



>quirin navigator

1. Quartal 2009

Berlin, 26. Januar 2009

>quirin navigator

1. Quartal 2009



Sehr geehrter Leser,

in Ihrer Hand halten Sie unsere erste Ausgabe des vierteljährlich erscheinenden „quirin navigator“. Falls Sie sich ein bißchen über den Namen wundern sollten, so ist dies gewollt. Denn während die Welt im Nebel von Millionen, Milliarden und Billionen die Orientierung verloren hat, versuchen wir den kühlen Kopf zu behalten und Ihnen jene Information zu liefern, die sie brauchen, um in diesen stürmischen Zeiten den Überblick zu behalten. Dabei liefern wir Ihnen transparente Informationen, die Sie auch verstehen und einordnen können. So, wie Sie es von der quirin bank gewohnt sind.

Der „quirin navigator“ ist ein Baustein. Ergänzend erstellen wir künftig den monatlichen „quirin navigator update“, wo wir Branchen, Währungen und die wichtigsten Assetklassen unter die Lupe nehmen, sowie den wöchentlich erscheinenden „quirin trading“, der für den engagierten Börsianer zeitnahe Investmentideen liefert. Abgerundet wird das Paket schließlich durch die regelmäßige Unterstützung Ihres Beraters „vor Ort“.

Ich wünsche Ihnen viel Spaß mit der vorliegenden Lektüre




Karl Matthias Schmidt

Vorstand der quirin bank AG



1. Quartal 2009

Die aktuelle Lage

Rückblick und Perspektive 2009

„Zurück auf Los“. Das Jahr 2008 ist ein Schlüsseljahr in der Redimensionierung und damit auch Bereinigung der globalen Finanzszenen. Der Bereinigungsprozeß ist noch nicht abgeschlossen, aber natürlich wurde mit dem auslaufenden Jahr in vielerlei Hinsicht ein großer Teil der Wegstrecke zurückgelegt. Doch der Preis war bis dato hoch. Etwa 32 Billionen Dollar an Börsenwerten dürfte die Krise in 2008 bereits aufgelöst haben. Ein Sinnbild für die Dramatik der Situation war der vergangene Oktober: In diesem Jahr stand dieser Monat für den historisch gesehen schwärzesten Monat der globalen Investmentfonds-Szene. Das Jahr 2008 ist also ein Jahr der großen Entzauberung, und dies gilt für viele Einzelaspekte und Akteure auf dem Spielfeld.

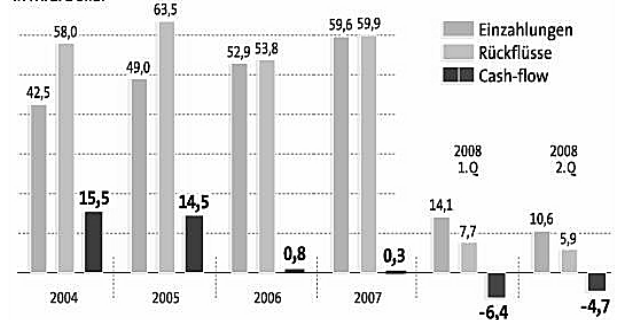
Für die Bankenwelt gab es nach dem Hochmut der letzten Jahre einen mehr als tiefen Fall. Im Nachhinein können wir feststellen, daß es ein Fehler war, Lehman Brothers in die Pleite gehen zu lassen. Denn die Vernetzung in der Bankenwelt ist zu groß geworden, als daß man sich den Ausfall eines echt systemrelevanten Instituts leisten kann, ohne ein Erdbeben zu riskieren. Mit dem Austrocknen des Geldmarktes und anderer Finanzierungsquellen bei weiterhin hohen Wertberichtigungen ist eine wichtige Venen-Verstopfung eingetreten, die ohne das massive Feuern von Stützungen und Hilfen wohl tatsächlich an den Rand eines Systemkollaps geführt hätte. Bemerkenswert ist, wie schnell es gehen kann, daß ein ganzes Marktsegment innerhalb kürzester Zeit illiquide wird. Daß diese „Verstopfung“ noch nicht aufgelöst wurde, zeigten die jüngsten Turbulenzen im Bankensektor Mitte Januar 2009.

Zum anderen wurde damit auch offensichtlich, daß die Einflußmöglichkeiten der Notenbanken nur sehr gering sind, wenn die Banken die Liquiditätsspritzen lediglich parken und nicht an die Realwirtschaft weitergeben. So gesehen haben die Banken ihre Mittlerfunktion zwischen Kapitalgebern (in diesem Jahr in hohem Maße auch die Notenbanken) und der Wirtschaft als Kapitalsuchende verfehlt bzw. unzureichend erfüllt. Während der Leitzins und auch das Renditeniveau z. B. von US-Staatsanleihen oder auch Bundesanleihen in fast bodenlose Tiefen fällt, haben die Unternehmen mit extrem schwierigen Finanzierungsbedingungen zu kämpfen. Am Hochzinsmarkt wird nach Ermittlung der Dt. Bank auf einem Niveau gehandelt, der eine Ausfallrate von etwa 50 % unterstellt. Das erscheint völlig überzogen und ist Spiegelbild davon, daß die Banken in ihrer Kapitalallokationsfunktion derzeit völlig versagen. Doch ganz so einfach ist es nicht. Denn die Banken folgen lediglich den Vorschriften. Vielmehr sollte also ein Lösungskonzept überlegt werden, um die Banken zumindest zum Teil von der Verpflichtung zu entbinden, immer mehr Abschreibungen auf ihre verlustbringenden Kredite und Wertpapiere aus der Finanzkrise zu tragen und Rückstellungen für künftige Kreditrisiken bilden zu müssen. Nur so kann die Spirale gestoppt werden. Bleibt eine solche oder vergleichbare Lösung aus, so werden die Notenbanken möglicherweise die Geschäftsbanken umgehen müssen, um eine chronische Kapitalunterversorgung der Unternehmenswelt zu verhindern. Damit läßt sich sagen, daß der Abschnitt 2007 / 2008 tatsächlich der Beginn einer neuen Epoche in der Bankenwelt ist, nicht nur in der Gewinnstärke, sondern

auch in der volkswirtschaftlichen Bedeutung. Das ist ein Einschnitt mit dauerhafter Wirkung.

Auch die Private Equity-Szene ist am Ende des Jahres 2008 nur noch ein Schatten ihrer selbst. Der Börsengang von Blackstone im letzten Jahr war ein wichtiger Fingerzeig für den Zenit der Branche. Konnte in den Jahren 2004 und 2005 an die Investoren noch deutlich mehr zurückgezahlt werden, als man von diesen einsammelte, so hielten sich Ein- und Auszahlungen in 2006 und 2007 in etwa die Waage. In 2008 ist das Verhältnis gekippt, und das gesamte Geschäftsmodell ist ins Wanken geraten. Bei den Fonds, die im Jahr 2006 und 2007 aufgelegt wurden, dürften sich Investoren sogar auf negative Renditen einstellen müssen. Indikativ ist wohl auch, daß es auf dem Sekundärmarkt für Private Equity-Anlagen Preisabschläge von etwa 35 bis 50 % gibt. Dies spiegelt einerseits Kapitalbedarf der Anleger wieder, deutet aber auch an, daß das Geschäftsmodell Private Equity den Glanz früherer Tage verloren hat. Das ist nachvollziehbar. Denn bei zahlreichen Private Equity-Deals ging es schlicht um „Bilanz-Tuning“. Echte unternehmerische Führung und Optimierung im Sinne einer langfristigen Strategie war oft nicht vorhanden. Im Gegenteil: Viele übernommene Unternehmen, die mit Schulden vollgepackt wurden, dürften in den kommenden Jahren um das nackte Überleben kämpfen. Zwar gab es noch eine Menge Mittelzusagen für die Private Equity-Gesellschaften, doch sind diese eher eine theoretische Größe. Zum einen ist das Vertrauen in die „Heuschrecken“-Szene angeknackst. Ohne sprudelnde Kredithähne funktioniert der Schuldenhebel nicht mehr vernünftig. Zum anderen sind viele Asset-Preise so stark im Wert gefallen, daß es bei den Anlegern der Fonds schnell zu Übergewichtungen von Private Equity-Engagements kommen kann.

