicht schwer einzuschätzen, ob wir mittel- bis langfristig auf inflationäre oder deflationäre Szenarien zusteuern. Im Fall einer Deflation sinken zwar die Preise, im selben Ausmaß allerdings aber auch die Hoffnung auf eine absehbare wirtschaftliche Erholung. Unsere Sympathien sollten daher auf jeden Fall einer langfristigen Inflation gelten: Eine solche wäre ein (fast) untrügliches Zeichen dafür, dass Konjunkturmotor wieder anspringt und wesentlich einfacher zu kontrollieren. Angesichts der massiven Überkapazitäten und der nach wie vor im freien Fall befindlichen Arbeitslosenquoten sehen wir vor 2011 keine realistische Inflationsgefahr. Ein Frühindikator dafür wäre ein Ansteigen der Industrieauslastung über 80% (derzeit bei rund 70%) oder eine

merkliche Verlangsamung der Negativentwicklung der Beschäftigung, da damit das „Angstsparen“ ab- und die Bereitschaft zum Konsum zunimmt und damit zumindest die Inflationserwartung steigt.

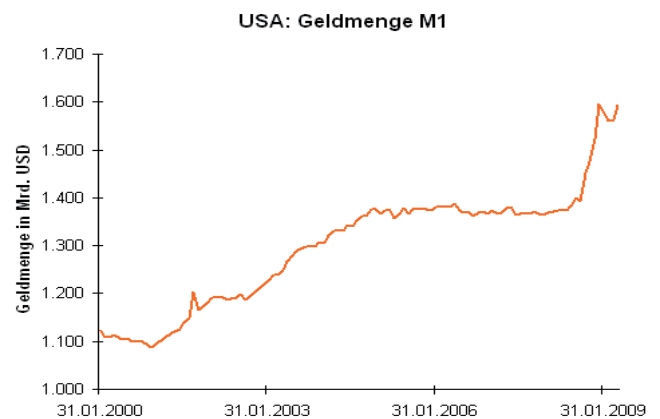


Chart 2: Entwicklung der Geldmenge M1 in den USA (Quelle: Bloomberg)

Szenarien – Investieren in der Krise

Investieren kommt von Lateinisch „Bekleiden“. Bei allem Pessimismus, der angesichts der derzeitigen Lage ohne Zweifel seine Berechtigung hat, sind wir überzeugt, dass erfolgreiche Geldveranlagung nicht damit endet, sich in Krisenzeiten warm anzuziehen, sondern besonnen und aktiv ins Geschehen einzugreifen, Risiken abzuschätzen und Chancen entschlossen zu ergreifen. Vermögen werden in Krisenzeiten gemacht – darin unterscheidet sich diese Krise nicht von anderen.

Informationen für Kunden

Das üble Y – der Worst Case (Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit: 12.5%)

Die Form des Buchstaben Y gilt unter Volkswirten als Schreckenssymbol der wirtschaftlichen Depression. Mit ihr gehen Arbeitslosenquote jenseits der 15% und ein stark fallendes Lohnniveau einher. Sind derart viele Menschen erst einmal ohne Beschäftigung, leidet auch der gesellschaftliche Grundkonsens – autoritäre Regierungen schrecken vor Enteignungen nicht zurück, Staatsschulden werden faul, Staatsanleihen unverkäuflich, der Protektionismus blüht auf, die Zeiten werden unsicher, auch in entwickelten Staaten. Währungen werden aus aktionistischen Motiven abgewertet, die Rohstoffpreise sinken mit Ausnahme von Gold und Silber. Dieses Szenario wird wahrscheinlicher, wenn sich die Ertragslage der Unternehmen sowie die kurzfristigen Wirtschaftszahlen im zweiten und dritten Quartal weiter verschlechtern statt sich zu stabilisieren.

Die Palette der Investitionsmöglichkeiten in einem solchen Umfeld ist relativ schmal: Empfehlenswert bleiben hier nur kurzlaufende Staatsanleihen von Ländern mit hervorragender und stabiler Bonität wie etwa Norwegen. Gold und Silber kommt ebenso in Frage wie Aktien kaum verschuldeter Unternehmen mit ausreichendem Cashflow aus defensiven Branchen wie z.B. Nahrungsmittel, Telekom, Gesundheitswesen und Energieversorgern. Auch Veranlagungen im Immobilienbereich sind zu überlegen, wengleich hier auch die Gefahr von Enteignungen und hohen Grundstücksteuern droht.

Das lustlose L – scharfe Wirtschaftsabkühlung (Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit: 40%)

Neben mehr oder weniger dramatischen Erinnerungen an die große Depression mutierte der Absturz des japanischen Wirtschaftswunders im vorigen Jahrzehnt zum aktuellen Lieblingsthema ökonomischer Kommentatoren. Ähnlichkeiten sind tatsächlich nicht zu bestreiten, allerdings muss auch nicht alles hinken, was ein Vergleich ist.

