



ÜBRIGENS...

Redaktionsschluß: 25.02.2010

SCHULDENPROBLEME BESCHÄFTIGEN BÖRSEN

Das wäre zu einfach: Die größten Probleme der Weltwirtschaft werden mit einer Schwemme billigen Geldes einfach davon gespült. Ein Jahr nach dem schwersten Einbruch der wirtschaftlichen Leistung herrscht überall Aufschwung: Es wird wieder mehr bestellt, gekauft, hergestellt und geliefert, mehr geplant und gebaut, mehr investiert und konsumiert. Doch das ist nur die halbe Wahrheit. Die Wirklichkeit ist viel differenzierter. Tatsächlich verbessern sich seit Monaten viele volkswirtschaftliche Daten in vielen Ländern, tatsächlich berichten die meisten Unternehmen über steigende Aufträge, Umsätze und Gewinne. Aber das Eis, auf dem dieser Konjunkturaufschwung stattfindet, ist dünn. Und so sind auch die Risiken und Probleme unübersehbar, die den Aufschwung bedrohen, schlimmstenfalls sogar einen Rückfall in die Rezession auslösen könnten, aus der dann kein zweites Mal eine so rasche Erholung zu erwarten wäre.

Die Risiken und Probleme lassen sich größtenteils in einem Wort zusammenfassen: Schulden. Es war die über lange Jahre immer weiter ausufernde Verschuldung der amerikanischen Verbraucher, die 2007 die Krise auslöste. Und jetzt sind es die Schulden der Staaten, die immer mehr zum Problem werden, Schulden, die in den vergangenen zwei Jahren noch einmal gewaltig gestiegen sind, um die Krise einzudämmen. Nun gehören zum Schuldenmachen immer zwei. Die Schuld an den Schulden trägt also auch immer der, der es zulässt, dass (neue höhere) Schulden gemacht werden. Genau das meint ja die anfangs erwähnte "Politik des billigen Geldes": Nur weil amerikanischen Hauseigentümern immer höhere Kredite angedreht wurden, kam es 2007 zur "Subprime-Krise". Und nur weil die Notenbanken die Zinsen immer weiter senkten, konnten Wirtschaft und Staaten mit neuen Krediten die Krise bekämpfen. Auf Kredit zu leben ist aber keine Lösung auf Dauer. Das gilt für die einzelnen wie für ganze Volkswirtschaften: Wer mehr ausgibt als er verdient, steuert unweigerlich auf eine Krise zu. Was die Amerikaner ab 2007 zu spüren bekamen, merken jetzt die Griechen, und wohl bald Portugiesen, Spanier und Italiener. Länder mit Exportüberschüssen, also vor allem China und Deutschland, stehen in dieser Hinsicht besser dar. Selbstgefällig zurücklegen darf man sich aber auch hier und da nicht, denn der eigene Wohlstand hängt inzwischen stark davon ab, dass die Weltwirtschaft weiterläuft. Und sogar die Exportweltmeister schieben viele ungelöste Probleme vor sich her.

Es wundert also nicht, dass der Kursaufschwung des Jahres 2009 im Januar dieses Jahres zumindest ein vorläufiges Ende fand. Aktien, der Euro und Gold gingen Hand in Hand in die Knie. In allen drei Fällen entstand ein untergeordneter Abwärtstrend, der zumindest bis Mitte Februar reichte. Dann gab es eine Kurserholung: Beim Gold noch deutlicher als bei den Aktien - am schwächsten bei Euro. Noch ist es zu früh zu sagen, ob sich die Erholungskräfte oder die Abwärtsbewegung durchsetzen. Keines der zur Begründung der Korrektur angeführten Probleme ist endgültig vom Tisch: Weder hat der Konjunkturaufschwung schon bewiesen, dass es auf eigenen Beinen steht, noch Griechenland, dass es mit Sparanstrengungen seine Staatsschuld in den Griff kriegt.

Die Frage, ob die (Konjunktur-) Erholung selbsttragend weiterläuft, war absehbar. Jetzt fiebern die Märkte wieder nervös von einer Datenveröffentlichung zur nächsten. Anfang Februar waren es die US-Arbeitsmarktdaten, die die Sorgen um eine Konjunkturerholung in den USA bestärkten. Der Dow Jones Industrial Average fiel auf 10.000 Punkte zurück. Und auch der japanische Nikkei-225-Index sackte in die

Nähe dieser runden Punktemarke ab. Ein gemeinsamer Belastungsfaktor für die Börsen in New York und Tokio war der Anstieg der eigenen Währung gegenüber dem schwachen Euro, denn der deutliche Rückgang des Euro macht die europäischen Konkurrenten auf den Weltmärkten stärker.