Private-Equity-Fonds, Mittelzu- und -abflüsse
in Mrd. Dollar



Die „Heuschrecken“ selbst haben derzeit kaum Möglichkeiten, ihre Beteiligungen zu Geld zu machen. Denn bei den dafür notwendigen Börsengängen ist derzeit mehr oder weniger Eiszeit angesagt. Lag die Zahl der Börsengänge weltweit im Jahr 2007 noch bei knapp 2.000, so sackte dieser Wert in den ersten 11 Monaten des Jahres durch bis auf etwa 750. Beim Volumen ergab sich ein Rückfall von etwa 63 % auf nur noch etwa 95 Mrd. Dollar. Dabei fällt auch auf, daß sich das Gros des IPO-Geschäfts nicht in den etablierten Märkten abspielt, sondern vor allem in den Emerging Markets, wo in jüngerer Zeit grob 62 % aller Börsengänge über die Bühne gingen. Bei den zehn größten Börsengängen entfielen acht auf Emerging Markets. Die Börse kann ihrer klassischen Rolle als Kapitalsammelstelle derzeit also nur unzureichend gerecht werden. Daran läßt sich anknüpfen:



1. Quartal 2009

Die Hedgefondsszene wurde in 2008 regelrecht in die Zange genommen. Zum einen forderten Anleger massiv Mittel zurück. Zum anderen wurden Kreditlinien durch die Banken gekürzt bzw. zusätzliche Sicherheiten verlangt (Margin Calls). Für die Märkte war dies eine schwierige Entwicklung, denn dies mündete in Extrem-Verkäufe bei einzelnen Aktien, was mit der fundamentalen Realität nichts oder wenig zu tun hatte. Von etwa 1,9 Billionen Dollar im Sommer 2008 ist das Branchenvolumen um 400 Mrd. Dollar auf etwa 1,5 bis 1,6 Billionen Dollar geschrumpft. Die Schuldenhebel dürften inzwischen auf etwa 1 bis 2 zurückgeführt sein. So gesehen haben die Zwangs-Exekutionen die Marktberreinigung deutlich beschleunigt. Zum anderen ist auch innerhalb sehr kurzer Zeit eine große Menge an spekulativer Luft abgelassen worden. Und bekanntlich wurden diese Spekulationen gerne mit dem japanischen Yen finanziert, der einstigen „Billig-Währung“:

So war der japanische Yen im Zuge der Auflösung dieser Spekulationen in 2008 denn auch eine absolute Sieger-Währung. Auffällig ist eine sehr deutliche Aufwertung des Yen gerade ab etwa August letzten Jahres. Dahinter steckt eine deutliche Rückführung der sog. „Carry-Trades“. Diese Anlagekonstrukte sind um so interessanter, je größer die Diskrepanz zwischen Verschuldungszins auf der einen Seite und Anlagemöglichkeiten (z. B. Hochzinsanleihen, Aktien usw.) auf der anderen Seite ist. Gewürzt wird das Gericht mit einer guten Portion Risikobereitschaft. Andererseits hat sich mittlerweile auch das amerikanische Leitzinsniveau dem japanischen Niveau angenähert, womit Yen-Kredite als Finanzierungsquelle für andere Anlagen an Reiz verlieren. Werden solche Kredite eingedeckt, ist das faktisch ein Kauf von Yen, und auch das mündete in eine deutliche Aufwertung der japanischen Devisen. Natürlich bleibt dies nicht ohne Folge, denn eine schnelle Aufwertung der eigenen Währung läßt sich in der Exportwirtschaft kaum auffangen und führt zu Verwerfungen und Schieflagen bei den Exportunternehmen bzw. auch deren Wettbewerbsfähigkeit. Dazu kommt:

Das Jahr 2008 war auch ein Jahr, wo Geld massiv nach Hause geholt wurde. Dies stellt eine wichtige Kehrtwende im Globalisierungsprozeß dar, der sich in den letzten Jahren nicht nur auf die Realwirtschaft bezog, sondern auch auf die internationalen Kapitalflüsse. Die technischen Möglichkeiten begünstigten dies. Mit wenigen Griffen am Computer ließ sich das Geld auch in entlegene Gebiete auf dem Globus transferieren - und nun eben auch zurückholen. Besonders der US-Dollar hat von diesen Repatriierungen profitiert, denn angesichts des Krisenformats galt in vielen Fällen „Safety and Liquidity First“, und dies spricht für den liquiden amerikanischen Markt, natürlich auch begünstigt durch die gigantischen Hilfsprogramme, die auf den Weg gebracht wurden.

Dabei sollte man im Hinterkopf behalten, daß die Amerikaner ein ganz wichtiges Ass im Ärmel haben: Sie können die wichtigste Leitwährung auf dem Globus über die Notenpresse und die Kreation von Buchgeld nach ihrem Gutdünken vermehren. Die Versprechungen von Notenbank und Schatzamt für die Stützung von Finanzsystem und Wirtschaft erreichen etwa 8,6 Billionen Dollar. Das Konjunkturprogramm des künftigen US-Präsidenten Barack Obama (immerhin das größte seit mehr als einem halben Jahrhundert) kommt noch einmal dazu. Auch wenn damit auf lange Sicht Risiken verbunden sind, so hebt dies die Amerikaner doch in eine besondere Stellung in der jetzigen Bereinigungsphase.

Die Verschiebung von Finanzmitteln ist aber auch als Teil einer wichtigen Entzauberung von Emerging Markets zu sehen. Hier sind relativ betrachtet weiterhin attraktive Wachstumsraten zu erwarten, aber der Blick dürfte nun deutlich differenzierter und vollständiger erfolgen. Dies ist sehr zu begrüßen, denn dies bedeutet auch eine sinnvollere Allokation von Kapital im globalen Kontext. Dazu gehört: Das Jahr 2008 zeigte deutlich auf, daß das vermeintliche Abkoppeln Chinas von der Konjunkturlage in den etablierten Volkswirtschaften eine Fata Morgana darstellt. Der chinesische Binnenmarkt ist zwar theoretisch eine gewaltige Größe, aber er ist noch zu schwach ausgebildet und hat noch zu wenig Eigendynamik. Vielmehr fällt auf, daß sich der chinesische Einkaufsmanagerindex (verarbeitendes Gewerbe) mehr oder weniger im Gleichlauf zu seinem Pendant in den USA und der Eurozone bewegte. Auch hinsichtlich der Zins- und Konjunkturpolitik schwimmt China im internationalen Fahrwasser. Wenn die Amerikaner also weniger konsumieren, dann kommt dies bei der chinesischen Werkbank sehr wohl als Effekt an. Allerdings kommt hier noch eine Komponente hinzu, unter der die Kapitalrückflüsse ebenfalls zu sehen sind:

Politische Notwendigkeiten bzw. Aspekte haben in 2008 einen neuen Stellenwert erhalten. Im Kern geht es darum, politische Risiken sauberer zu bewerten. So gesehen ist die Risiko-Adjustierung eine langfristig positive Maßnahme. Wenn die Flut alle Boote nach oben spült, mag eine problematische Politik nicht so relevant erscheinen. Aber bei Ebbe in Wirtschaft und Finanzmärkten wird das Thema um so wichtiger. Musterbeispiel ist China, wo es ein hohes Wirtschaftswachstum benötigt, um eine teils sehr unzufriedene Bevölkerung ruhig zu halten. Dies gilt auch für Rußland, wo man beim Georgien-Konflikt ein wenig die Hüllen fallen ließ und das wahre Gesicht zeigte, auch als wichtigen Fingerzeig für das außenpolitische Klima in den kommenden Jahren. In diesem Fall wird die Thematik durch den niedrigen Ölpreis verschärft, der das Land zusätzlich in die Zange nimmt und damit auch unberechenbarer macht. Dies ist nicht nur eine Frage des Tonfalls, sondern auch von konkreten politischen Aktionen. Nach dem Georgien-Konflikt könnte so auch wieder die Gasversorgung für Europa ein Diskussionspunkt werden. Aber auch vor der eigenen Haustür kam die politische Betrachtung zum Tragen: Unruhen in Griechenland.

Alles in Allem: Das Jahr 2008 war ein wichtiges Jahr. Viele Adressen sind maßgeblich entzaubert worden, was die Finanzmärkte näher an die ökonomische Wirklichkeit herangeführt hat. Ein Anpassungsprozeß dieser Größenordnung bedeutet unweigerlich auch realwirtschaftliche Brems-effekte, die bereits eingesetzt haben und sich in diesem Jahr auch fortsetzen werden. Wichtig ist, daß es zunächst einmal gelungen ist, das globale Finanzsystem vor dem totalen Kollaps zu bewahren, was ein durchaus knappes Manöver war. Nun geht es um die Stabilisierung der Konjunktur, was noch eine Herausforderung wird. Mit den umfangreichen Maßnahmen der Regierungen und Notenbanken ist aber zumindest für einen positiven Zwischenimpuls eine gute Basis gelegt worden. Über die längerfristigen Folgen wird man sich dann im laufenden Jahr Gedanken zu machen haben. Und damit sind wir bei den Aussichten und Erwartungen für 2009:

Wie der Jahresauftakt es schon nahegelegt hat, werden uns folgende Themenschwerpunkte im ersten Quartal beschäftigen:



1. Quartal 2009

Thema Nummer 1 bleibt bis auf weiteres die Problematik im Bankensektor. Da Geld bekanntlich der Schmierstoff einer jeden Volkswirtschaft ist und dieser ausschließlich via dem Verteilungsmechanismus der Banken seinen Weg in die „reale“ Wirtschaft findet, kann eine nachhaltige wirtschaftliche Erholung nicht stattfinden, ehe der Genesungsprozeß bei den Banken eingeläutet worden ist. Dieser Weg ist, wie schon eingangs erwähnt, steinig. Ausgelöst wurde die Misere am amerikanischen Immobilienmarkt, und wahrscheinlich wird sie auch dort wieder als erstes Fuß fassen müssen. Denn auf die extrem wichtige Bedeutung der Immobilienblase für den laufenden Wirtschaftszyklus haben wir immer wieder hingewiesen. Sie war der Motor des Aufschwungs im Anschluß an die Rezession des Jahres 2001 und ihr Platzen hat ausgereicht, um eine weltweite Bankenkrise auszulösen, in deren Verlauf alle großen US-Investmentbanken und zahlreiche Großbanken de facto pleite gegangen sind.

