



Chancen und Risiken in einem sich ändernden Marktumfeld

„Die Aktienmärkte im freien Fall“, „Lehman Brothers insolvent“, „Amerika in der Rezession“, „Keine Entspannung am US-Häusermarkt“...

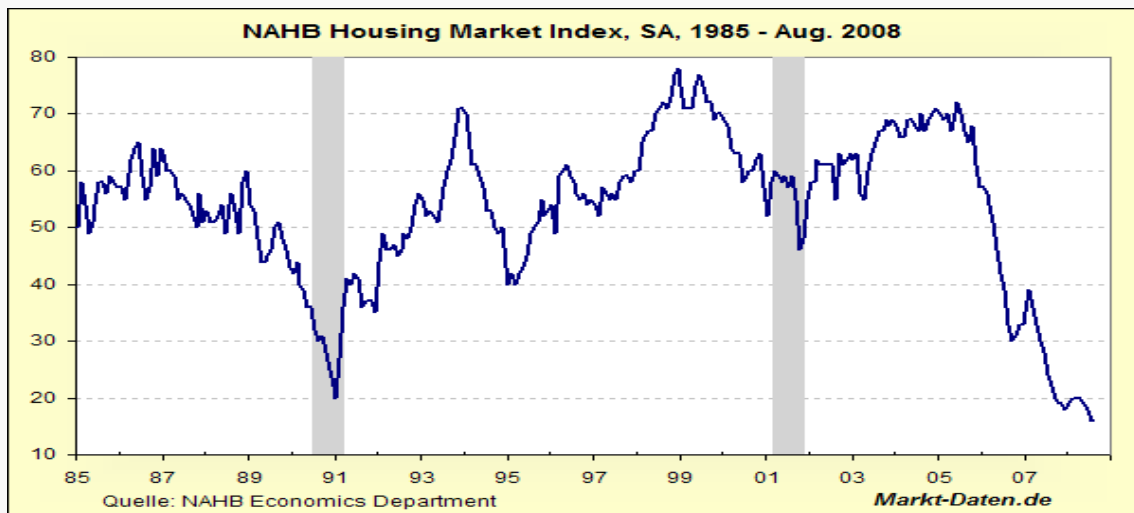
... Die Zeitungen und Nachrichtensendungen sind derzeit voll mit solchen Headlines. Die Stimmung ist mies, die Marktteilnehmer deprimiert, die Anleger verunsichert. Gerade für deutsche Anleger, schließlich sollten sie doch noch vor Einführung der Abgeltungssteuer ihre Wertpapierdepots langfristig ausrichten, stellt das aktuelle Szenario wohl den schlimmstmöglichen aller Fälle, sozusagen den Supergau, dar. Viele Anleger sind, angespornt von den fantastischen Kurssteigerungen, die Ende der 90er Jahre erzielt werden konnten, erst relativ spät in den Aktienmarkt eingestiegen. Oft war die Verwunderung groß, als nach zwei oder drei Jahren ein Minus von nicht selten fünfzig Prozent auf den Depotauszügen prangte, weshalb viele Investoren in den Jahren 2002 und 2003 dem Aktienmarkt enttäuscht den Rücken kehrten. Andere, etwas mutigere Anleger blieben investiert. Schließlich befanden sich ihre Fondsanlagen im Minus und mit Verlust möchte man ja nicht verkaufen! Das Ausharren wurde scheinbar belohnt, als man sich im Jahr 2007 zumindest wieder in der Nähe der Einstandskurse befand. Und schon erschütterte die nächste Verlustwelle, ausgelöst durch die Krise am amerikanischen Immobilienmarkt, die Depots der Anleger.

Wenn man sich vor diesem Hintergrund in die Situation vieler Privatanleger versetzt, die nun ihr Vermögen „abgeltungssteuerfest“ strukturieren sollen, kann man verstehen, warum die Mittelzuflüsse in Fonds im Allgemeinen derzeit als sehr dürftig zu bezeichnen sind. Viele Anleger sind im höchsten Maße frustriert und widmen sich wieder scheinbar sicheren Anlagen wie Termingeldern oder Geldmarkt- und Immobilienfonds.