Europas Börsen konnten von der Euro-Schwäche aber nicht profitieren, im Gegenteil: Hauptthema an den europäischen Kapitalmärkten war die Staatsverschuldung der Euro-Mittelmeerländer: Nach Griechenland bekam auch Portugal Probleme, zahlungsfähig zu bleiben. Der portugiesische Staat musste bei der Ausgabe einjähriger Staatspapiere das Emissionsvolumen reduzieren, weil sich zu den gebotenen Zinsen nicht mehr genug Investoren fanden.

Die Mittelmeeranrainer haben in den letzten Jahren maßlos über ihre Verhältnisse gelebt - zumindest im volkswirtschaftlichen Sinne. Die Politiker haben ihre Klientel reichlich mit Geld versorgt, obwohl die Staatskassen schon leer waren. Die Lohnstückkosten sind gestiegen, die Produktivität und damit internationale Wettbewerbsfähigkeit sind also gesunken. Normalerweise würde dies durch eine Abwertung der eigenen Währung korrigiert, so wie es vor der Euro-Einführung lange der Fall war. Damit wäre auch das Zinsniveau in diesen Ländern höher, der Wohlstand niedriger. Behalten die Mittelmeerländer den Euro, geht dies auf Dauer nur mit dem Zurückschneiden der Staatsausgaben / Transferleistungen und einem (zumindest realen) Lohnrückgang (in der Höhe, in der früher die Währung gegenüber der D-Mark abgewertet hätte). Diese unpopulären Maßnahmen werden angesichts von Massenprotesten nicht von den abwählbaren nationalen Regierungen durchsetzbar sein, sondern nur von der Europäischen Union und supernationalen Organisationen wie dem IWF. Fortschritte brauchen Zeit. In den Schlagzeilen wird sich Griechenland nicht die ganze Zeit halten.

In der zweiten Februarhälfte pendelten die Aktienmärkte dann seitwärts. So erreichte der Dow Jones wieder 10.400 Punkte und der S&P-500 1.100 Zähler. Die Nachrichtenlage blieb durchwachsen: Zwar haben sich mit dem Empire State Manufacturing Index und dem Geschäftsklimaindex der Fed in Philadelphia zwei Konjunkturindikatoren überraschend verbessert. Und auch die Zahl der Wohnbaubeginne nahm zu. Weniger positiv fielen aber die Baugenehmigungen und die Zahl der Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe aus.

Die amerikanische Notenbank "Federal Reserve" überraschte mit einer Anhebung ihres Diskontzinssatzes von 0,5 auf 0,75 Prozent. Zwar ist dieser Leitzins nicht so wichtig wie die Fed Funds Rate, signalisiert aber, dass die US-Notenbank die Zinswende vollzieht. Am Devisenmarkt unterstützte die US-Leitzinsanhebung den ohnehin wegen der Griechenland-Thematik starken Dollar. Die US-Währung erholte sich auf 0,74 Euro - umgekehrt fiel der Preis für einen Euro auf 1,35 US-Dollar. Der Dollar-Aufwärtstrend kann sich gestützt auf zwei Faktoren fortsetzen: Zum einen müssten die Sorgen um die Verschuldung der Mittelmeeranrainer größer bleiben als die um die ebenfalls ausufernde Staatsverschuldung der USA; zum anderen müssten von der Fed schneller als von der EZB weitere Zinsschritte nach oben erwartet werden. Dann nämlich würde ein Zinsvorteil zugunsten des Dollars entstehen.

Die europäischen Aktienmärkte sollten von der Euro-Schwäche eher profitieren, stärkt sie doch ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit. Tatsächlich erholten sich auch die Euro-Börsen von ihrem Jahrestief in der ersten Februarhälfte. Allerdings fehlte es auch hier an der Kraft für eine Rückkehr zu den Mitte Januar markierten Hochs. Bis auf weiteres dürften sich die Aktienindizes in dieser Bandbreite bewegen. [dc2]

IMMOBILIENFONDS: SIPPENHAFT FEHL AM PLATZ!