Immobilienbaissen sind relativ langwierige Angelegenheiten. Aufgrund fundamentaler Kennzahlen gehen wir davon aus, daß die Wohnimmobilienpreise in den USA zunächst um weitere 20 % fallen werden, ehe sich hier eine Stabilisierung abzeichnet. Der bisherige Preisrückgang beträgt etwa 25 % und anhand der Grafik (Case-Shiller-Index) kann erkannt werden, daß der Bereinigungsprozeß zwar im vollen Gang ist, aber noch nicht seinen Endpunkt erreicht hat. Eine Fortsetzung der Immobilienbaisse wird indes eine Genesung der Bankenkrise klar hinauszögern und erschweren.

Leider bleibt dieser Sektor nicht der einzige Problembereich, der den Bankmanagern und ihren Aktionären sowie den sie stützenden Regierungen in den kommenden beiden Jahren weiteres Kopfzerbrechen bereiten dürfte. Außer den Kreditproblemen, die sich aus der geplatzten Wohnimmobilienblase ergeben, gibt es weitere Bereiche, die zu erheblichen Kreditausfällen und einer potentiell dramatischen Belastung des Bankensystems führen könnten.

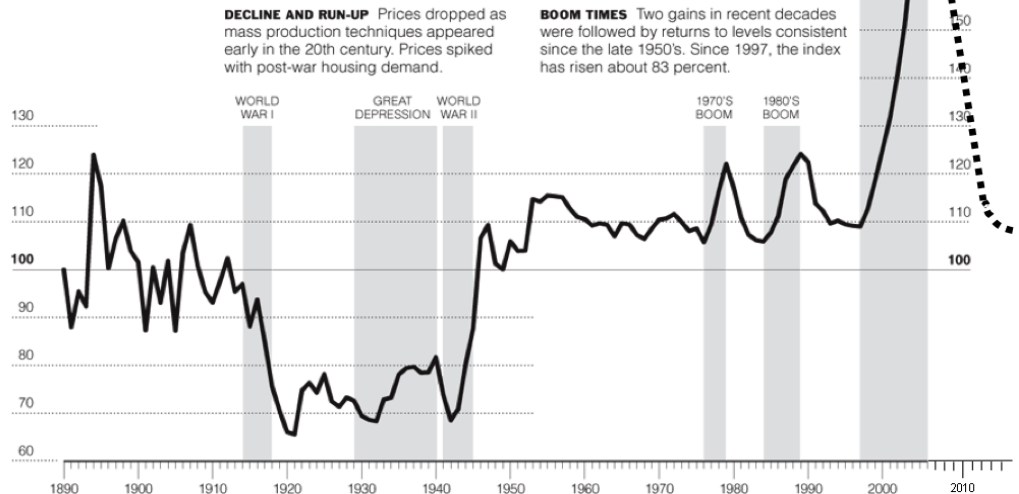
An erster Stelle steht in diesem Zusammenhang der Private Equity-Sektor. Hier wurden in den vergangenen Jahren zahlreiche „Schönwetterdeals“ finanziert, die auf der Annahme einer endlosen Fortsetzung guter Zeiten basierten. Neben den Fehlentwicklungen im Immobilienbereich waren es der Hedgefonds- und der Private Equity-Sektor, in dem sich die größten Exzesse abgespielt haben. Wie bereits erwähnt, hat ersterer im vergangenen Jahr bereits eine ordentliche Bereinigung erfahren, die letzterem erst noch bevorstehen dürfte.

Der zweite große Sektor, der vermutlich im laufenden Jahr für spektakuläre Pleiten und Schlagzeilen sorgen wird, ist der gewerbliche Immobiliensektor, nicht nur in den USA. Während sich die Ausgaben im Wohnungsbau bereits halbiert haben, sind sie im Nicht-Wohnungsbau selbst im vergangenen Jahr

A History of Home Values

The Yale economist Robert J. Shiller created an index of American housing prices going back to 1890. It is based on sale prices of standard existing houses, not new construction, to track the value of housing as an investment over time. It presents housing values in consistent terms over 116 years, factoring out the effects of inflation.

The 1890 benchmark is 100 on the chart. If a standard house sold in 1890 for \$100,000 (inflation-adjusted to today's dollars), an equivalent standard house would have sold for \$66,000 in 1920 (66 on the index scale) and \$199,000 in 2006 (199 on the index scale, or 99 percent higher than 1890).



Experten und ihre Theorien

von Claus Vogt

Das Jahr 2008 wurde von zahlreichen Analysten und Kommentatoren als ein sehr schwieriges bezeichnet - sowohl hinsichtlich der volkswirtschaftlichen Entwicklungen als auch in Bezug auf die Aktienmärkte. Diese Einschätzung teile ich ausdrücklich nicht. Das vergangene Jahr war ein überaus schlechtes Jahr für die Börse und große Teile der Wirtschaft, insbesondere natürlich der Finanzwirtschaft, und damit ein Jahr mit besonderen Herausforderungen. Tatsächlich hatte sich die Rezession in der Vergangenheit in so erfolgreichen Frühindikatoren wie der Zinsstrukturkurve und dem US-Index der Frühindikatoren frühzeitig angekündigt. Gleichzeitig waren die Aktienmärkte historisch überbewertet. Und aus Sicht der technischen Analyse brachen die wichtigsten Aktienindizes bereits im Januar 2008 aus ihren „Topformationen“ nach unten aus, wobei sie langfristige Aufwärtstrendlinien in sehr dynamischen Bewegungen durchbrachen. Deutlicher können sich Baissen und Rezessionen kaum ankündigen.

Daß fast keiner der mehr oder weniger hochdotierten Experten die Rezession und die Finanzkrise hat kommen sehen, kann also nicht mit der besonderen Schwierigkeit der Zeiten begründet werden. Die Ursache für die traurige Vorstellung der meisten sogenannten Koryphäen muß woanders liegen. Zwei unterschiedliche Ursachen sehe ich hier



1. Quartal 2009

noch gestiegen. In der Vergangenheit haben Rezessionen zu empfindlichen Einbrüchen am gewerblichen Immobilienmarkt geführt. Wir können keine Anhaltspunkte erkennen, die dafür sprechen, daß dieser normale Zusammenhang im laufenden Zyklus nicht gelten sollte.

Das dritte Damoklesschwert, das wir über dem Bankensektor und dem Finanzsystem hängen sehen, ist die prekäre finanzielle Lage zahlreicher Emerging Markets. Finanzkrisen, Zahlungsschwierigkeiten bzw. Zahlungsausfälle von Staatsanleihen müssen befürchtet werden.

Im Ergebnis halten wir fest, daß wir zum Jahresauftakt unter den genannten Aspekten der Auffassung sind, daß die aktuelle weltweite Rezession tiefe Einschnitte mit sich bringen wird und aller Wahrscheinlichkeit nach länger andauern wird, als dies derzeit kolportiert wird.

Diese Prognose basiert auf einem simplen Zusammenhang: Je größer eine geplatze Spekulationsblase ist, desto schlimmer sind die Folgen für die Finanzmärkte und die Realwirtschaft.

Diese Erkenntnis wurde in einer kürzlich vorgelegten Studie aus dem universitären Bereich mit einigen wichtigen empirischen Daten unterlegt. In dieser Studie sehen wir eine Bestätigung unserer bisherigen Überlegungen und Analysen. Sie trägt den Titel „The Aftermath of Financial Crises“ (Die Folgen von Finanzkrisen) und stammt von Carmen M. Reinhart (Universität von Maryland) und Kenneth S. Rogoff (Harvard Universität) und wurde am 3. Januar 2009 veröffentlicht.

In dieser Studie befassen sich die Autoren mit den Folgen von Wirtschaftskrisen, deren Ausgangspunkt sie in einer Banken- bzw. Finanzkrise sehen. Die Frage nach der Ursache der Bankenkrise - im vorliegenden Fall die größte Spekulationsblase aller Zeiten - thematisieren sie dabei nicht. Ihre Betrachtungen liefern dennoch einige wichtige Ergebnisse:

1. Finanzkrisen sind langwierige Episoden, die bedeutende Charakteristiken gemein haben.
2. Der durchschnittliche Preisrückgang an den Immobilienmärkten betrug real 35 %, und die Immobilienbaisse dauerte rund sechs Jahre.
3. Der durchschnittliche Kursrückgang an den Aktienmärkten belief sich auf 55 % und nahm dreieinhalb Jahre in Anspruch.
4. Die Arbeitslosenrate stieg innerhalb von rund vier Jahren um durchschnittlich sieben Prozentpunkte über den Tiefstwert des vorangegangenen Aufschwungs.
5. Die Wirtschaft schrumpfte im Durchschnitt zwei Jahre lang um über 9 %.
6. Die Staatsverschuldung stieg drastisch an, im Durchschnitt um 86 %.

am Wirken. Erstens garantiert die Art der Modelle und Theorien, die von der überwältigenden Mehrheit moderner Ökonomen verwendet werden, eine fehlerhafte Lageeinschätzung. Zweitens sorgt die allzu menschliche Interessenslage der sich von Sachzwängen umgeben sehenden Akteure, insbesondere das Karriererisiko, dafür, daß tendenziell bullische Prognosen erstellt werden und erst gar nicht versucht wird, ökonomische Wendepunkte vorherzusagen.

