

## Sehr geehrte Fonds-Freunde

### Aktueller Börsenüberblick

**An den Weltleitbörsen in New York wirken die massiven Zinssenkungen der US-Notenbank und das Konjunkturprogramm der US-Regierung stabilisierend.** Nachdem der Dow Jones Industrial Average im Januar von über 13.000 kommend ein Verlauftief bei 11.635 markiert hatte (tiefster Stand seit Herbst 2006), blieb das populäre Aktienbarometer im Februar über 12.000. Entsprechend pendelte sich der S&P-500-Index nach seinem Januartief bei 1.270 in der Bandbreite 1.300 bis 1.400 ein.

**Viele Unternehmen erfüllten die Erwartungen.** Ein Kursaufschwung wurde allerdings von Sorgen um eine Ausweitung der Kreditkrise, vereinzelt enttäuschenden Unternehmensausblicken, einem wieder gestiegenen Ölpreis und schlechten Konjunkturdaten verhindert. Beispielsweise lag das Wirtschaftswachstum der USA im vierten Quartal unter den Erwartungen und im Januar gingen 17.000 Arbeitsplätze außerhalb der Landwirtschaft verloren. Es war ein Zuwachs um 80.000 Stellen erwartet worden. Besonders schlecht aufgenommen wurde ein Geschäftsklimaindex für den Dienstleistungsbereich, der ISM-Einkaufsmanagerindex für den Service-Sektor. Er fiel von 54,4 im Dezember auf 41,9 im Januar. Weil der Dienstleistungssektor in den USA besonders großes Gewicht hat, wurde der Rückgang des ISM-Index als Vorzeichen einer Rezession gedeutet.

**Zudem ist unklar, welche Krise die Kreditkrise noch zieht.** In den letzten Wochen gerieten amerikanische Anleiheversicherer in den Strudel der Krise. Weil diese so genannten „Monolines“ auch mit Hypotheken besicherte Anleihen versichert haben, dürften sie Probleme haben, ihren Zahlungsverpflichtungen nachzukommen. Rating-Agenturen prüfen die Herabstufung der Bonitätsnoten, was die Fortsetzung des Anleiheversicherungsgeschäfts in seiner bisherigen Form unmöglich machen würde. Inzwischen wird über die Aufspaltung der Monolines spekuliert. Und es ist keineswegs sicher, wie groß das Volumen der ausfallenden Kredite letztendlich sein wird. Im Falle einer Rezession könnten auch bislang als nicht gefährdet eingestufte Kredite, beispielsweise im der Kreditkartengeschäft, notleidend werden.

**Eine Rezession in den USA erscheint inzwischen kaum vermeidbar.** Fraglich sind allerdings Dauer und Ausmaß. Im Durchschnitt dauerten Rezessionen in den USA nur zwei bis drei Quartale. Wall Street nahm sowohl den Abschwung als auch das Ende der Rezession meist rund ein halbes Jahr vorweg. Weil die Schwächephase an den Börsen schon Mitte vergangenen Jahres begann, könnte sie in den nächsten Wochen enden, wenn die Leitzinssenkungen und Hilfsprogramme die erhoffte Wirkung zeigen sollten. Andernfalls dürfte die Unsicherheit an den Aktienmärkten aber noch länger anhalten.

**Auch außerhalb der USA prägte die Angst vor einer Ausweitung der Kreditkrise und einer Rezession das Geschehen an den Kapitalmärkten.** Offenbar wird die Möglichkeit einer „Abkoppelung“ als gering erachtet. Weder in Europa noch in Asien gelang den Aktienmärkten eine Trendwende nach oben. Allerdings setzte sich der steile Abwärtstrend aus Januar nicht fort. Stattdessen erlebten die meisten Aktienmärkte ein nervöses Auf und Ab der Kurse. Der paneuropäische STOXX-600-Index war im Januar bis in den Bereich seiner 2006er Tiefs bei rund 300 gefallen und pendelte sich im Februar zwischen 310 und 330 ein. Der populärere Euro-STOXX-50 war im Januar bis 3.529 zurückgefallen und stabilisierte sich im Februar zwischen 3.650 und 3.900. Beim Deutschen Aktienindex (DAX) endete der Kursrutsch Mitte Januar bei 6.384. Im Februar blieb der DAX über 6.655. Allerdings scheiterten mehrere Versuche, den Bereich 7.000 bis 7.080 zu überwinden, so dass dort offenbar ein hartnäckiger Widerstand liegt.

