

Marktkommentar September 2011

"Die Märkte haben nie Unrecht, die Menschen off."

Jesse Livermore (US-amerikanischer Händler Anfang des 20. Jahrhunderts)

„Beim Kaufen einer Aktie beachte ich immer, daß der Verkäufer meistens einen Grund zum Verkaufen hat.“

Thomas Voges (UniCredit)

„Unterhalte ich mich mit einem Börsenkollegen, so brillant er auch sein mag, merke ich nach zwei Sätzen, daß er Volkswirtschaft studiert hat. Seine Argumente und Analysen sind in ein Korsett eingezwängt, aus dem er nicht herausfindet.“

Andre Kostolany (Börsenaltmeister)

„Alle Wahrheit passiert drei Stufen: Zuerst wird sie verspottet, dann wird sie massiv angefeindet. Zuletzt wird sie als Selbstverständlichkeit akzeptiert.“

Arthur Schopenhauer (dt. Philosoph)

Vieles läuft auch heute wieder nach dem altbekannten Muster – nach einem zweijährigen Anstieg von weltweiten Aktienkursen brach Anfang August diesen Jahres eine wohl historisch zu nennende Verkaufswelle über die Märkte herein. Historisch nicht wegen ihrer zwingenden Logik, historisch wegen ihres Ausmaßes. Auch diesmal sollten wir uns aber davor hüten, Ursache und Auslöser zu verwechseln, denn die ersten Verkaufswellen wurden nur von einigen wenigen, allerdings multi-milliardenschweren, Verkaufsaufträgen institutioneller Investoren ausgelöst. Doch schon in der zweiten Augustwoche gewann die Abwärts-dynamik an Breite, als Banken, Versicherungen, Fonds und Vermögensverwalter nach dem Erreichen von Risikolimiten zu weiteren Verkäufen gezwungen wurden.

Bitte verstehen Sie uns richtig: Es ist nicht unsere Absicht zu sagen „was wir denken, wird geschehen“. Die Zukunft kann niemand vorhersagen. Vielmehr ist es weiterhin unser Anliegen, unvoreingenommen den vielfältigen Signalen des Marktes zu lauschen, deren Einfluss auf das Handeln von Investoren zu bewerten und zu gewichten sowie, daraus resultierend, die künftigen Markttrends mit der höchsten relativen Wahrscheinlichkeit in den verschiedenen Anlageklassen abzuleiten.

Wie Sie wissen, mussten wir schon in unseren letzten Marktkommentaren ein eher düsteres Bild der mittelfristigen, wirtschaftlichen und Börsenentwicklung zeichnen. Die Last der negativen Faktoren war schlichtweg zu erdrückend, um ein nachhaltiges Nettowachstum der Weltwirtschaft und daraus resultierender ausreichender Konsumfähigkeit und Konsumwilligkeit der Haushalte ableiten zu können.

Unsere Einschätzung einer stark zunehmenden Inflationsgefahr besteht weiterhin, auch wenn wir uns unter dem Eindruck der dramatischen Wachstumsabschwächung nunmehr durchaus eine kurze deflationäre Episode vorstellen können. Die kurz bevorstehende Einleitung einer neuen Liquiditätskanonade von FED und EZB wird die mittelfristigen Risiken aber leider nochmals verstärken. Diese abermalige künstliche Liquiditätsschwemme kann die Aktienmärkte für einen begrenzten Zeitraum durchaus stabilisieren und so manchen Investor zu der Fehleinschätzung bewegen, dass die Korrektur vorüber sei! Dass gut 50 Prozent der vergangenen Kurssteigerungen

nicht auf der organischen Investition von Gewinnen sondern auf der Anlage billigen Zentralbankgeldes basiert, ist Privatanlegern schlicht noch nicht ausreichend bekannt. Leider verpufft selbst dieses Liquiditätsinstrument der Zentralbanken zunehmend, wie zahlreiche Daten von stark rückläufigen, mittelfristigen Nettozuflüssen in direkte Unternehmensbeteiligungen und Fonds eindrucksvoll belegen.