1. Fragwürdige Modelle und Theorien

„Wir sind alle Keynesianer“, sagte der ehemalige US-Präsident Richard Nixon bereits in den 70er Jahren. Und diese Aussage gilt für die überwältigende Mehrheit der Ökonomen heute mehr denn je.

Keynes Theorien, die mich als Praktiker und Kenner der Finanzmarktgeschichte nie überzeugen konnten, dominieren sowohl den Universitätsbetrieb - und damit die Ausbildung ganzer Generationen von Volks- und Betriebswirten - als auch die Politikberatung. Ebenso dominieren sie die Politik selbst, der sie als Rechtfertigung eines nicht endenden Ausbaus der Bürokratie und maßloser Staatsinterventionen dienen. Sie sind außerdem der „Erfolgsgarant“ der Politikberatung, die darin ein die Karriere förderndes Instrument gefunden hat, mit dessen Hilfe sie Politikern die Rechtfertigung nahezu jeder Staatsintervention liefert und ihnen zu immer mehr Macht über Wirtschaft und Gesellschaft verhilft. Schließlich dominieren Keynes Theorien mittlerweile auch die Notenbanken und deren gewaltigen bürokratischen Apparate. Weltweit verwalten Notenbankbürokraten das staatliche Geldmonopol, die als überzeugte Inflationisten gelten müssen. Wenn man ihren Ausführungen Glauben schenkt, muss man zu dem Ergebnis kommen, daß sie allen Ernstes der Überzeugung sind, mit Hilfe der Gelddruckmaschine wirtschaftliche Probleme lösen und die allgemein Wohlfahrt fördern zu können.

Ich selbst beachte die keynesianischen Makroökonomiemodelle im Rahmen meiner analytischen Arbeiten kaum. Ich verwende stattdessen die dem gesunden Menschenverstand sehr viel mehr entsprechenden Theorien der radikal-liberalen Österreichischen Schule der Ökonomie, in denen ich die wesentlich überzeugenderen Erklärungen der ökonomischen Realitäten und Zusammenhänge sehe.

Zumindest im laufenden Wirtschaftszyklus - aber auch in dem durch die große Aktienspekulationsblase Ende der 1990er Jahre gekennzeichneten - ermöglichten die Erkenntnisse der Österreichischen Schule das frühzeitige Erkennen der jeweiligen großen Fehlentwicklungen und der darauf basierenden Gefahren für die Wirtschaft, das Finanzsystem und die Börse. Insofern war das Jahr 2008 also kein schwieriges, sondern nur ein schlechtes.

Das Jahr 2009 hingegen verspricht auch aus meiner Sicht ein schwieriges zu werden - und vermutlich auch ein schlechtes. Denn die massiven als „Rettungspakete“ und „Konjunkturprogramme“ bezeichneten Staatsinterventionen werden natürlich Wirkungen und Nebenwirkungen



1. Quartal 2009

Diese empirischen Ergebnisse passen zu unseren auf der Analyse von Spekulationsblasen und den Folgen ihres Platzens basierenden Überlegungen. Sie machen deutlich, daß sich zum gegenwärtigen Zeitpunkt Hoffnungen auf ein baldiges Ende der Rezession nur mit Mühe begründen lassen.

Fazit: Wir raten weiterhin zu einer vorsichtigen Vorgehensweise.

Aus dem hier geschilderten großen Bild ergibt sich natürlich eine weiterhin sehr vorsichtige Einschätzung der Lage an den Finanzmärkten. Nach den heftigen Verlusten des vergangenen Jahres hat an den Aktienmärkten eine Serie von Gegenbewegungen begonnen, die in der Branche gerne als „Bemarketrally's“ genannt werden. Aufgrund der im historischen Vergleich lediglich durchschnittlichen fundamentalen Bewertung der Welleitbörsen Amerikas rechnen wir im ersten Quartal 2009 mit einer anhaltend hohen Unsicherheit und somit zu relativ hohen Schwankungen der Kurse.

Dabei kann eine Bemarketrally durchaus auch mehrere Monate anhalten. Insbesondere die Hoffnung auf die Wirkungen der massiven Konjunkturprogramme könnte problemlos als Aufhänger für eine vorübergehend bessere Stimmung an den Börsen dienen. Und aus technischer Sicht wäre eine ausgedehnte Gegenbewegung nach den massiven Verlusten der vergangenen Monate durchaus normal.

Es stellt sich also allein die Frage, wie in diesen Gewässern optimal gesegelt werden kann. Der Ausblick:

Aktien: Für die meisten europäischen Titel wird es in den ersten drei Quartalen zu früh sein, um auf breiter Front wieder einzusteigen. Die Argumentation, daß viele Aktien bereits heute sehr preiswert bewertet sind, greift noch nicht flächendeckend und vor allem, solange die meisten Investoren in erster Linie Sicherheit suchen. Für eine Wende an den Aktienmärkten bedarf es also nicht nur attraktiver Wertpapiere, sondern auch bereitwilliges Kapital. Ersteres ist heute schon gegeben, wird sich aber noch weiter verbessern. Letzteres wird auf sich warten lassen. Unsere Schätzung für den günstigsten Fall ist, daß im dritten Quartal langsam eine Stimmungswende einsetzen wird.

Anleihen: Für Staatsanleihen waren wir im vergangenen Jahr sehr positiv gestimmt. Allerdings erreichte die Flucht in diesen sicheren Hafen Ende 2008 extreme Ausmaße. Gleichzeitig wurde klar, daß die Staatsverschuldung drastisch steigen wird, flankiert von einer neuen Runde einer extrem laxen Geldpolitik. Beide Entwicklungen sind sehr drastische inflationäre Weichenstellungen, die früher oder später zu steigenden Zinsen führen dürften. Deshalb halten wir das Risikoprofil längerfristiger Staatsanleihen nicht mehr für attraktiv.

Wie bereits im Dezember zu erkennen war, wagt ein kleiner Teil der Investoren nun mehr als in den vergangenen Monaten und beginnt von Bargeld und Staatsanleihen in hochwertige Unternehmensanleihen zu wechseln, die derzeit für ihre Verhältnisse Spitzenrenditen bieten. Diesen Schritt gehen wir mit, aber mit Vorsicht und sehr differenziert:

Unternehmensanleihen und andere riskante festverzinsliche Wertpapiere sind in 2008 teilweise noch heftiger unter die Räder gekommen als Aktien. Auch

gen entfalten, die marktwirtschaftliche Prozesse ganz oder teilweise außer Kraft setzen und die Arbeit eines Analysten außerordentlich erschweren.

2. „Bull Sells“, Karriererisiko und Herdentrieb

Es gibt an der Wall Street und in der Politikberatung eine klar belegbare Tendenz, bullische, optimistische Prognosen abzugeben. Denn bekanntlich drohte dem sprichwörtlichen Überbringer schlechter Nachrichten in früheren Zeiten großes Ungemach. Und heute weiß man zumindest, daß noch nie ein Analyst entlassen oder ein Wirtschaftsweiser geschäftet wurde, weil er eine Baisse oder eine Rezession nicht vorhergesehen hat. Das Wissen um diesen Zusammenhang hat natürlich einen nicht zu unterschätzenden Einfluß auf die Arbeit der meisten Betroffenen. In den USA ist dieses eher unbeliebte Thema unter dem Begriff „Karriererisiko“ bekannt.

Zusätzlich gibt es einen wichtigen psychologischen Grund für die systematischen Verzerrungen von Finanz- und Wirtschaftsprognosen in Richtung (objektiv unbegründbaren) Optimismus. Henry Kaufman, einst einer der einflußreichsten Analysten Amerikas und bekannt für seine Fähigkeit, auch gegen den Strom zu schwimmen, hat dazu in seinen Memoiren folgendes geschrieben:

„Die meisten Prognosen fallen in eine ziemlich enge Bandbreite, die von der Konsensus-Meinung der Finanzgemeinschaft nicht abweicht. Im Großen und Ganzen spiegelt das die allzu menschliche Neigung wider, Risiken zu minimieren und Isolation zu vermeiden. Schließlich ist es sehr komfortabel, mit der Herde zu laufen. Auf diese Weise kann man nicht besonders hervorgehoben werden aufgrund nicht eingetretener Vorhersagen, und man geht dem Neid und den Ressentiments aus dem Weg, die jene häufig auf sich ziehen, die öfter richtig liegen als falsch.“

Unsere Vorgehensweise erwies sich als richtig

Ich habe mich im vergangenen Jahr mit meinen Analysen und Prognosen sehr weit von der Herde entfernt. Schon durch meine ablehnende Haltung gängiger keynesianischer Modelle beschreite ich einen ungewöhnlichen Weg. Und häufig führt die von mir präferierte Methode dann auch zu ganz anderen Ergebnissen als die keynesianische Sichtweise. Im vergangenen Jahr war diese im oben beschriebenen Sinne riskante Vorgehensweise von Erfolg gekrönt. Die strukturierte Vermögensverwaltung der quirin bank schaffte es, in einem sehr schlechten Börsenjahr ein positives Ergebnis zu erzielen. Wie sehen uns dadurch auf dem von uns eingeschlagenen Weg bestätigt und werden auch in Zukunft nicht davor zurückschrecken, die Herde zu verlassen, um Ihr Vermögen zu erhalten und zu mehren.

sie haben in den vergangenen Wochen eine gewisse Kurserholung erfahren. Hinsichtlich des Wirtschaftszyklus haben Aktien und Unternehmensanleihen in etwa das gleiche Risikoprofil. Die Bodenbildung bzw. die Trendwende der beiden Anlageklassen verläuft mehr oder weniger parallel.