Profis verhielten sich anders. Erfolgreiche Fondsmanager erkannten die Übertreibungsphase gegen Ende der 90er und investierten zunehmend defensiv. Als im Frühjahr 2003 dann der Bewertungsexzess abgebaut war und viele Aktien unterhalb ihres Buchwertes notierten, stiegen sie beherzt wieder ein und konnten somit gut an den Kursgewinnen bis ins Jahr 2007 partizipieren. Dieses Verhalten bezeichnet man im Allgemeinen als antizyklisches investieren. Die Vergangenheit zeigte immer wieder, dass gerade Krisensituationen die besten Investitionszeitpunkte bieten. Warren Buffett, der Self-Made Milliardär, dessen Vermögen auf über 62 Mrd. US-\$ geschätzt wird, steigt nun massiv mit über 5 Mrd. US-\$ bei der US-Investmentbank Goldman Sachs ein. Buffett's Milliardenerfolg beruht auf seinem antizyklischen Investitionsansatz, nämlich „gierig zu sein, wenn das Gros der Investoren Angst hat – ängstlich zu sein, wenn die Masse gierig ist“. Auf den nachfolgenden Seiten möchten wir Sie an unseren Gedanken zur Einschätzung der aktuellen Situation teilhaben lassen, um Ihnen die Möglichkeit zu geben, sich noch rechtzeitig vor Einführung der Abgeltungssteuer zu positionieren.

US-Immobilienkrise

Beginnen wir mit dem Ursprung allen Übels. Die amerikanische Notenbank (FED) sorgte mit ihrer Niedrigzinspolitik dafür, dass es Banken möglich war, Kredite zu scheinbar unschlagbar günstigen Konditionen an Hausbauer zu vergeben, was zu einer ständig steigenden Nachfrage nach Wohnimmobilien führte. Preissteigerungen von mehr als 20% in einem Jahr waren am US-Häusermarkt keine Seltenheit und so drehte sich die Spirale immer weiter, bis irgendwann der Markt gesättigt war und steigende Zinsen dazu führten, dass immer mehr Hausbesitzer ihre Hypothekenschulden nicht mehr bedienen konnten. Schon bald trat dann der umgekehrte Effekt ein. Viele Häuser mussten zwangsversteigert werden und so übertraf das Angebot plötzlich die Nachfrage, was die Immobilienpreise in den Keller riss.



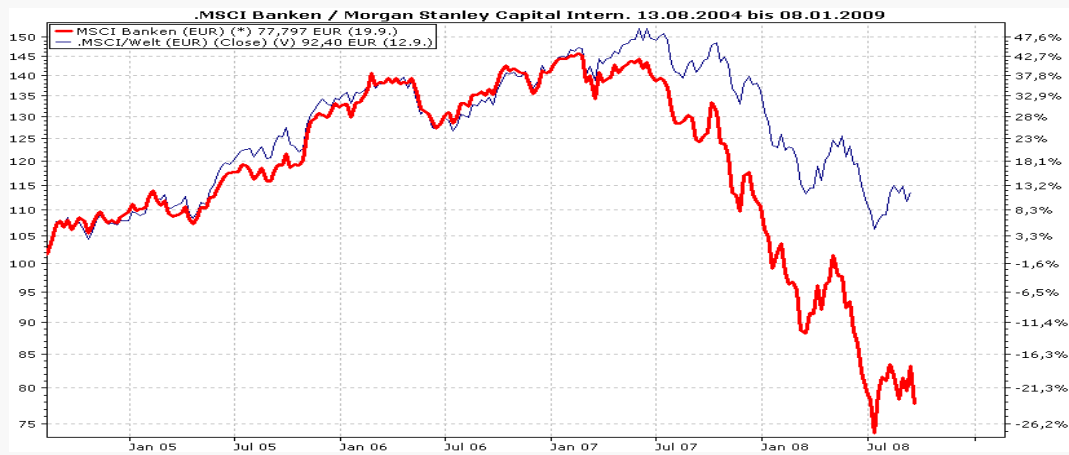
Der oben abgebildete NAHB Immobilienmarktindex misst die Stimmung von 400 Bauunternehmen. Ein Wert von über 50 bedeutet, dass die Mehrzahl der befragten Unternehmen die Situation bezüglich der aktuellen und zukünftigen Eigenheimverkäufe positiv beurteilt. Mit einem Wert von 16 im August 2008 drückt der Index die extrem schlechte Stimmung am US-Häusermarkt aus. Dies ist der niedrigste Wert, seit der Index 1985 zum ersten Mal berechnet wurde.