Warum bliesen zahlreiche Berater - gerade in Banken - schon seit Mitte August 2011 wieder verstärkt zum Einstieg in den breiten Aktienmarkt? Uns begegnen im Wesentlichen drei Hauptargumente, mit denen sich eine intensive Auseinandersetzung lohnt:

- **„Die historische Bewertung vieler marktführender Unternehmen sei nunmehr extrem günstig. Außerdem verfügten zahlreiche Unternehmen über enorme Liquiditätsreserven.“**

Beides ist relativ korrekt, wenn man berücksichtigt, dass die aktuell niedrigen Bewertungen in den 60-er, 70-er und 80-er Jahren als durchaus normal galten. Die Liquiditätssituation der Unternehmen mag ein Indiz für deren Überlebensfähigkeit sein – ein Nachweis des erfolgreichen künftigen Absatzes von Produkten ist es nicht. Wichtig erscheint uns nochmals darauf hinzuweisen, dass die Projektion der aktuellen Geschäftslage und zyklisch hoher Wachstumsdynamik in die Zukunft regelmäßig zum Scheitern verurteilt war.

- **„Rückschläge gab es immer. Diese wären auch immer eine gute Gelegenheit billig in den Markt einzusteigen.“**

Hier wird in der Argumentation verkäuferisch geschickt unmittelbar an den Erfahrungshintergrund vieler Privatanleger angeknüpft. Richtig ist, dass antizyklisches Verhalten eine Grundvoraussetzung für das Erzielen überdurchschnittlicher Erträge ist. Unseres Erachtens fehlt es aktuell aber zum einen an einer ausreichend hohen Kapitulationsstimmung. Zum anderen ist das Niveau, auf dem der Markt die bestehenden wirtschaftlichen, politischen und globalen Risiken ausreichend einpreist, noch vollkommen offen.

- **„Trotz Phasen der Übertreibung (wie jetzt) hätten sich die Kurse immer wieder ihrem fairen Wert angenähert.“**

Dies ist natürlich grundsätzlich richtig. Der faire Wert ist aber keine konstante Größe und somit als Zielmarke wenig geeignet! Sie können gut beobachten, dass Analysten dazu tendieren, aktuelle Zustände zu beschreiben und für - meist positive - Bewertungen hauptsächlich betriebswirtschaftliche Kennzahlen bis hinunter zur Unternehmensebene zu verwenden. Dabei werden oft die historischen Daten ausgewählt, die das eigene Szenario stützen. Müßig zu erwähnen, dass bei Banken angestellte Analysten aus nachvollziehbaren wirtschaftlichen Interessenlagen eher zu positiven Szenarien neigen als unabhängige Ökonomen und Vermögensverwalter. Sowieso sind die Beweggründe für den Kauf (oder eben Nicht-Kauf) von Wertpapieren bei Privatinvestoren oftmals andere, als bei Banken vermutet. Lebenserfahrung, Risikoempfinden, politische Ereignisse oder Austausch und Diskussionen im Freundeskreis sind oft entscheidender als die Bilanzanalysen von Industriekonzerne.

(Wohl wissend, dass die Mehrheit unserer Mandanten kein wirtschaftswissenschaftliches Studium absolviert hat, sei an dieser Stelle trotzdem auf das volkswirtschaftliche Einmaleins des „vollständigen Wirtschaftskreislaufes“ verwiesen. In dessen Logik nimmt die Konsumfähigkeit der Privathaushalte als auch des Staates (als wesentliche Basis für künftige Gewinne der Unternehmen) eine zentrale Rolle ein. Gerade an diese Stelle sehen wir auf Grund der dramatischen Staatsverschuldungen und der Konsumzurückhaltung der Bürger erhebliches,

weiteres Enttäuschungspotential bei vielen, wenn auch nicht bei allen Unternehmen. Sprechen Sie bei tiefergehendem Interesse mit uns oder einem unabhängigen Berater über dieses Thema.)