1. Quartal 2009

Devisen: Die Devisenmärkte werden uns weiteres Kopfzerbrechen bereiten. Es ist grundsätzlich schon eine kleine Kunst, zukünftige Devisentrends richtig einzuschätzen. 2008 war in dieser Hinsicht fatal, denn die üblichen Regeln und Gesetze des Marktes wurden durch die Auswirkungen der Finanzkrise komplett überschattet und damit weitestgehend außer Kraft gesetzt. Zwei wichtige Katalysatoren waren im letzten Jahr am Werk:

- 1.) Das Deleveraging - die Auflösung von kreditfinanzierten Depots
- 2.) Der globale Rückgang der kurzen Zinsen, was mit einer Geschwindigkeit vonstatten ging, die ein historisches Ausmaß annahm.

Beide Katalysatoren laufen 2009 aus und werden somit den Devisenmarkt weniger belasten, allerdings immer noch genug, um die Unbeständigkeit der Wechselkurse auf einem stark erhöhten Niveau zu halten.

Immobilien: Die europäischen Märkte für Privatimmobilien werden auch 2009 unter einem Käuferstreik und erhöhten Ausfallraten leiden. Weiterhin gilt die Daumenregel: Wo in der Vergangenheit am wenigsten spekuliert wurde, geht nun auch am wenigsten kaputt. In 2009 wird der Einbruch der Gewerbeimmobilien hinzukommen, eine direkte Folge der Rezession und dem weltweit sinkenden Konsum. Besonders betroffen sind Länder, deren Wachstum auf der Binnenwirtschaft fußt. Großbritannien, Irland und die USA wird es beispielsweise besonders hart treffen. Erste belastbare Prognosen nach dem Weihnachtsgeschäft liegen uns aus den USA vor: Der Einzelhandel hat voraussichtlich das schwächste Geschäft seit mindestens 40 Jahren erlebt, und der Branchenverband (International Council of Shopping Centers) geht von 73.000 Geschäften aus, die im 1. Halbjahr 2009 geschlossen werden müssen. Auch die Bilanz für 2008 ist erschreckend: 12 komplette Einzelhandelsketten haben Gläubigerschutz beantragt.

Rohstoffe: Die Terminmärkte werden 2009 etwas Luft zum Durchatmen bekommen. Die meisten Rohstoffe sind dramatisch überverkauft und ignorieren auf dem aktuellen Niveau, daß die globale Wirtschaft sich auch wieder erholen wird. Ein Rohölpreis, der in lediglich fünf Monaten um 78 % - im Dollar gerechnet - fällt, folgt keiner fundamentalen Entwicklung, sondern ist lediglich Ausdruck einer schiefgelaufenen Spekulation. Erholen sich die USA und die Emerging Markets mit Blick auf 2010 / 2011 wieder, rechnen wir also für 2009 mit einem Rebound bei den Rohstoffen, aber nicht mit neuen „Rohstoffraketen“. Einzige Ausnahme ist und bleibt für uns das Gold.

Edelmetalle: Die gegen langlaufende Staatsanleihen sprechenden Argumente sind natürlich bullish für den Edelmetallsektor. Gold ist bekanntlich der beste Schutz gegen staatlich verordnete Geldentwertung. Wir rechnen im laufenden Jahr mit einer Wiederaufnahme des 2001 begonnenen langfristigen Aufwärtstrends des Goldpreises.

Kurzum: Der Ausblick für die ersten sechs Monate ist verhalten. Die Wertpapierbörsen werden in den ersten Wochen 2009 eine „Hoffnungsrally“ erleben, aber danach auch wieder unter Abgabedruck geraten. Unsere Erwartung ist, daß die Unternehmenszahlen für das 4. Quartal in den meisten Fällen viel schwächer ausgefallen sind, als von der Mehrheit der Investoren erwartet wurde. Diese Enttäuschung wird dazu führen, daß viele ihre Anfang Januar gekauften Positionen wieder auflösen und obendrein die Bargeld-



quote im Vergleich zu Ende 2008 noch weiter erhöhen werden. Die Tiefstkurse von 2008 bei den Aktienindizes können daher im 1. Halbjahr 2009 nochmals getestet oder unterschritten werden. Anders dagegen der Anleihemarkt, wo sich die übersteigerte Angst der Investoren langsam beruhigen dürfte.



1. Quartal 2009

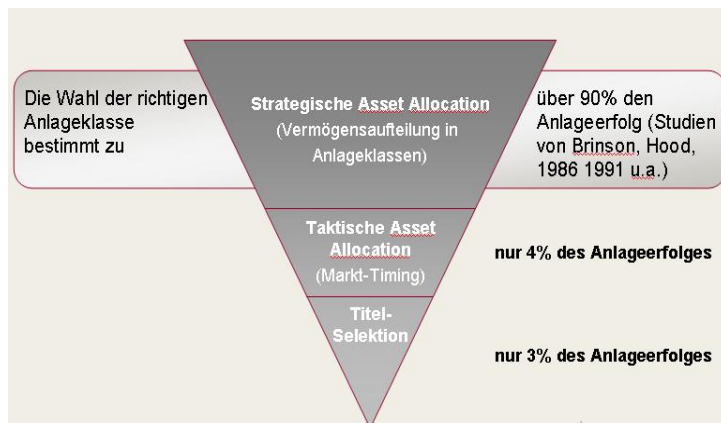
Alles zu seiner Zeit

Die Asset Allocation der quirin bank

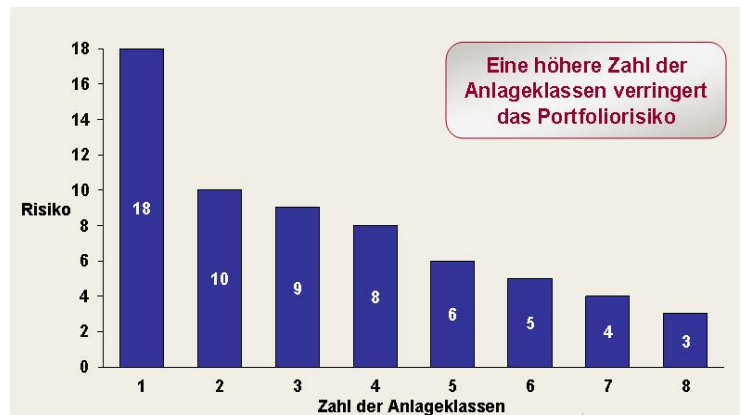
Die Börse ist ein Marktplatz der Emotionen. Auf dem Platz tummeln und tingeln Marktschreier jeglicher Couleur. Die beiden Schwestern Gier und Angst treiben die Marktteilnehmer durch die Arena. Anlegen kann unheimlich kompliziert sein. Das haben die vergangenen Jahre schmerzhaft gezeigt. Nach langen und starken Aufwärtsbewegungen folgten extrem harte Korrekturen. Danach ging es wie in einer Achterbahn auf und ab. Sorgenvoll blickten wir auch auf den Ölpreis. Die Korrektur war entsprechend groß. Also was tun in turbulenten Zeiten?

Die Medizin für guten Schlaf: Diversifikation

Immer wieder sehen wir bei der Analyse von fremden Wertpapierdepots dieselben Schwachstellen für ungenügende Renditen. Aus unserer Sicht sind das die Klassiker: Mangelhafte Diversifikation, Fokus auf populäre Themen und aktives Management in effizienten Märkten, „Passend“ umgesetzt mit hauseigenen Produkten, komplexen Zertifikaten und fehlender Struktur im Depot.



Dabei ist den meisten Anlegern bereits bewußt, daß die Struktur, also Aufteilung des Kapitals, wichtiger ist als die Auswahl der spezifischen Anlagevehikel. Kurz gesagt: Wie viel Bargeld, Anleihen, Aktien und alternative Anlagen in einem Depot sind, ist wichtiger, als welche. Dies wurde bereits durch mehrere Studien wissenschaftlich belegt. Erfolgreiche Familienvermögen setzten diese Erkenntnis auch bereits in die Tat um. Sie verfolgen die Strategie, möglichst breit in die verschiedensten Anlageformen zu investieren, um Risiken zu streuen und sich bietende Renditechancen wahrzunehmen. Auf der Liste stehen daher neben den Dividenden- und Zinspapieren oft auch alternative Anlagen wie Immobilien, Rohstoffe, Hedge-Fonds, Lebensversicherungen oder andere Anlagen. Laut dem aktuellen „World Wealth Report 2008“ von Cap Gemini machen Aktien, Anleihen und Liquidität bei den wohlhabenden Investoren oft nur rund drei Viertel der Anlagen aus. Dagegen steckt knapp ein Viertel der Mittel in alternativen Anlagen. Den Erfolg der Diversifikation kann man sehr gut auf der nachfolgenden Grafik sehen.



Mit 5 einfachen Schritten kann der Anleger eine erfolgreiche Allokation seiner Anlagen tätigen.