**Stagflation?** Zu den Sorgen um eine allgemeine konjunkturelle Schwäche („Stagnation“) kommt die Gefahr von Inflation. Eine wichtige Ursache für Preissteigerungen liegt in den steigenden Rohstoffpreisen. Trotz Erwartung einer schwächeren Weltkonjunktur, was zu einem Rückgang der weltweiten Ölnachfrage führen sollte, stieg der Preis wieder auf fast 100 Dollar pro Barrel.

### Emerging Markets Report

**Auch die Schwellenländer-Börsen, die sich im zweiten Halbjahr 2007 der Krise noch hatten entziehen können und im Gesamtjahr hohe Kursgewinne brachten, verzeichneten in den letzten Wochen Kursverluste.**

**Die direkten Subprime-Engagements sind in den Emerging Markets tatsächlich überschaubar.** Milliardenabschreibungen chinesischer Banken sind angesichts der hohen Devisenreserven dort gut verkraftbar. In anderen Schwellenländern gibt es keine nennenswerten Investments, die direkt von der Krise auf dem US-Hypothekenmarkt betroffen wären.

---

**Die Auswirkungen auf die Emerging Markets sind indirekter Natur:** Eine Rezession in den USA würde die Konsumnachfrage schwächen, so dass die Ausfuhren dorthin zurückgehen würden. In der indischen IT-Industrie, in den letzten Jahren zur „Software-Schmiede der Welt“, herangewachsen, werden schon Entlassungen diskutiert.

**Indien** hat den Zenit dieses Konjunkturzyklus schon im Jahr 2006 überschritten. Nach 10 Prozent BIP-Wachstum dürften es vergangenes Jahr nicht viel mehr als 9 Prozent gewesen sein. Und in diesem Jahr erscheinen rund 8 Prozent Wirtschaftswachstum realistisch – mehr als in den entwickelten, westlichen Volkswirtschaften, aber eben weniger als in den Jahren zuvor. Schon lässt auch das inländische Konsumentenvertrauen nach, so dass der Binnenmarkt die Schwäche auf den Weltmärkten nicht vollständig auffangen kann. Zudem konnten die Defizite in der Verkehrs- und Energie-Infrastruktur längst noch nicht beseitigt werden. Bis 2015 sollen 450 Milliarden Dollar für Infrastruktur wie das unzureichende Straßennetz und Kraftwerke investiert werden. Dabei wäre Unterstützung vom heimischen Kapitalmarkt hochwillkommen. Aber auch an der Börse Bombay (heute Mumbai) kippte die Stimmung. Nach dem Börsengang des Versorgers Reliance Power, dem bislang größten IPO dieses Jahres weltweit, kam es zum Kursrutsch, der das Vertrauen der indischen Aktieninvestoren erschütterte. Inzwischen ist der indische Aktienmarkt tatsächlich differenzierter zu bewerten, preiswert ist er aber nicht. Das Markt-KGV liegt bei gut 20, enthält also immer noch eine ansehnliche Wachstumsprämie.