Dieser Extremwert ist kaum noch zu unterbieten und es mehren sich Berichte, dass ausländische Investoren sich nun Ihren Traum von der eigenen Immobilie in den USA verwirklichen, da diese nun zu „Spottpreisen“ angeboten werden. Dies als erste Anzeichen für eine schnelle Erholung am Immobilienmarkt zu werten, kommt vielleicht etwas zu früh, doch weit dürften wir vom Tiefpunkt der Krise nicht mehr entfernt sein. Diese Einschätzung teilt auch Kirk Hachigian, CEO von Cooper Industries, einer Aktie, die im S&P 500 vertreten ist und Werkzeuge sowie elektronische Produkte herstellt. *„Wir werden den Tiefpunkt im US-Hausmarkt im 4. Quartal 2008 erreichen, also recht bald, und uns in 2009 auf diesem Niveau einpendeln, bevor es dann (ab 2010) besser wird...“* lautete seine Aussage auf der Morgan Stanley Industrial CEO unplugged Konferenz.

Bankenkrise

Aber was hat diese Immobilienkrise nun mit der aktuellen Bankenkrise zu tun? In den 90er Jahren entwickelte sich ein Trend hin zur Verbriefung von Kreditrisiken. Banken bündelten u. a. auch Immobilienkredite in Schuldverschreibungen und gaben so das Ausfallrisiko gegen Zinszahlung an Investoren, in diesem Fall oft andere Banken, weiter. Die Kreditrisiken waren somit aus den Bilanzen verschwunden und man konnte munter weiter Kredite vergeben, was zu einer massiven Verschlechterung der Eigenkapitalausstattung bei Banken führte, aber – solange der Kreislauf funktionierte, verdienten die Banken mit dieser vermeintlichen „Gelddruckmaschine“ astronomische Gewinne. Im Fall von Lehman Brothers, der viertgrößten US-Investmentbank, die kürzlich Gläubigerschutz beantragt hat, standen einem Eigenkapital von 20 Mrd. US-\$ Verbindlichkeiten in Höhe von 500 Mrd. US-\$ gegenüber.

Neben der Pleite von Lehman Brothers kam es zu weiteren spektakulären Veränderungen im Bankensektor. Die Not-Übernahme von Bear Stearns durch die drittgrößte US-Bank JPMorgan wurde nur durch eine Garantie in Höhe von 30 Mrd. US-\$ durch die US-Notenbank ermöglicht. Die beiden größten Hypothekenfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac wurden unter staatliche Kontrolle gestellt. Beide hatten zusammen einen Großteil der neuen Hypotheken finanziert. Ein Scheitern dieser beiden Riesen hätte wahrscheinlich einen Flächenbrand im Finanzsystem rund um den Globus ausgelöst. Die Übernahme des Traditionshauses Merrill Lynch durch die Bank of America sei hier nur am Rande erwähnt.



Die oben beschriebenen Kapriolen im Bankensektor hinterlassen natürlich ihre Spuren in den Kursen von Banktiteln. Der hier dargestellte Indexverlauf zeigt die Entwicklung internationaler Banktitel in Vergleich zum Weltaktienindex. Nachdem sich die beiden Indizes lange Zeit im Gleichlauf bewegten, kam es nach Bekanntwerden der Immobilienkrise zu einem starken Abschlag in der Bewertung von Banktiteln. Ob der Abschlag in dieser Größenordnung gerechtfertigt ist, sei einmal dahin gestellt. Eine nachhaltige Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten kann in unseren Augen nur - nach abgeschlossener Konsolidierung im Bankensektor - durch einen Aufschwung der Banktitel eingeleitet werden. Zur Unterstützung des Bankensektors arbeitet die US-Regierung aktuell an einem 700 Mrd. schweren Rettungspaket, welches das Vertrauen in den Sektor stärken dürfte.