Der Schock sitzt tief. Um rund 25% hat ein Anbieter offener Immobilienfonds in den vergangenen Wochen sein Großanlegern vorbehaltenes Portfolio im Wert berichtet. Auf die Reduzierung der Gebäudewerte entfielen davon etwa 15%, der Rest erklärt sich durch die hohe Fremdkapitalaufnahme des Fonds. Besonders stark fielen die Wertberichtigungen einzelner Immobilien in den europäischen Schwellenländern wie Rumänien und Kroatien aus. Aber auch in Deutschland mußte ein Objekt lediglich vier Monate nach der letzten Begutachtung um 20% abgewertet werden, nachdem der Hauptmieter die Mietverlängerung nur um den Preis einer deutlichen Minderung des Mietzinses akzeptierte.

In den Folgetagen zeigten sich die Marktteilnehmer stark verunsichert, was man ihnen nicht verdenken kann. Jahrzehnte lang haben die Deutschen offene Immobilienfonds eher als Finanzinstrumente verstanden, die stabile und steueroptimierte Erträge erwirtschaften, denn als eigene Assetklasse mit spezifischen Chancen und Risiken. Schon im Zuge einer massiven Abwertung eines Produktes bei einem Mitbewerber im vergangenen Jahr war das Vertrauen ins Wanken geraten. In Verbindung mit dem erneuten Vorkommnis stellt sich nun die Frage: sind die beiden Fälle nur Vorboten eines Massenphänomens oder aber

Ausnahmen, die die Regel wertstabiler Fonds bestätigen?

Für eine Sippenhaft aller offenen Immobilienfonds gibt es nach unserer Einschätzung derzeit keinen Grund. Denn der jüngste Fall drastischer Wertberichtigungen ist ursächlich auf eine extrem opportunistische Anlagestrategie und Portfoliostruktur zurückzuführen, die sich nun rächt. Zur Ehrenrettung sei erklärt, dass der Anbieter in der Boomphase von einem sehr viel schnelleren Wachstum des verwalteten Vermögens ausgegangen war und nach eigenen Angaben in der "Setup-Phase" des Portfolios stecken blieb, als die Mittelzuflüsse versiegt. In der Folge entstand ein Rumpfportfolio mit erheblichen Klumpenrisiken. So umfasst beispielsweise das Objektportfolio derzeit lediglich 13 Objekte, die mehrheitlich während der Immobilien-Hype 2006 und 2007 erworben wurden; -wie sich heute zeigt in vielen Fällen überteuert. Zudem befinden sich einige, und vor allem große Liegenschaften in europäischen Randmärkten, die von der Wirtschaftskrise schwer in Mitleidenschaft gezogen wurden. Und auch der hohe Finanzierungsgrad des Fonds, der mit mehr als 40% deutlich über dem Normalfall liegt, zeugen von der Offensivität mit der das Management vorging. Das Produkt wurde vor diesem Hintergrund überwiegend professionellen Anlegern angedient und nicht in den Breitenvertrieb gegeben.

Mit den teilweise Milliarden schweren auf Westeuropa konzentrierten und häufig in mehr als 70 Objekten diversifizierten Klassikern unter den offenen Immobilienfonds kann das Produkt somit nur sehr eingeschränkt bis gar nicht verglichen werden. Der Fall zeigt aber auch, dass die Verkehrs- und Ertragswerte einzelner Liegenschaften nicht nur objektspezifisch, sondern auch mit Blick auf die allgemeine konjunkturelle Entwicklung und die Gesamtnachfrage von Mietern und Käufern stärker schwanken können, als gemeinhin angenommen wird. Auch in größeren und breiter gestreuten Fonds werden Immobilien im Wert berichtigt, die einzelnen Neubewertungen fallen jedoch oftmals weniger stark in das Gewicht und können absorbiert werden. Dessen ungeachtet wirken sie sich auch dort, wie die jüngere Vergangenheit zeigt in Form sinkender Renditen aus.

Wer jetzt noch nicht gelernt hat, dass Immobilienfonds nicht als Geldmarktsubstitute missbraucht werden sollten, dem ist nicht zu helfen. Wie zahlreiche Fondsschließungen und die jüngsten Wertberichtigungen belegen, sprechen sowohl die unter Umständen eingeschränkte Liquidität, als auch mögliche Kursrisiken gegen den Versuch hier Geld "parken" zu wollen. Immobilienfonds sind keine Garantiefonds. Vor diesem Hintergrund werden die aktuellen Auswirkungen auch zukünftig stärker zu berücksichtigen sein, wenn Immobilienfonds als "mündelsicher" vor Gericht akzeptiert werden sollen. Gleichwohl sind Immobilienfonds wie ihre Historie belegt als langfristig wertstabil anzusehen und helfen über verschiedene Anlageklassen wie Aktien und Renten hinweg, Risiken zu streuen. Zur Assetklasse "offene Immobilienfonds" gibt es nicht zuletzt mit Blick auf den natürlichen Inflationsschutz und die steuerliche Optimierung der Erträge auch weiterhin keine wirkliche Alternative! Aber über ihren Einsatz und ihr Risikoprofil wird man mehr nachdenken müssen.