**Chinas** Wirtschaft trotzte bislang der Abkühlung der Weltwirtschaft. 2007 dürfte das chinesische BIP um 12 Prozent gewachsen sein, noch einmal etwas mehr als im Vorjahr. Mit Zins- und Mindestreserveerhöhungen versucht Peking, das Wachstum und vor allem die Inflation unter Kontrolle zu behalten. Die Aktienkurse rotchinesischer Unternehmen erlebten dennoch einen Kurseinbruch. Mit Blick auf den starken Anstieg zuvor, auch der Kurs-Gewinn-Verhältnisse, ist dies als normale Korrektur zu werten. Gemessen am durchschnittlichen Kurs-Gewinn-Verhältnis des Hang Seng China Enterprise Index (HSCE) von knapp 20 ist die Bewertung jetzt der Indiens vergleichbar. Der schwerste Wintereinbruch seit Jahrzehnten lies die immer noch unzureichende chinesische Infrastruktur kollabieren: Nicht nur der Inlandsverkehrsbruch zu Beginn des traditionellen Neujahrsfestes zusammen, auch das Stromnetz fiel in weiten Teilen des Landes aus. Vordergründig was der Wintereinbruch der Auslöser der Stromausfälle. Den Hintergrund liefert aber Pekinger Regulierungswut: Die Strompreise sind staatlich festgezurr, die Kosten für fossile Energieträger, im Falle Chinas insbesondere Kohle, stiegen aber stark an, so dass ein Drittel der Kraftwerksbetreiber rote Zahlen schreibt. Statt Deregulierung und Liberalisierung verfällt Peking leider zunehmend der Versuchung, den Markt gewaltsam auszuschalten: Mitte Januar kündigte Peking an, die Preise wichtiger Grundnahrungsmittel bis auf weiteres direkt steuern zu wollen. Die ersten Verlierer dieser dummen Entscheidung waren die privaten Lebensmittelhersteller, darunter zahlreiche börsennotierte Unternehmen. Letztendlich führen Preisregulierungen aber zu Versorgungsengpässen, also genau dem Gegenteil dessen, was Peking erreichen will. „Ein Bilderbuchbeispiel der politischen Risiken, denen Investoren in China unterworfen sind“, urteilt ein China-Fondsmanager.

**Russland und Brasilien** gehören wie auch die Staaten am Persischen Golf zu den Emerging Markets, deren Entwicklung dank stark gestiegener Rohstoffpreise aus eigener Kraft finanzierbar ist – solange die Weltmärkte so hohe Preise zahlen. Erklärtes Ziel dieser Länder ist es denn auch, die Abhängigkeit von den Rohstoffquellen zu verringern und andere Industrie aufzubauen. Die Ursache für den erneuten Ölpreisanstieg Richtung 100 Dollar / Barrel findet man aber jetzt in Venezuela. Dessen linkspopulistischer Präsident Hugo Chavez führt mit der „Ölwaffe“ einen Krieg der Nadelstiche gegen die USA. Zunächst beschlagnahmte und verstaatlichte Venezuela die Investitionen des US-Ölkonzerns Exxon im Land ohne Entschädigung. Als der US-Konzern darauf vor einem Gericht in Großbritannien Recht bekam und 12 Milliarden Dollar venezolanischen Kapitals eingefroren wurden, stellte Venezuela nun seine Öllieferungen an die USA ein. Zwar sind die USA von diesen Ölimporten weniger abhängig als Venezuela von seinen Ölausfuhren; die Tatsache aber, dass Öl wieder als Waffe in einem politischen Konflikt eingesetzt wird, beunruhigt die Ölmärkte. Während die anderen Ölproduzenten damit zu indirekten Gewinnern des Streits werden, fällt es vor allem Entwicklungsländern ohne eigene Vorkommen schwer, die steigende Energiepreise zu bezahlen.

**Die Inflation verschont auch die Schwellenländer nicht.** So stiegen in vielen sich entwickelnden Ländern, insbesondere in Indien, mit den Preisen auch die Löhne deutlich, was den klassischen Wettbewerbsvorteil gefährdet – eine Erfahrung, die zentraleuropäische Staaten auch schon machen mussten.

**Die Bewertung der Emerging Markets ist im Durchschnitt keineswegs mehr so günstig.** So werden die südostasiatischen Aktienmärkte gegenwärtig ungefähr mit dem 14-fachen der für dieses Jahr erwarteten Gewinne bewertet, wobei China und Indien trotz der höheren Kursverluste immer noch teurer sind.

**Wurden die Schwellenländer-Börsen früher regelmäßig mit einem Risiko-Abschlag bewertet, waren in den letzten zwei Jahren wachsende Bewertungsaufschläge zu beobachten, die man wohl als „Wachstumsprämien“ bezeichnen kann.** Dies mag die teurere Bewertung des chinesischen und des indischen Aktienmarktes erklären, schließlich wächst Chinas Volkswirtschaft seit 2003 um mehr als 10 Prozent jährlich und Indiens Wirtschaftswachstum liegt seit 2005 wenigstens über 9 Prozent.