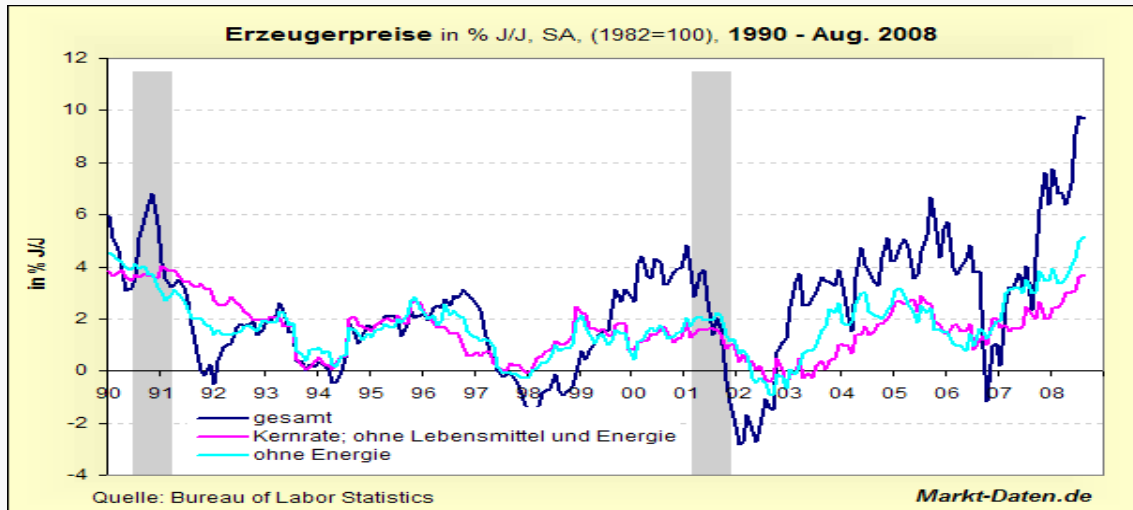
„Wir befinden uns in der schwierigsten Marktphase an die ich mich erinnern kann...“ meinte unlängst Nicolas Walewski (Alken Capital), einer der besten Fondsmanager für europäische Aktien, dem es in seiner bisherigen Laufbahn fast immer gelang, seinen Referenzindex in verschiedenen Zeiträumen deutlich zu schlagen. „Die Märkte befinden sich in einer Übertreibungsphase und es ist unmöglich vorherzusagen, wo der Boden gefunden sein wird“ fügte er hinzu. Dieser Meinung können wir uns anschließen. Die Schwankungsbreite ist derzeit extrem hoch und die Märkte reagieren sehr kurzfristig mit hohen Ausschlägen auf diverse Nachrichten. Die teilweise guten Fundamentaldaten rücken verstärkt in den Hintergrund. „Die Stimmung ist sehr schlecht und wird absichtlich schlecht gehalten. Wir sehen eine Übertreibung“ bestätigt auch Raphael Kassin, Manager des Credit Suisse Emerging Market Fixed Income-Fonds. Der „Star“-Fondsmanager, der im Jahr 2007 von ABN Amro zur Credit Suisse wechselte, fügte auf einer Fondsmanagerkonferenz in London, an der HwV®-Research teilnahm, mit einem Schmunzeln hinzu: „Das Management der Banken wird versuchen so viele Verluste wie möglich noch ins Jahr 2008 zu packen. Das senkt die Basis für die Berechnung zukünftiger Bonifikationen!“