Fazit: Weitere Wertberichtigungen bei den Immobilienfonds können in Einzelfällen nicht ausgeschlossen werden, sollten aber in dieser Höhe eher Ausnahmen bleiben. Sie ändern aber nichts an der grundsätzlichen Daseinsberechtigung dieser Assetklasse und ihrem strategischen Nutzen im Rahmen der Vermögensbildung und -verwaltung. [dc1]

ZEITENWENDE IN DER INVESTMENTINDUSTRIE

Ein Blick auf das aktuelle Zahlenmaterial (Stand November 2009) des BVI lässt den Betrachter stutzen und nachdenklich werden. Zwar ist es der Investmentindustrie in Deutschland im Betrachtungszeitraum gelungen, große Teile ihrer 2008 durch Verluste und Anteilsrückgaben verloren gegangenen Mittel zu kompensieren und wieder rund 1,6 Bio. Euro zu verwalten. Sieht man genauer hin, wird allerdings deutlich, dass die Zugewinne bei den verwalteten Mitteln vor allem den Erholungen der Kurse an den Kapitalmärkten zu verdanken sind. Von einem spürbar gestiegenen Vertrauen in die Fondsindustrie kann keine Rede sein.

Trennt man die Nettomittelzuflüsse von den kursbedingten Zuwächsen, sehen 42 Mrd. Euro in den ersten elf Monaten des Jahres 2009 eigentlich noch ganz gut aus, eine Detailbetrachtung zeigt allerdings schnell, dass davon lediglich 2,7 Mrd. Euro auf Publikumsfonds entfallen und der überwiegende Teil auf Spezialfonds (20,2 Mrd. Euro) und Vermögen außerhalb von Investmentfonds, also für externe, von Asset-Managern verwaltete Mandate (18,9 Mrd. Euro). Eine Detailanalyse der 2,7 Mrd. Euro, die Publikumsfonds zuflossen, zeigt Bruttozuflüsse von fast 30 Mrd. Euro, denen Verkäufe von etwa 27 Mrd. gegenüberstehen, die fast ausschließlich bei Geldmarktfonds zu beklagen waren. Vergewärtigt man sich

jetzt noch, dass rund 8,4 Mrd. Euro der Nettomittelzuflüsse auf passiv gemanagte Produkte wie ETF entfielen, wird schnell deutlich, dass die Publikumsfondsindustrie derzeit nicht die rosigen Zeiten durchlebt, die mancher gerne glauben machen möchte. Das aktuelle Niveau der in Publikumsfonds verwalteten Mittel liegt mit 638 Mrd. Euro rund 100 Mrd. Euro unter dem Spitzenwert von 2007 und in etwa auf Augenhöhe mit 2005.

Mit anderen Worten, das Publikumsfondsgeschäft in Deutschland stagniert seit 4 Jahren, während der Anteil der außerhalb von Investmentfonds verwalteten Vermögen kontinuierlich wächst und mittlerweile schon 330 Mrd. Euro ausmacht. Da das Geschäft mit institutionellen Anlegern in Spezialfonds und Mandaten sowie mit Indexfonds, die derzeit schon 7,6% des Publikumsfondsgeschäfts ausmachen, weniger margenstark ist als das aktiv gemanagte "Retailgeschäft", sind die Ergebnisse für die Investmenthäuser mehrheitlich alarmierend. Vor diesem Hintergrund erklärt sich auch das Bestreben vieler Investmentgesellschaften in diesen Tagen, stärker in das Retailgeschäft vorzustoßen und Marktanteile auszubauen. Zuwächse bei einzelnen Anbietern gehen dabei aber meist im Zuge von Umschichtungen zu Lasten von Mitbewerbern. Angesichts dieser Tatsache zeigt sich deutlich, welche entscheidende Bedeutung zukünftig der Bestandspflege und damit der Betreuung der eigenen Kundschaft zukommt. Per Saldo wächst die Branche aber nicht. Die Vertrauenskrise ist keineswegs gelöst. Die breite Masse der Anleger bleibt zu Investmentfonds weiter auf Distanz.