**Darüber sollte man die höhere Risiken aber nicht vergessen.** Wenn Aktien an den etablierten, westlichen Aktienmärkten im Durchschnitt deutlich preiswerter sind, sollten Aktieninvestments in den Emerging Markets nur sehr selektiv erfolgen, also bevorzugt mittels globaler Schwellenländerfonds, die einen Bogen um schlechte Preis / Risiko – Verhältnisse machen oder mittels gezielten Investments in attraktiven Regionen- und Länderfonds.

---

Übrigens...

## Prozyklische Produktpolitik

**In der Vergangenheit war die prozyklische Produktpolitik der Investmentgesellschaften einer der aussagekräftigsten Contra-Indikatoren auf der Suche nach den attraktivsten Assetklassen und Märkten der näheren Zukunft.** Was zuhauf neu aufgelegt wurde, enttäuschte in der Regel eher (*Ausnahmen bestätigen die Regel*), was in der Gunst verlор und vielerorts mangels Nachfrage eingestellt wurde, überraschte. Erinnern wir uns beispielsweise an die Herden neuer TMT-Fonds Ende der 90er Jahre oder die zeitgleiche Schließung mehrerer Goldfonds. Während die Technologie- und Multimедienfonds sich von ihren Tiefschlägen bis heute nicht erholen konnten, profitierten die verbliebenen Gold-(Minen-) Fonds seit dieser Zeit am steigenden Preis des Edelmetalls.

**Je mehr Investmenthäuser sich eines Themas annehmen, nicht selten ohne über spezialisierte Expertisen zu verfügen, umso eher scheinen sich Trends bereits herum gesprochen zu haben und abzukühlen.** Wahre Wellen gleich gerichteter Produkte ergießen sich über den Markt. Man denke nur an die über 30 Biotechnologiefonds, die zur Jahrtausendwende das Licht der Welt erblickten. Die wesentliche Erkenntnis liegt in der Tatsache, dass Investmenthäuser nur in wenigen Fällen die Trends der Zukunft richtig erkennen, sondern in ihrer Produktpalette die Nachfrage und Erwartungshaltung der Vermittler, Institute, Verbraucher und Anleger widerspiegeln, die von den Medien transportiert und katalysiert wird. Sucht man die Contra-Indikation anhand der aktuellen Fonds-Geburten, und lässt man dass durch die bevorstehende Einführung der Abgeltungssteuer begründete Sonderphänomen der Dachfonds einmal außen vor, lassen sich vor allem zwei neue prozyklische Produktwellen mit hohem Spezialisierungsgrad erkennen, sowie eine Produktparte, die gerade jetzt zu Unrecht in Ungnade fällt: Schwellenländer- und Infrastrukturfonds steigen in der Gunst, Hedge- (Dach) Fonds fallen.

**Ob als börsengehandelte Indexfonds, Nebenwerte- oder Regionen- Fonds, die Schwellenländer sind Main-Stream und erfreuen sich großer Beliebtheit.** Die Bandbreite reicht vom „Neuen Europa“, über Chinesische Nebenwerte, BRIC-Property bis hin zu Schwellenländer Bond Fonds, die nicht selten neben den höheren Coupons vor allem auf Währungsgewinne abzielen. Der zweite große Produkttrend zielt auf die Infrastrukturmaßnahmen in aller Welt ab. Interessant erscheinen in diesem Zusammenhang vor allem zwei Teilbereiche: Die aufstrebenden Staaten, in denen überhaupt erst einmal eine Infrastruktur geschaffen werden muss, zum anderen die etablierten Industrienationen, in denen eine dringende Sanierung der bestehenden Infrastruktur erforderlich. Beispielhaft für diese Überlegung steht die Trinkwasserversorgung der Stadt New York, die bei einer durchschnittlichen Lebenserwartung der Systeme von 100 Jahren heute durchschnittlich 90 Jahre alt ist. Multimilliarden-Investitionen stehen an. Bemerkenswerterweise verbindet ein gerade erst angekündigtes neues Produkt gleich beide Themen mit einander. Der Fonds wird auf Infrastrukturprojekte in den Schwellenländern setzen und dazu in Aktien von Unternehmen investieren, die im Bau-, Kommunikations- oder Transportsektor noch wenig entwickelter Volkswirtschaften aktiv sind.