Inflation

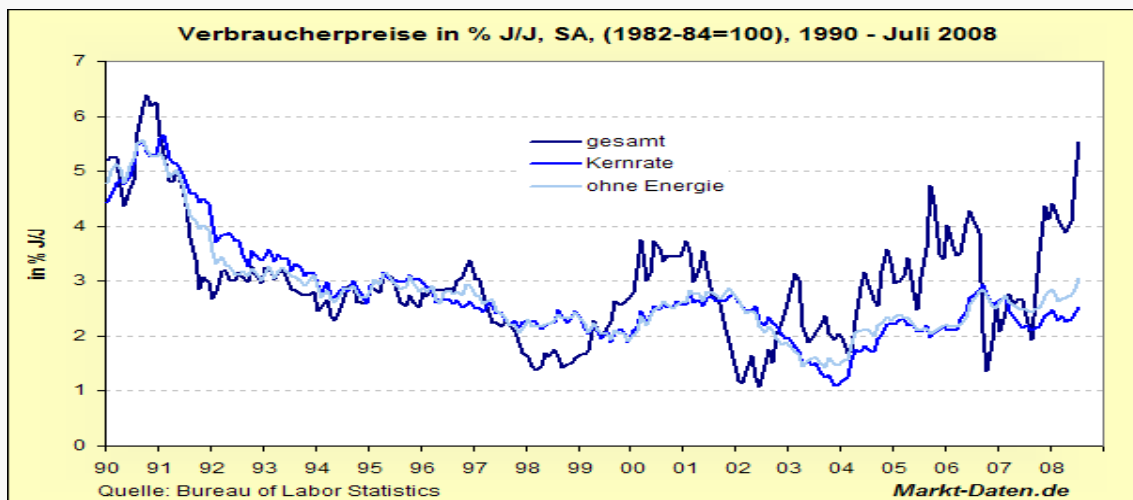
Ein zusätzlicher Belastungsfaktor für die Aktienmärkte war die stark anziehende Inflation. Allein der Rohölpreis hatte sich innerhalb von 1,5 Jahren mehr als verdoppelt. Von Januar 2007 bis Juli 2008 stieg der Ölpreis von 60 auf 144 US-\$.



Dies entfaltet natürlich auch seine Auswirkungen auf die Erzeugerpreise. Diese stiegen im erwähnten Zeitraum stark an. Ein solcher Preisdruck senkt die Gewinnmargen der Unternehmen, da diese nicht in der Lage sind die gestiegenen Einkaufspreise direkt an den ohnehin durch schwächeres Wirtschaftswachstum und Immobilienkrise belasteten US-Verbraucher weiter zu geben.



Folglich stiegen die Verbraucherpreise nicht im gleichen Umfang, befinden sich aber dennoch auf einem Niveau, das seine Spuren in den Geldbeuteln der Konsumenten hinterlässt. Ob diese Zahlen geschönt sind, soll an dieser Stelle nicht diskutiert werden. Die Gefühlte Inflationsrate liegt jedenfalls deutlich höher.



Wie Sie allerdings am Ölpreis-Chart sehen können, wurde die massive Überhitzung in den letzten Wochen abgebaut. Der Ölpreis notiert aktuell wieder auf einem Niveau von ca. 105 US-\$. Auch bei den Nahrungsmittelpreisen kam es zu einer deutlichen Verbesserung, sodass wir erwarten, dass der Inflationsdruck in naher Zukunft nachlassen und den Konsum beflügeln wird. Zu beachten ist allerdings, dass den gefallen Rohstoffpreisen gestiegene Finanzierungskosten gegenüberstehen. Unter dem Strich sollten die Gewinnmargen - insbesondere für Unternehmen mit geringem Verschuldungsgrad - wieder steigen können. Durch das weltweit geringere Wirtschaftswachstum rechnen wir auch nicht mit einer baldigen Rückkehr zu den gesehenen Rekordpreisen. Dennoch muss sich die Wirtschaft auf ein Verharren der Rohstoffpreise auf relativ hohem Niveau - im Jahr 2000 lag der Ölpreis im Jahresdurchschnitt bei ca. 28 US-\$ - einstellen, da die Nachfrage aus den Emerging Markets weiterhin sehr hoch ist.