1. Erkennen Sie sich selbst
2. Entscheiden Sie, ob Sie wirklich selbst in der Lage sind, komplexe Zusammenhänge zu erkennen oder ob ein Profi helfen soll
3. Machen Sie sich die Rahmenbedingungen klar
4. Sprechen Sie mit einer Person, der Sie vertrauen
5. Machen Sie sich einen Plan und überprüfen diesen regelmäßig

Der größte Einflußfaktor, wie Sie Ihre Anlagen managen und wie Sie die Allokation planen, sind Sie. Was wollen Sie erreichen im Leben? Welche Ziele verfolgen Sie mit Ihren Anlagen? Wie verhalten Sie sich bei Gewinnen und Verlusten? Sind Sie eher besorgt, Geld zu verlieren oder Chancen zu verpassen? Kennen Sie ihr individuelles Verhalten bei Kapitalanlagen? Die Liste der Fragen läßt sich beliebig erweitern.

Einige von uns haben die Gabe, ein Loch in einem Boot zu reparieren, andere machen es größer. Hier kann der Fachmann helfen. In allen Lebenslagen gibt es bestimmte Rahmenbedingungen. Wenn Sie nach London fliegen wollen brauchen Sie ein Ticket. Wenn Sie eine lange Autoreise planen brauchen Sie eine Straßenkarte oder ein Navigationsgerät. Sie brauchen einen Plan, den Sie regelmäßig überprüfen sollten. Und zu guter Letzt, sprechen wir alle unsere Entscheidungen bewußt oder unbewußt mit jemanden ab. Achten Sie darauf, daß derjenige weiß, wovon er spricht und die nötige Perspektive hat.

Im Grunde müssen Sie sich vorstellen, Sie bauen ein Haus. Erst wenn Sie alle Informationen eingeholt und berücksichtigt haben, entwerfen Sie gemeinsam mit einem Architekten die Pläne. Und erst danach wird der erste Spatenstich getan. Um eine persönliche Vermögensstruktur zu entwickeln, die allen Ihren Ansprüchen gerecht werden soll, müssen Sie genauso vorgehen. Erst eignen Sie sich das nötige Wissen an, klären Ihre Vorstellungen und planen dann das gesamte Anlagekonzept. So haben Sie schon halb gewonnen: Die Anlagestrategie ist Ihrer Persönlichkeit angepaßt und Sie kennen die Grenzen Ihres Kompetenzbereichs. Dabei ist das Portfolio kein starres Gebilde. Im Laufe der Zeit können Sie es immer wieder Ihren neuen Lebenssituationen anpassen.



1. Quartal 2009

Was bringt Ihnen Asset Allocation?

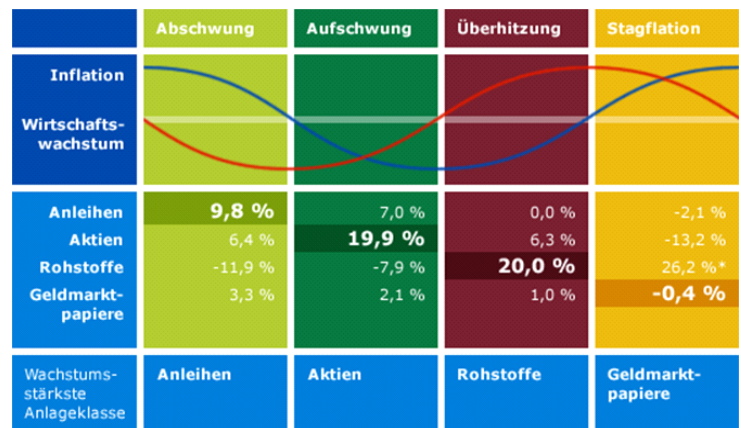
Die Struktur Ihres Vermögens ist die treibende Kraft, wenn es um den Erhalt und Mehrung desselben geht. Wenn Sie Ihre Investments auf mehrere Anlageklassen verteilen, sind automatisch welche dabei, die unabhängig von der wirtschaftlichen und finanziellen Situation der Weltmärkte Erträge für Ihr Vermögen generieren. Die potentiellen Verluste sind geringer, wenn Sie Ihr Investment auf mehrere Beine stellen. Dadurch sind auch die langfristigen Chancen größer, da sie nicht so große Verluste aufholen müssen. Und schließlich hilft Ihnen die regelmäßige Auseinandersetzung mit Ihren Anlagen im Zusammenspiel mit Ihrem Anlageplan sich selbst und Ihre mentale Einstellung zu ihren Anlagen zu erkennen.

Wie kann ein Depot in diesen Zeiten aussehen?

Es gibt keine allgemeingültige Geheimformel für die Vermögensstruktur. Alter und persönliche Lebenssituation entscheiden über die Vermögensverteilung. Der Begriff "Asset Allocation" oder Vermögensstruktur bedeutet die systematische Verteilung des Vermögens auf verschiedene Anlageklassen. Diese Idee basiert auf dem Bestreben, Chancen und Risiken zu kombinieren. Da nicht alle Anlageformen gleiche Risikomerkmale aufweisen und besonders die Anlagen mit hohen Renditechancen üblicherweise auch höhere Risiken bergen, empfiehlt sich eine Mischung von risikoreichen (offensiven) mit vergleichsweise sicheren (defensiven) Anlageformen.

Für die exakte Ausgestaltung der Vermögensstruktur orientiert sich der Vermögensbegleiter in besonderem Maß an der individuellen Risikoneigung des Anlegers. Diese wiederum korrespondiert in erster Linie mit der persönlichen Lebensplanung und Lebensphase des Einzelnen. Ein junger Single strebt in aller Regel den andauernden Aufbau von Vermögen an und hat dabei einen tendenziell längeren Anlagehorizont. Deshalb kann die Vermögensstruktur auch offensiver, das heißt risikoreicher, ausgestaltet werden: Auf Grund des längeren Anlagehorizonts hat der Anleger die Möglichkeit, Schwächephasen besser auszusitzen. Mit steigendem Lebensalter rückt dagegen zunehmend der Erhalt des aufgebauten Vermögens an die Spitze der Prioritätenskala. Damit gewinnen im Rahmen der Vermögensstruktur defensivere Anlageformen an Bedeutung. Wie bei vielen menschlichen Bemühungen ist es also eine Mischung aus Fachwissen, Geduld, Vertrauen, Neugier und emotionaler Intelligenz, die Ihnen helfen, den gewünschten Erfolg zu erzielen.

Die richtige Vermögensstruktur ist eine Symbiose aus persönlicher Situation des Anlegers, Wissenschaft und Erfahrung. Gerade die letzten Jahre haben den Anlegern deutlich gezeigt, wie wichtig die richtige Anlageklasse im jeweiligen Zyklus der Wirtschaft ist. Die Wirtschaft entwickelt sich nicht geradlinig, sondern durchläuft unterschiedliche Phasen: Abschwung, Aufschwung, Überhitzung und Stagflation. Von der jeweiligen Wirtschaftslage hängt es ab, welche Anlageklasse das beste Ergebnis liefert. Wer in jedem Zyklus gut vorankommen will, braucht ein Portfolio mit mehreren Antriebsquellen. Sozusagen einen Allradantrieb. Nur so wird die Kraft optimal verteilt. Der Quirin bank Multi Asset Ansatz funktioniert genau nach diesem Prinzip: Er verteilt das Kapital auf verschiedene Anlageklassen. Dabei werden je nach Wirtschaftslage die erfolversprechendsten stärker gewichtet.



* Die außergewöhnlich hohen Erträge bei Rohstoffen waren die Folge von Nahostkrisen, die zu einer starken Nachfrage nach Öl und Gold führten. Dies war in fünf der sechs betrachteten Stagflationsphasen der Fall. Quelle: FL/Datastream. Analyse der realen Erträge (d. h. inflationsbereinigt) der einzelnen Anlageklassen. Betrachtungszeitraum: Mai 1973 bis Mai 2005. Die Grafik dient lediglich illustrativen Zwecken.

Neben der Erweiterung der Anlagestruktur bewirkt die Eröffnung dieser neuen Investmentchancen eine Optimierung des Risiko-Ertrags-Profiles eines Portfolios. Diesen Effekt erzielt man durch das bewusste Ausnutzen so genannter Korrelationseffekte, die auf gering bzw. nicht ausgeprägten Abhängigkeiten zwischen den traditionellen und den modernen Anlageformen beruhen. Dadurch wird die zusätzliche Möglichkeit geschaffen, nicht nur in Aufwärtsphasen, sondern auch in seitwärts tendierenden oder fallenden Märkten Geld zu verdienen. Dieses Vorgehen wird als Multi Asset Ansatz bezeichnet.

Wodurch zeichnen sich die unterschiedlichen Zyklen aus?

Die Abschwungphase wird vor allen Dingen durch abnehmendes Wirtschaftswachstum, sinkende Inflation, Zinssenkungen der Zentralbanken und mageren Unternehmensgewinne geprägt. In dieser Phase empfiehlt sich eine Übergewichtung von festverzinslichen Wertpapieren. Der Aufschwung dagegen zeichnet sich durch zunehmendes Wirtschaftswachstum, sinkende Inflation, niedrige Zinsen und wachsende Unternehmensgewinne aus. Hier sind Aktien die beste Anlageklasse. Steigende Inflation, Zinserhöhungen der Zentralbanken und Überheblichkeit der Anleger sind Zeichen einer Überhitzung. Gerne hört man hier den Satz: Dieses mal ist alles anders. In dieser Phase sollte der Anleger Rohstoffe übergewichten. Abnehmendes Wirtschaftswachstum, steigende Inflation, hohe Zinsen und geringe bis keine Unternehmensgewinne sind Zeichen einer Stagflation.