**Im Gegenzug schließt innerhalb des ohnehin kleinen Angebotes an Dach-Hedgefonds ein Produkt nach dem nächsten mangels Nachfrage und ausreichendem Zielfonds-Universum.** Nachdem mehrere Investmentgesellschaften bereits ihre Fonds entweder schon aufgelöst haben, oder zumindest einen solchen Vorgang angekündigt haben, wird nun auch noch eine weitere Schließung angekündigt. Dieser Entschluss wiegt umso schwerer als die Börsenentwicklungen der letzten 6 Monate den Strategien der Hedgefonds erstmals seit langer Zeit wieder einmal entgegenkommen und vergleichsweise attraktive Renditen zulassen. Ausgewählte Hedge-Dachfonds können immerhin mit einer Jahresperformance von gut sechs Prozent aufwarten. Jetzt, wo die Beimischung von Hedgefonds in den Portfolios der Anleger endlich ihren eigentlichen Strategiebeitrag leisten könnte, gibt es immer weniger Produkte, die man nutzen könnte.

**Fazit:** Einmal mehr sollte man kritisch auf die Produktpolitik der Investmentgesellschaften achten und so weit möglich persönliche Rückschlüsse aus den Verhaltensweisen ziehen. Nicht nur mit Blick auf die Konservierungsstrategie im Zuge der drohenden Abgeltungssteuer warnen wir Privatanleger vor zu hoch spezialisierten Schwellenländer- und Rohstofffonds in den Portfolios. Alternative Investments bleiben langfristig allein schon unter Diversifikationsgesichtspunkten unumgänglich in den Depots. Wir hoffen, dass der Staat die restriktiven Rahmenbedingungen hinsichtlich dieser Wertpapierart in den nächsten Jahren pragmatischer gestaltet und die Investmentgesellschaften mehr daraus machen. Die Prozyklik der Produktpolitik der Investmenthäuser wird sich nicht ändern. Machen wir sie uns zu Nutzen.

## Cash-call-Strategie

**Wird aus der Ausnahme die Regel?** Gerade hat eine bekannte Immobilien Kapitalanlagegesellschaft die Wiederaufnahme der Ausgabe neuer Anteile für ihren Immobilienfonds bekannt gegeben. Rund neun Monate lang hatte das Management die Mittelzuflüsse in den Fonds beschränkt, um der Liquiditätsentwicklung Rechnung zu tragen. Die hohen Zuflüsse drohten die Rendite des Fonds zu verwässern und das Management unter Handlungsdruck zu setzen. In den letzten Monaten gelang es nun, die angestaute Kasse des Fonds ohne Aufweichung der eigenen Selektionskriterien sinnvoll zu investieren und die Bruttoliquidität zu senken. Im Zuge dieser Maßnahmen sehen die Verantwortlichen das Produkt nun wieder eindeutig auf Kurs und halten die verfolgten Ziele für ungefährdet: eine überdurchschnittliche Rendite, und einen aus Sicht der Privatanleger steuerfreien Anteil an der Ausschüttung von rund 70%. Ähnliche oder gleiche Verfahrensweisen sind auch von anderen Immobilienkapitalanlagegesellschaften in der Vergangenheit bekannt.

Übrigens...

**Mittelbegrenzungen bei Investmentfonds sind nicht nur auf das Segment offener Immobilienfonds beschränkt.** So gibt beispielsweise ein vor allem unter Insidern bekannter Aktienfonds, der sich an der Value-Strategie orientiert aktuell nach über einem Jahr Unterbrechung nun wieder neue Anteile aus, da das Management im Zuge der aktuellen Börsenturbulenzen wieder mehr und attraktivere Investitionschancen als in der Vergangenheit sieht. Die Reihe der Investmentfonds die Mittelbegrenzungen vornahmen, ist lang und prominent und lässt sich noch um jene Fälle weicherer Regelungen erweitern, in denen es nicht zum generellen Zuflussstopp kommt, wohl aber zu Restriktionen. So haben etliche Investmenthäuser zwischenzeitlich für einzelne ihrer Fonds die Zuflüsse entweder auf den Kreis ihrer bestehenden Anteilsinhaber beschränkt oder ihre Höhe zumindest pro Tag und Orderstelle begrenzt.