Die Japaner reagierten auf die Krise mit Gleichmut – entschlossene staatliche Interventionen ließen mehrere Jahre auf sich warten, die Japaner sparten beim Konsum und die Unternehmen bei Investitionen. „Das verlorene Jahrzehnt“ in dem sich die japanische Wirtschaft – trotz boomender Weltwirtschaft – auf tiefem Niveau stabilisierte, war durch geringes Wirtschaftswachstum, Überkapazitäten in der Industrie, Niedrigzinspolitik der Notenbank und hoher Arbeitslosigkeit gekennzeichnet. Der waagrechte Teil einer „L“-förmigen Rezession ist weder für Unternehmen, noch für Arbeitnehmer, noch für Investoren sonderlich attraktiv. Empfehlenswert bleiben sorgfältig ausgewählte Staatsanleihen, Corporate Bonds im High-Yield- bzw. Investmentgrade-Bereich, defensive Aktientitel und Wohnimmobilien.

Informationen für Kunden

Das weite W – Stagflation in Europa (Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit: 15%)

Am Beginn einer Stagflationsphase stehen typischerweise – nach einer wirtschaftlichen Abkühlung – sogenannte „Preisschocks“, die nicht durch Nachfrage, sondern durch andere Faktoren wie z.B. steigende Energiepreise oder hohe Lohnabschlüsse ausgelöst werden. Die folgende Inflationsphase ist daher kein Indikator einer wirtschaftlichen Erholung, sondern ein Alarmzeichen – die Ölkrise der Siebzigerjahre lässt grüßen.

In einer Stagflation versagen die klassischen Instrumente staatlicher Konjunkturpolitik und damit sinkt auch das Vertrauen in den Staat. Die Inflation bleibt auf hohem Niveau und ist kaum zu bekämpfen, die Zinskurve bleibt steil, das Wachstum flach und Investoren flüchten in Sachwerte.

Investieren in Zeiten der Stagflation bedeutet vor allem Inflationsabsicherung: Neben Wohnimmobilien- und Agrarflächen profitieren physische Edelmetalle und inflationsgebundene Anleihen, die in solchen Phasen allerdings selten billig zu haben sind. Überlegenswert sind auch Rohstofftitel und Aktien von Unternehmen mit solidem Cash-flow.

Das unverzagte U – Rückkehr zum Wachstum (Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit: 32.5%)

Viel war in den vergangenen Wochen die Rede von sogenannten „green shots“: Ersten zarten Pflänzchen

als Vorboten einer wirtschaftlichen Erholung. Zwar ist zu befürchten, dass die derzeitige Rallye an den Aktienmärkten mehr von der Hoffnung als von harten Fakten genährt wird, allerdings stehen die Chancen für eine allmähliche und nachhaltige wirtschaftliche Erholung so schlecht nicht. Die Dynamik wirtschaftlicher Negativindikatoren (Konsum, Arbeitslosigkeit, Lagerbestände) hat etwas nachgelassen, Überkapazitäten werden abgebaut, die Rohstoffpreise ziehen langsam wieder an.

Für Optimisten sind zyklischen Aktien die erste Wahl für einen wirtschaftlichen Frühling, die gleichzeitig auch eine gewisse Absicherung gegen steigende Inflationsraten bieten. Ebenso empfehlen sich Industrie-Rohstoffe, während Edelmetalle an Bedeutung verlieren. Die Staaten nehmen sich sowohl als Anleihen emittenten als auch mit ihrer Geldmengenzurück – das und steigende Unternehmensgewinne machen Corporate Bonds wieder attraktiv.

Hierbei handelt es sich um eine Werbemitteilung mit ausschließlichem Informationscharakter, welche keinesfalls eine anleger- und objektgerechte Beratung sowie umfassende Risikoaufklärung – jedes Produkt hat ein unterschiedlich hohes Risikoniveau – ersetzt. Alle in der Unterlage verwendeten volkswirtschaftlichen und wertpapierbezogenen Daten sind aus Bloomberg und Federal Reserve Statistic H.8 (Quelle: <http://www.federalreserve.gov/releases/h8/data.htm>) entnommen. Alle verwendeten Informationen beruhen auf sorgfältig ausgesuchten Quellen; es wird keine Gewähr für die Vollständigkeit, Richtigkeit und Aktualität der vorliegenden Werbemitteilung sowie der herangezogenen Quellen übernommen. Haftungs- oder Schadenersatzansprüche, welche aus der Nutzung oder Nichtnutzung bzw. aus der Nutzung fehlerhafter und unvollständiger Informationen resultieren, sind ausgeschlossen.