Fassen wir kurz zusammen:

Nach einer Phase des zunehmenden Auseinanderklaffens zwischen den globalen Realitäten und den Kursen (insbesondere des Aktienmarktes) kam es zu schockartigen, starken Korrekturen. Derzeit befinden wir uns in der Phase der „Preisfindung“ auf Marktseite und der erzwungenen, nachträglichen Anpassung der Wachstumsschätzungen auf Seiten der meisten Analysten. Diese gehen dennoch weiter davon aus, dass es sich trotzdem um einen „großen Irrtum“ des Marktes handelt, den dieser bald erkennt... Wir finden diese Sicht vorsichtig gesagt sehr amüsant und ...selbstbewusst. In den kommenden Wochen wird es aus unserer Sicht unzählige Reduzierungen von Gewinnschätzungen hageln.

Ja, viele Aktien und Anleihen sind heute deutlich billiger als vor zwei Monaten, ohne dass sich am **aktuellen** Zustand der meisten Unternehmen und Schuldner in dieser kurzen Zeit etwas dramatisch geändert hätte. Wären die Wertpapiermärkte ein Supermarkt, würde diese Rabattaktion regelmäßig Käuferstürme auslösen. Anlagen, die noch vor Wochen zu höheren Preisen erworben wurden, werden jetzt, manchmal zu Unrecht, gemieden.

Wie passt das alles zusammen? Sie wissen es, wir alle haben es immer wieder gelesen und gehört: Die Wertpapiermärkte handeln die Erwartung an die zukünftige Entwicklung, nicht die aktuelle Lage! Deshalb gilt es weiterhin und - ganz wichtig - unabhängig vom aktuellen Geschehen, die strategische Depotstruktur an der künftig wahrscheinlichsten Entwicklung zu orientieren.

Wie ist die strategische Positionierung der BPM?

1. Aktien

Strategisch werden Aktien als Vermögens-Sicherungsinstrument im Vergleich zu Staatsanleihen in Zukunft deutlich aufgewertet. Als Substanzwert sind sie ein brauchbarer Inflationsschutz und in vielen Fällen zusätzlich eine verlässliche Dividendenquelle. Wir empfehlen strategisch weiterhin die Konzentration auf Bereiche Versorger, Telekom, Grundstoffe, Nahrungsmittel und Pharmazie. Konjunktursensible Werte meiden wir weiterhin. Achtung: Nachdem der Bewertungsabschlag von Gold- und Silberminen im Vergleich zu den jeweiligen Metallpreisen auf ein extrem attraktives Niveau gestiegen ist, werden wir im Rahmen der Verwaltungsmandate hier erstmals strategische Positionen aufbauen.

2. Anleihen

Staatsanleihen sind aus unserer Sicht entweder völlig überteuert oder werden faktisch nur noch mit frisch gedrucktem „Papiergeld“ zurückgezahlt. Die reale Rendite ist bereit jetzt negativ, das heißt eine Investition vernichtet direkt Ihre Kaufkraft! Dennoch dürfte der Zustrom „frisch gedruckten“ Zentralbankgeldes in Staatsanleihen anhalten, die zumindest den nominalen Kapitalerhalt garantieren. Unternehmensanleihen guter Schuldner sowie attraktive Fremdwährungsanleihen sind klare Haltepositionen. Dort, wo Quoten nicht ausgeschöpft sind, bieten sich bei Anleihen exzellenter Schuldner (in Kanadischem Dollar, Türkischer Lira, Brasilianischem Real, Südafrikanischem Rand, Australischem Dollar oder auch in der Norwegischen Krone) Zukäufe an. Variabel verzinsten Anleihen von Banken guter Qualität oder mit „Systemrelevanz“ sollten gehalten werden. Auch Nachkäufe sind hier in einzelnen Fällen weiterhin attraktiv.