Welcher Zyklus liegt nun vor?

Keine Frage, wir stehen aktuell inmitten einer rezessiven Phase eines Abschwungs. Aber haben Sie diese auch rechtzeitig erkannt? Hier ist der Rat eines persönlichen, unabhängigen und fairen Beraters angebracht. Ein Anwalt in Finanzfragen sollte hier ihr Ansprechpartner sein, kein Verkäufer von provisionsträchtigen Produkten, die nichts mit der aktuellen Wirtschaftslage und Ihrer persönlichen Struktur zu tun haben.



1. Quartal 2009

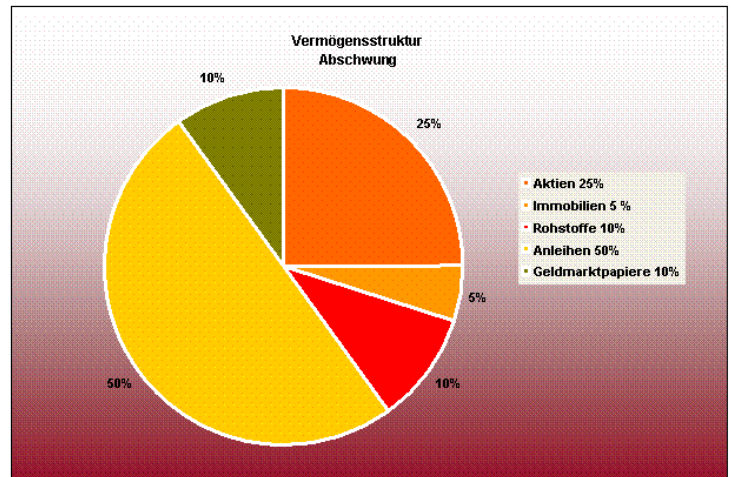
Der idealisierte Zyklus „schreibt vor“, daß nach den Bonds zunächst die Aktienmärkte und erst dann die Rohstoffmärkte ihr Hoch markieren. Ein typisches Beispiel ist der Zeitraum 1987/88, als zunächst die Bonds, dann die Aktien (Sept. 1987) und die Rohstoffe (Juli 1988) ihr Hoch erzielten.

Unserer Ansicht nach befindet sich der Weltwirtschaftszyklus in einer deutlichen Abschwungsphase, also einem Zeitraum, in dem die Zinsen niedrig sind, die Aktienmärkte jedoch noch einen letzten Schub nach unten erhalten. Damit sich dieser Zyklus in seiner idealisierten Form durchsetzt, müßte jetzt folgendes geschehen: Die Zinsen müßten weiter sinken, danach die Inflation deutlich anziehen. Das würde dem Aktienmarkt Gelegenheit geben, seinen Boden zu bilden. Die Rohstoffe, allen voran Gold, würden - zusammen mit der Inflation - wieder zu laufen beginnen. Das heißt konkret, wir würden ein ausgewogenes Depot im Augenblick mit 50 % in Anleihen investieren. Diesen Anteil können Sie abhängig von Ihrer Risikoneigung mit unterschiedlichen Laufzeiten und Wertpapieren wie Staatsanleihen, Unternehmensanleihen, Wandelanleihen und Anleihen aus den Entwicklungsländern bestücken. Wobei wir gegenüber den letztgenannten sehr vorsichtig sind, auch wenn dort vermeintlich hohe Zinsen bezahlt werden. Staatsanleihen bergen allerdings auch Risiken. In Zeiten von Deflation und schrumpfender Wirtschaftstätigkeit können die Zinsen zwar zunächst weiter fallen, was weitere Kursgewinne bescheren würde.

Doch mit den Chancen kaufen sich die Anleger auch ein unverhältnismäßig großes Risiko ein. Denn wenn sich erst die Erkenntnis durchsetzt, daß die Schuldenkrise durch Inflation bewältigt wird, ist es schon zu spät. Einen Kupon von 3 Prozent wird dann niemand mehr wollen. Dann wären langlaufende Staatsanleihen nur noch mit hohen Kursabschlägen veräußerbar. Deshalb würden wir den Anleiheanteil eines Portfolios teilweise mit Inflationsgebundenen Anleihen bestücken. Damit ist ein Verfall der Kaufkraft im Falle steigender Inflation aufgefangen.

Als Alternative zu Einzelinvestments bieten sich hier kostengünstige ETFs an, die durch eine breite Streuung der Anlagen auf diverse Emittenten das Risiko reduzieren. Einen Anteil von ca. 10 % würden wir im Bargeld halten. Rohstoffe halten wir aus Portfoliosicht für einen ganz wichtigen Bestandteil: Hier bekommen Sie langfristige aktienähnliche Renditen bei geringer Korrelation zu den klassischen Anlageklassen. Auch hier können Sie über ETFs kostengünstig eine ganze Anlageklasse abbilden. Zu beachten ist hier insbesondere der dem ETF zugrundeliegende Index. Investieren Sie in einen über alle Rohstoffarten breit gestreuten Index.

Den Aktienteil mit 25 % würden wir defensiv aufstellen. Eventuell können Sie hier eine Absicherungsstrategie einbauen. Damit wäre ein eventuelles Verlustrisiko begrenzt. Auch diese Strategien gibt es bereits als kostengünstige ETFs zu erwerben. Immobilien würden wir mit einem Anteil von 5 % gewichten. Diese Anlageklasse können Sie wie alle anderen auch in unterschiedlichen Risikostufen ihrem Depot beimischen.



Das Ergebnis:

Ob Abschwung, Aufschwung, Überhitzung oder Stagflation: Mit dem quirin bank Multi Asset Ansatz sind Anleger jederzeit gut investiert, denn der Berater der quirin bank muß Ihnen keine Produkte verkaufen. Er dient ausschließlich seinen Kunden.

Dies ist ein unbezahlbarer Mehrwert für die Anleger.

Multi-Asset-Strategien als Kernprodukte in der Beratung einzusetzen ist also absolut sinnvoll. Die individuelle Optimierung eines Portfolios erfolgt verstärkt über Satelliten-Investments, die auf die spezifischen Bedürfnisse der Anleger abgestimmt werden können. Gleichwohl darf die Diversifikation nicht zum Selbstzweck werden. Die Vorteile, die sich durch Diversifikation auf der Risikoebene erzielen lassen, müssen immer auch in Relation zu dem erzielten Mehrwert und den anfallenden Kosten gesehen werden.



1. Quartal 2009

Anleger – Sei schlau und nutze ETFs!

Die Finanzmarktkrise hat eines deutlich gemacht: Mangelnde Aufklärung und überhöhte Renditeversprechen sind schlechte Ratgeber, wenn es um die eigene Geldanlage geht. Auch wurde dem Anleger schmerzlich bewußt, daß der Hinweis „Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft“ nicht nur als Platzhalter zu verstehen ist, sondern daß die Vergangenheit keine Kristallkugel ist, aus der die Zukunft abzulesen ist. Auch sollte dem Anleger bewußt sein, daß sich hinter hohen Renditeversprechungen bestimmter Anlagen auch entsprechend hohe Risiken verbergen.

Worum wird es also künftig dem Anleger nach den Erfahrungen in der Finanzkrise und im Zeitalter der Abgeltungssteuer gehen?

Es wird darum gehen, hohe Gebühren, aber auch Renditeversprechen von Banken kritisch zu hinterfragen. Privatanleger sollten sich mehr wie institutionelle Anleger verhalten und ihre individuelle Risikobereitschaft überprüfen. Dazu gehört eine genaue Einschätzung, ob spekulative Investments zum persönlichen Vermögenshintergrund passen.

Dabei helfen ein paar einfache Grundregeln:

- Investieren Sie weltweit und über verschiedene Anlageklassen gestreut
- Investieren Sie nur in Anlagen, bei denen Risiko und Rendite in einem für Sie angemessenen Verhältnis stehen
- Investieren Sie nur in transparente Anlagen
- Investieren Sie möglichst nur in Anlagen mit niedrigen Gebühren
- Investieren Sie nur in liquide Anlagen
- Bewerten Sie Anlagen eher mit Blick auf die Zukunft und weniger mit Blick auf die Vergangenheit

Herkömmliche Banken bieten dem Anleger bei der Umsetzung einer solchen Strategie aufgrund deren Vergütungsstrukturen bisher wenig Unterstützung. Ganz anders die quirin bank, die Vorreiter eines neuen Honorarberatungsmodells in Deutschland ist und von Ihren Kunden direkt für die Beratung bezahlt wird und keinerlei Provisionen aus dem Produktenverkauf erhält.

Somit kann die quirin bank gemeinsam mit den Kunden Anlagestrategien entwickeln, die verbraucherfreundlich, transparent und kosteneffizient auf die Anlageziele des Kunden ausgerichtet sind.

Zur Umsetzung dieser Anlagestrategien nutzt die quirin bank als wichtigstes Instrument den Exchange Traded Fund oder kurz auch ETF genannt. ETFs verbinden die Vorzüge von Investmentfonds und Aktien und können laufend während der Börsenhandelszeiten schnell und einfach durch den Anleger ge- und verkauft werden.