Bewertungen auf historisch niedrigem Niveau

Nachdem wir nun die drei Belastungsfaktoren identifiziert haben, schauen wir einmal auf die nackten Zahlen. Nachdem viele Aktienmärkte ihre Hochs am 09.10.2007 markierten, verloren sie immens an Wert:

Markt	Entwicklung 09.10.2007 – 17.09.2008
Weltaktienindex (EUR)	- 29,06%
DAX	- 26,56%
M-DAX	- 29,48%
DJ Euro STOXX 50	- 32,13%
DJ STOXX 600 Banks	- 48,05%
Dow Jones	- 25,10%
S&P 500	- 26,12%
Shanghai B (China)	- 68,70%

Diese Kursrückgänge führen natürlich zu Veränderungen der Bewertung von Aktien. Nimmt man hierfür als Maßzahl das Kurs-Gewinn-Verhältnis zur Hand, so ergibt sich bei gleichbleibenden Gewinnen und fallenden Kursen eine relativ günstigere Bewertung als nach einem Kursanstieg. Die relativ schwer zu prognostizierende Variable bleibt die Entwicklung der zukünftigen Gewinne. Credit Suisse beschäftigt sich in der aktuellen Publikation *Trends September/Oktober 2008* mit der Bewertung europäischer Aktien und kommt zu dem Schluss:

„Aktuell wird für Europa ein Gewinnanstieg von 1,5% in diesem und etwa 13% im nächsten Jahr erwartet. Damit beträgt das Kurs-Gewinn-Verhältnis für 2009 etwa 9. Dies ist für die europäischen Aktienmärkte der niedrigste Stand seit etwa 17 Jahren. Selbst wenn die Gewinnschätzungen für dieses wie auch für nächstes Jahr noch immer als zu hoch erscheinen, so haben die Aktienmärkte auf dem aktuellen Niveau bereits eine Gewinnrezession von 11% für dieses Jahr und 28% für das Jahr 2009 eingepreist. Damit bleibt selbst im Falle etwaiger negativer Gewinnrevisionen die Bewertung auf dem aktuellen Niveau klar unterstützend und die Gefahr weiter rückläufiger Unternehmensgewinne ist bereits größtenteils eingepreist.“



Betrachtet man das Kursniveau des weltweit wichtigsten Aktienindex S&P 500, erkennt man ein ähnliches Level wie Anfang 2004. Allerdings lag das durchschnittliche Gewinnwachstum seither jährlich bei 14,78%. Folglich sind die Unternehmensbewertungen in den letzten 12 Monaten stark zurück gegangen. Das durchschnittliche KGV im S&P 500 auf Basis der Gewinnschätzungen für 2009 beträgt derzeit 12,57. Der langfristige Durchschnitt liegt bei ca. 16,5 (Quelle: TBF Global).

Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt auch Richard Pease, Fondsmanager des New Star European Equity ex UK: „Die Bewertungen sind derzeit vergleichbar mit 2002 oder 1987. Und zwar nach dem Crash!“ Lediglich bei Banken bleibt er skeptisch: „Banken sind derzeit schlichtweg nicht zu analysieren, da man die Risiken nicht fassen kann“. Mit dieser Aussage sollte er recht behalten, wie der Zusammenbruch von Lehman Brothers zeigte (wir führten das Gespräch fünf Tage vor Bekanntwerden der Lehman-Pleite).

Auch der von uns sehr geschätzte Fondsmanager Peter E. Huber von StarCapital kommt in seiner aktuellen Stellungnahme zur Finanzkrise zu dem Ergebnis: „Die internationalen Aktienmärkte sind anhand ihrer fundamentalen Bewertungskriterien über 20% unterbewertet... Wir sehen die aktuelle Bereinigung – so schmerzhaft sie auch ist – positiv. Oft haben spektakuläre Pleiten in der Vergangenheit einen Wendepunkt in der Börsenentwicklung markiert... Verschiedene technische Indikatoren, die normalerweise einen Tiefpunkt an den Börsen begleiten und bisher gefehlt haben, bilden sich jetzt aus: Ein Ausverkauf bei hohem Volumen und ein starker Anstieg der Volatilität.“ Peter E. Huber gilt unter Branchenkennern als der antizyklische Investor schlechthin. So verwundert es kaum, dass er in seiner Stellungnahme ergänzt: „Wenn in der aktuellen Situation auch die Kurse gesunder Unternehmen noch einmal deutlich unter Druck kommen, wird die StarCapital dies zum antizyklischen Ausbau ihrer Aktienbestände nutzen.“