3. Rohstoffe und Edelmetalle

Unsere Favoriten Gold und Silber haben in den letzten Jahren einen erheblichen Beitrag zur Stabilisierung der verwalteten Vermögen geleistet – und werden dies auch weiterhin tun. Jederzeit mögliche Korrekturen von 10-20% (Gold) bzw. bis zu 35% (Silber) würden wir zur weiteren Aufstockungen der Positionen bzw. zur Erreichung der Zielquoten nutzen. Lange Jahre wurde Gold in der breiten Anlegerschaft als reines Spekulationsinstrument disqualifiziert, jetzt „würde man ja“, hält aber das Niveau für viel zu hoch zum Einstieg. Es wird interessant sein zu sehen, wie die öffentliche Meinung sich hier (im Sinne Arthur Schopenhauers) weiter wandelt.

Wir bleiben bei unserer langfristig sehr positiven Einschätzung: Gold ist keine typische Vermögensanlage - Gold ist „nur“ besseres Geld! Breit gestreute Rohstoff-Anlagen sollten gehalten werden. Perspektivisch ist Kupfer interessant und wird von uns intensiv beobachtet. Auf Grund der nachlassenden Wirtschaftsdynamik drängen sich Nachkäufe bei Energie und Industriemetallen aktuell nicht auf.

Weitere exklusive Speziallösungen für unsere Mandanten, auf die wir in diesem Kommentar aus Platzgründen nicht eingehen können, erhöhen die Immunität von Verwaltungsmandaten gegen starke Markt-Schocks nochmals und werden von uns aktiv genutzt.

Fazit

Wir, als verantwortliche Verwalter Ihres Vermögens, werden auch in Zukunft eine substanz- und ausschüttungsorientierte Strategie verfolgen. Durch Ausweitung unserer personellen Kapazitäten werden wir noch in diesem Jahr weitere Mandate übernehmen. **Am Anfang jeder neuen Beziehung steht dann immer die hypothetische Frage: “Wenn Sie den Gegenwert Ihres bisherigen Portfolios jetzt in bar auf dem Konto hätten – würden Sie wieder genauso investieren?”**

Es bleibt unser Hauptanliegen, extreme, negative Marktbewegungen durch die Verteilung auf voneinander wenig abhängige Anlageklassen auszugleichen ohne auf positive Vermögensentwicklung zu verzichten. Dieses Herangehen ist bekannt – die strikte Bankenunabhängigkeit und das „Wie“ machen den Unterschied! Der Stärke der BPM-Strategie zeigt sich gerade wieder in diesen Wochen.

Wir danken abermals für das geliehene Vertrauen und stehen für vertiefende Informationen und Gespräche gern zur Verfügung.

Uwe Günther

Sven Marzahn

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument wurde von der BPM – Berlin Portfolio Management GmbH („BPM“) auf Basis von historischen Daten und den Einschätzungen der BPM zur künftigen Marktentwicklung erstellt. Diese Einschätzungen sind auf der Basis von Analysen gewonnen worden, die mit der gebotenen Gewissenhaftigkeit und Sorgfalt erstellt worden sind. Dennoch kann die BPM für ihr Eintreten keine Gewähr übernehmen. Dieses Dokument dient ausschließlich der Information und darf ohne ausdrückliche schriftliche Einwilligung der BPM nicht an Dritte weitergegeben oder reproduziert werden. Dieses Dokument stellt kein Angebot zum Kauf, Verkauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Investments dar. Weiterhin stellen die enthaltenen Informationen und Einschätzungen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen beruhen auf Quellen, die die BPM für zuverlässig hält, welche jedoch keiner neutralen Prüfung unterzogen wurden. Die BPM übernimmt keine Haftung und keine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der enthaltenen Informationen. Dieses Dokument stellt ausschließlich die Auffassung der BPM dar, welche sich jederzeit ändern kann. Solche Meinungsänderungen müssen nicht publiziert werden. Die diesem Dokument zugrunde liegenden Informationen und Meinungen basieren auf öffentlich zugänglichen Informationen.