ETFs sind überwiegend passiv gemanagte Fonds, die den Preis bzw. die Renditeentwicklung eines Index abbilden. Steigt der Index, erhöht sich parallel dazu der Wert des ETFs; fällt der Index, so sinkt auch entsprechend der Kurs des ETFs.

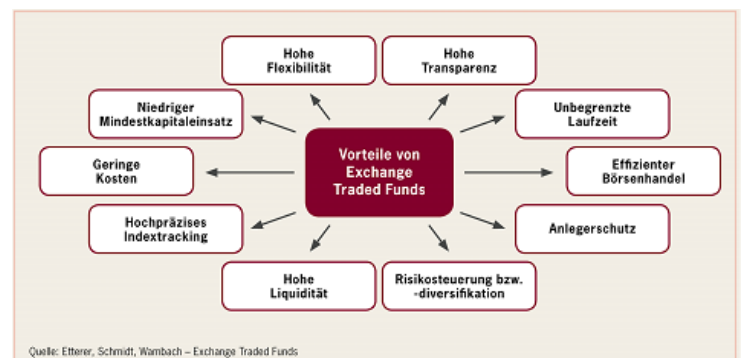
ETFs bieten Anlegern - wie traditionelle Fonds - die Vorteile der Risikostreuung und den rechtlichen Status als Sondervermögen, es besteht somit als kein Emittentenrisiko.

Übersicht der Vorteile von Exchange Traded Funds (ETFs):

Einer der wichtigsten Vorteile von ETFs ist die transparente und effiziente Kostenstruktur. Traditionelle Aktienfonds in Europa haben durchschnittlich nach einer Studie von Morgan Stanley jährliche Gebühren von 1,71 % zzgl. möglicher Ausgabeaufschläge, die nochmals bis zu 5,00 % beim Kauf des Fonds ausmachen können. ETFs dagegen können durch den Anleger leicht und einfach ohne Ausgabeaufschlag über die Börse gehandelt werden und haben durchschnittlich in Europa eine Kostenquote von 0,43 % im Jahr.

Allein durch diese Kosteneffizienz erhält der Anleger vom ersten Tag an einen Vorsprung gegenüber traditionellen Fonds.

Ein Rechenbeispiel verdeutlicht dies:



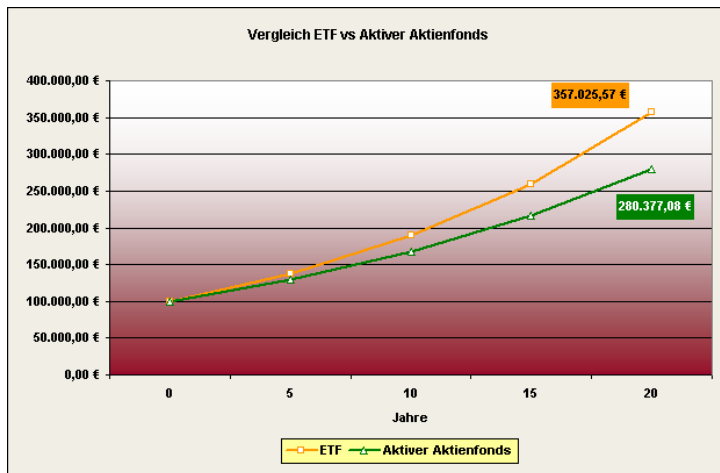
100.000 Euro, die in einen ETF mit einem Gebührensatz von 0,43 % angelegt werden, erwirtschaften über einen Zeitraum von 20 Jahren bei einer konstanten Rendite von 7,00 % p. a. ein Anlageergebnis, das um 27 % höher liegt, als das Ergebnis einer Anlage in einen traditionellen Investmentfonds mit Gebühren von 1,71 % p. a., der auch in diesem Beispiel eine konstante Rendite von 7,00 % p. a. aufweist. Rechnet man bei dem traditionellen Fonds noch einen Ausgabeaufschlag dazu, wird der Renditevorteil des ETFs noch sichtbar.

Die Ersparnis von 1,28 % p. a. weniger Gebühren erbringt dem Anleger alleine durch den Zinseszineffekt einen um 76.648,49 Euro höheren Ertrag. Der Kostenvorteil bei ETFs von mehr als ein Prozent im Jahr ist dem Anleger gewiß, während die Performance in den Sternen steht.

Die günstige und vor allem transparente Kostenstruktur hält die Banken in Deutschlands bisher ab, den Anlegern ETF-Lösungen anzubieten. Hier spielen wieder die Begehrlichkeiten der Banken an den Produktprovisionen die Rolle, die sie veranlaßt, den Anleger in teure Produkte zu locken. Die hohen Gebühren werden durch die Banken mit der Aussicht auf die Generie-



1. Quartal 2009



Die Begründung von Outperformance gerechtfertigt. Schaut man sich nun aber Studien an, so wird immer wieder nachgewiesen, daß die Renditeversprechen der Banken nichts wert und somit auch die teuren Gebühren für die Fondsmanager nicht gerechtfertigt sind. Unabhängig davon stellt sich die Frage für den Anleger, warum er eine mögliche Outperformance überhaupt anstreben sollte - warum er hierfür einen Assetmanager bezahlen soll. Outperformance ist - wenn Sie denn einmal entstehen sollte - in den wenigsten Fällen unwesentlich besser und vor allem nicht über die Jahre konstant. Ganz abgesehen davon, daß Outperformance in vielen Fällen künstlich erzeugt wird, in dem man die Leistung des Fondsmanagers mit etwas vergleicht, daß inhaltlich aber etwas anderes darstellt.

ETFs bilden immer die Entwicklung eines zugrundeliegenden Index ab. Weltweit gibt es Indizes mit den verschiedensten Ausprägungen und damit auch verbundenen Risiken. Auch hier sollte der Anleger dem Grundsatz treu bleiben, immer nur ETFs auf Indizes zu verwenden, die er wirklich versteht. An sich reichen dem Anleger die Standardindizes wie z. B. im Aktienbereich der DAX, EuroStoxx 50, Dow Jones Industrial Average oder S&P 500 um seine Anlagestrategien mit ETFs abzubilden. Inzwischen kann der Anleger in Deutschland aber auch bei Bedarf auf 399 ETFs zugreifen, die zum Teil auch exotische Indizes abdecken.

Der Wert eines ETFs kann dabei wie bei einem traditionellen Fonds unter den Preis fallen, zu dem der Anleger die Anteile erworben hat. Daraus können dann Verluste resultieren.

Im Normalfall erfolgt der Kauf von ETFs über die Börse ohne Ausgabeaufschlag. Zu beachten ist, daß an der Börse immer eine Differenz zwischen Ankaufs- und Verkaufskurs zu bezahlen ist. Diese Spanne zwischen den beiden Kursen wird in der Fachsprache „Spread“ genannt. Wie groß diese Spanne ist, hängt von der Liquidität und der Marktsituation ab. Die Differenz zwischen Ankaufs- und Verkaufskurs sollte nicht größer als max. 0,45 % sein - ETFs auf Standardindizes wie z. B. den DAX oder den Dow Jones zeigen meist weniger als 0,10 % Differenz, exotische Indizes häufig 1,00 % und mehr.

Die Börsenplätze mit den größten ETF-Umsätzen sind in Deutschland die elektronische Handelsplattform XETRA und der Parketthandel in Frankfurt

und Stuttgart. Bei der Aufgabe von Kauf- und Verkaufsaufträgen sollte der Anleger daher immer mit Limit arbeiten, um sicher zu stellen, keinen zu großen Spread zu bezahlen.

ETFs eignen sich hervorragend zur Abbildung einer strategischen Asset Allokation (Depotallokation) mit dem Ziel eines langfristigen Vermögensaufbaus. Mehr als 90 % der Performance eines Depots kommen aus der Allokation und nur 10 % aus taktischem Handeln und Einzeltitelselektion. Die Depotallokation eines Anlegers muß immer seine Risikoneigung und den Anlagehorizont reflektieren. Je länger der Anlagehorizont ist, desto größer kann auch der Aktienanteil und damit das Risiko in der Depotallokation eines Anlegers sein. Die zu Beginn festgelegte Allokation sollte fortlaufend überprüft und geänderten Rahmenbedingungen angepaßt werden.

Als erste Bank in Deutschland bietet die Quirin Bank seit April 2008 eine ETF Beratung für Privatanleger an. Der Anleger kann sich im Rahmen dieser Beratung über die Vorteile von ETFs informieren und zusammen mit dem Berater seine individuelle Depotallokation entwickeln. Auch danach steht der Berater dem Anleger weiter zur Seite, um die Vermögensstruktur stets an den Bedürfnissen des Anlegers und den Anforderungen des Marktes auszurichten.



1. Quartal 2009

Impressum

Herausgeber des quirin navigator

quirin bank AG

Kurfürstendamm 119

10711 Berlin

Telefon: +49 (0)30 89021-300

Telefax: +49 (0)30 89021-301

Internet: www.quirinbank.de

Redaktion: Dietmar Rieg, Claus Vogt, Jens Bernecker, Christoph Kanzler

Allgemeine Hinweise:

Die Publikationen sind mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthalten jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in diesen Publikationen getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.