Für eine Industrie, deren Maschinerie auf Expansion programmiert und ausgerichtet ist, kann eine solche Entwicklung aber mittel- bis langfristig nicht ohne Konsequenzen bleiben. Denn ein Bestandserhalt und die Betreuung institutioneller Großanleger kann mit geringeren Ressourcen sichergestellt werden, als den derzeit vorhandenen. Der an dieser Stelle entstehende Rationalisierungsdruck dürfte schon in absehbarer Zeit zu erheblichen Reduktionen der entstandenen Kapazitätsüberhänge und damit auch zu einer Straffung der Produktpaletten, einem erheblichen Personalabbau und einem sinkenden Lohnniveau führen. Und wer genauer hinsieht, kann die ersten Umstrukturierungen hinter den Kulissen mancher Gesellschaft schon sehen. Abteilungen werden gestrafft und zusammengelegt, frei werdende Stellen häufig nur noch kommissarisch verwaltet oder gar nicht mehr besetzt, unwirtschaftlich kleine Fonds mit größeren zusammengelegt, das Marketing an vielen Stellen auf das Notwendige beschränkt. Die Entwicklungen in der Fondsgesetzgebung, Stichwort UCITS III und die geplante Novellierung UCITS IV (z.B. grenzübergreifende Fondsverschmelzung), erleichtern die Verabschiedung entsprechender Maßnahmenpakete.

Der Trend ist erkennbar und ein Blick in andere Branchen weist den Weg. Hinsichtlich der Geschwindigkeit, in der die Maßnahmen ergriffen werden, dürfte vieles von der Entwicklung der Kapitalmärkte in den kommenden 18 Monaten abhängen. Bleibt die Situation so schwierig, wie sich derzeit abzeichnet, beschleunigt sie den Prozess. Schließlich mussten selbst im guten Aktien- und Rentenmarkt 2009 einzelne Asset Manager schon Milliarden schwere Nettomittelabflüsse hinnehmen. Was passiert dann erst angesichts zukünftiger Markteinbrüche? An der Höhe der für Fondsanlagen auf Cashkonten und kurzfristigen Festgeldern potenziell zur Verfügung stehenden Mittel liegt es jedenfalls nicht. Sie können aber anscheinend nicht für die Fondsidee gewonnen werden. Es wird Zeit, dass sich daran etwas ändert! [dc1]

Mit freundlichen Grüßen



Marten Jeschke

Wenn Sie nähere Informationen zu den angesprochenen Themen wünschen, wenden Sie sich bitte an Ihren Berater:
TOP Investment GmbH
Gut Linden
82390 Eberfing
Post@TOP-Investment.info

Die Übrigens... erscheint bei der Drescher & Cie Gesellschaft für Wirtschafts- und Finanzinformationen mbH, Postfach 2165, 53744 Sankt Augustin. Trotz sorgfältiger Auswahl der von der Drescher & Cie GmbH als zuverlässig eingestufte Quellen und Informationen kann für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der Inhalte nicht gehaftet werden. Dies gilt insbesondere für Inhalte, die nicht von der Redaktion der Drescher & Cie GmbH, sondern von Dritten stammen. Inhalte der Redaktion sind anhand der jeweiligen Kürzel am Ende der redaktionellen Beiträge erkennbar, welche sich auf der Internetseite www.investmentredaktion.de/redaktion wiederfinden lassen. Die Inhalte der Übrigens... dienen ausschließlich Informationszwecken. Sie stellen weder eine individuelle Anlageempfehlung noch eine Aufforderung zum Kauf- oder Verkauf von Wertpapieren dar. Kein Teil der Übrigens... oder dessen Format darf (auch auszugsweise) ohne die ausdrückliche vorherige schriftliche Zustimmung der Drescher & Cie GmbH oder ohne eine entsprechende schriftliche Vereinbarung mit der Drescher & Cie GmbH zur Nutzung der Inhalte und / oder des Formats der Übrigens... (Nutzungsrecht) reproduziert, nachgedruckt oder sonst vervielfältigt oder verbreitet werden. Jede im Bereich eines gewerblichen Unternehmens hergestellte oder genutzte Kopie (auch auszugsweise) ohne Nutzungsrecht verpflichtet zur Gebührenerzahlung an den Verleger. Regelungen zu einem Nutzungsentgelt im Rahmen einer Einräumung eines Nutzungsrechts bleiben unberührt. (c) 2008 Drescher & Cie GmbH