Zusammenfassung:

- Die Stimmung an den Börsen ist sehr schlecht. Betrachtet man die letzten Handelstage, könnte man sogar von Panik sprechen.
- Der Ursprung der aktuellen Krise ist im US-Immobilienmarkt zu finden. Auch hier befindet sich die Stimmung auf einem Tiefpunkt. Experten gehen von einer baldigen Beruhigung am Immobilienmarkt aus.
- Der Bankensektor befindet sich in einem gewaltigen Umbruch. Die Konsolidierung in diesem Sektor schreitet in einem hohen Tempo voran. Ein nachhaltiger Anstieg am Aktienmarkt kann nur durch eine Erholung der Banktitel eingeleitet werden. Das Rettungspaket der US-Regierung sollte hier unterstützend wirken.
- Die Inflation hat ihren Höhepunkt erreicht. Das weltweit langsamere Wirtschaftswachstum und die schon stark gefallen Rohstoffpreise werden zu geringeren Erzeuger- und Konsumentenpreisen führen und die Erhöhung von Gewinnmargen bei den Unternehmen mit geringem Verschuldungsgrad ermöglichen.
- Die Bewertungen befinden sich auf einem historisch niedrigen Niveau, was nicht bedeutet, dass sie nicht noch weiter fallen könnten. Allerdings stellt dieses Bewertungsniveau eine gute Basis für zukünftige Kurssteigerungen dar. Viele Fondsmanager sehen in der aktuellen Krise eine enorme Chance und finden wieder sehr viele preiswerte Aktien.

Wir hoffen mit dieser aktuellen Ausarbeitung ein paar Hintergrundinformationen geliefert zu haben, die Ihnen bei Ihren bevorstehenden Investitionsentscheidungen hilfreich sind. Wir stehen Ihnen auch gerne für weitergehende Fragen zur Verfügung. Gerne unterbreiten wir Ihnen auch konkrete Vorschläge wie Sie Ihre Depot, gerade auch vor dem Hintergrund der Abgeltungssteuer, sinnvoll und professionell strukturieren sollten. Denn eines steht fest: Nur wer jetzt handelt und sein Depot sinnvoll strukturiert, sichert sich letztmalig die Chance, zukünftige Kursgewinne dauerhaft steuerfrei vereinnahmen zu können.

Singen, den 18.09.2008

Daniel Flück

RESEARCH GMBH

„Die meisten Leute interessieren sich für Aktien,
wenn alle anderen es tun.
Die beste Zeit ist aber,
wenn sich niemand für Aktien interessiert.“
(Warren Buffett)

Dieses Fondsportrait dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen dar. Historische Wertentwicklungen lassen keine Rückschlüsse auf ähnliche Entwicklungen in der Zukunft zu. Diese sind nicht prognostizierbar. Alleinige Grundlage für den Anteilerwerb sind die Verkaufsunterlagen zum Sondervermögen. Verkaufsunterlagen zu allen Sondervermögen der HwV® FlexConcept Fonds UI sind kostenlos bei Ihrem Berater / Vermittler der zuständigen Depotbank oder bei Universal-Investment unter www.universal-investment.de erhältlich. Alle angegebenen Daten sind vorbehaltlich der Prüfung durch die Wirtschaftsprüfer zu den jeweiligen Berichtsterminen. Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuergrundlage aus. Für die Richtigkeit der hier angegebenen Informationen übernehmen wir keine Gewähr. Aussagen zur Besteuerung stellen keine konkrete Rechts- oder Steuerberatung dar. Jedem Anleger wird deshalb empfohlen sich über seinen Steuerberater hinsichtlich seiner persönlichen steuerlichen Behandlung bei einer Anlage in diesem Fonds beraten zu lassen. Änderungen vorbehalten.