**Die Anleger werden sich an diese vorübergehenden Restriktionen gewöhnen müssen.** Trat das beschriebene Phänomen bisher eher vereinzelt auf, dürfte es in der Zukunft bei den stark frequentierten Produkten wohl häufiger zu beobachten sein. Diese Entwicklung zahlt den zunehmend standardisierten Zahlungsströmen Rechnung. Sie sind keine auf den deutschen Markt beschränkte Entwicklung sondern eine internationale und erklären sich neben der Globalisierung und dem Computerhandel vor allem durch eine zunehmende Institutionalisierung des Investmentgeschäfts. Will sagen, immer mehr Privatanleger übertragen ihre Gelder via Mandat professionellen Verwaltern, die gebündelte Anlageentscheidungen vornehmen. Wie sagte es jüngst ein bekannter deutscher Manager mit Blick auf seinen Fonds: „Man könnte fast den Eindruck gewinnen, bei privaten Investoren handele es sich um eine aussterbende Spezies“.

**Soweit dürfte es noch lange nicht sein!** Der Trend kann dessen ungeachtet nicht verleugnet werden. Anders lassen sich Milliarden schwere Zu- und Abflüsse, wie sie bei mehreren Fonds in der Vergangenheit zu beobachten waren, nicht erklären. Die Investmenthäuser handeln im Interesse ihrer bestehenden Anteilsinhaber und der Performance ihrer Fonds, wenn sie die Mittelzuflüsse kontrollieren. Dazu gehört neben der Begrenzung auch der Überblick über die Struktur der Anteilsinhaber und eine Kenntnis der Verhaltensweisen einzelner Zielgruppen, soll es während Markt-turbulenzen nicht zu unliebsamen Überraschungen kommen, wie sie in den Immobilien- und ABS-Krisen auftraten. Mehrere Investmentgesellschaften haben aus der Vergangenheit bereits gelernt und ansatzweise eigene Stabsabteilungen aufgebaut, die mehr Transparenz in die Anlegerstruktur bringen sollen.

**Mittelbegrenzungen werden umso wahrscheinlicher, je enger das Anlageuniversum eines Fonds ist, je illiquider die Investitionen sind und umso vorausschauender und verantwortungsbewusster die einzelnen Kapitalanlagegesellschaften handeln;** - Nebenwerte-, Sektoren, Schwellenländer- und Immobilienfonds werden besonders häufig getroffen sein.. Es erübrigt sich wahrscheinlich darauf hinzuweisen, dass mit der Cash-call-Politik vieler Investmenthäuser der Anlageprozess aus Sicht interessierter Investoren nicht einfacher wird. Schließlich müssen sie nun neben der Auswahl geeigneter Investments auch noch Zeit auf die Klärung der Frage verwenden, ob die von ihnen ausgesuchten Fonds ihre Gelder überhaupt annehmen oder sie sich aus ihrer Sicht mit der zweiten Wahl begnügen müssen, die gerade noch oder wieder Anteile ausgibt. An dieser Stelle sollte sich der Informationsvorsprung guter Berater bezahlt machen können.

Mit freundlichen Grüßen



Marten Jeschke

Informationen erhalten Sie bei:

TOP Investment GmbH

Gut Linden

D-82390 Eberfing

Tel.: +49 (0)180-500 99 01

Fax: +49 (0)180-500 99 02

e-Mail: [Post@TOP-Investment.info](mailto:Post@TOP-Investment.info)



Die Übrigens... erscheint bei **Drescher & Cie** Gesellschaft für Wirtschafts- und Finanzinformationen mbH, Postfach 2165, 53744 Sankt Augustin. Trotz sorgfältiger Auswahl und Zusammenstellung kann für die Richtigkeit des Inhalts nicht gehaftet werden. Die gemachten Angaben können ein Beratungsgespräch nicht ersetzen und sind kein Angebot zum Kauf von Wertpapieren. Allein verbindliche Grundlage ist der jeweils gültige Verkaufsprospekt! Kein Teil der Übrigens... darf (auch auszugsweise) ohne unsere ausdrückliche vorherige schriftliche Zustimmung reproduziert oder nachgedruckt werden. Jede im Bereich eines gewerblichen Unternehmens hergestellte oder genutzte Kopie verpflichtet zur Gebührenzahlung an den Verleger. (c) 2006 Drescher & Cie GmbH