

Sehr geehrte Kundin! Sehr geehrter Kunde!

Mit Dünger wurde nicht gespart, mit warmer Luft ebenso wenig. Auch Regen fiel reichlich, um die zarten Konjunkturschösslinge zu versorgen. Mit dem Sonnenschein steigender Börsenkurse, der seit dem Frühling gnädig die Herzen der Anleger wärmte, hatten viele in diesem Ausmaß nicht gerechnet. Die Ernte, die Unternehmen, Anleger, Verbraucher und die Volkswirtschaften vor Winterbeginn einfahren, könnte trotzdem unter den vielfach geschürten Erwartungen bleiben.

Die Realwirtschaft und das viele Geld

Die Industrienationen dieser Welt haben auf die 2007 einsetzende Konjunkturkrise und den drohenden Kollaps des Bankensystems mit noch nie gesehenen Anstrengungen reagiert. Bis zum Frühjahr 2009 wurden nach unseren Schätzungen mindestens 6.600 Mrd. US-Dollar – das sind knapp 13% des Welt-Bruttoinlandsprodukts – zur Finanzmarktstabilisierung und für Konjunkturprogramme beschlossen oder bereits investiert. Mehr als zwei Drittel davon flossen in das darniederliegende Finanzsystem in der Hoffnung, damit die Kreditvergabe an Unternehmen und Private anzukurbeln. Bislang blieb es allerdings weitgehend bei der Hoffnung: Die Europäische Zentralbank musste trotz einer erneuten Liquiditätsspritze über 442 Mrd. Euro im Juni einen Rückgang der Investitionstätigkeit der Unternehmen um 18,4% im Vergleich zum 2. Quartal des Vorjahres feststellen, Unternehmensverbindlichkeiten im Ausmaß von 26 Mrd. Euro wurden im Juli getilgt statt abgerufen, während private Kredite kein

Wachstum zeigten. Jean Claude Trichet, Chef der Europäischen Zentralbank und ansonsten berufsbedingt ein Mann verhaltener Worte, sah sich im Juli des Jahres veranlasst, von den Geschäftsbanken öffentlich die Wahrnehmung ihrer gesamtwirtschaftlichen Aufgaben zu fordern. Im September wiederholte die EZB ihr unbegrenztes Angebot an Jahresliquidität zu unverändert günstigen 1% Zinsen: Ein deutliches Signal, dass die Zentralbank noch kein Ende der Krise sieht.

Anzeichen einer wirtschaftlichen Erholung brachten hingegen die deutschen und französischen Wachstumsdaten. Nach drei Quartalen des wirtschaftlichen Rückgangs in Folge meldeten Berlin und Paris immerhin 0,3 % BIP-Wachstum im zweiten Quartal. Einige Marktteilnehmer verkündeten darauf hin bereits ein vorläufiges Ende der Rezession. Hoffnung schöpften Optimisten auch vom Anstieg des europäischen Einkaufsmanagerindex von 47 im Juli auf exakt 50 im August. Für sie war das Glas bereits halb voll, denn jeder Wert über 50 gilt als Wachstumsindikator, jeder Wert darunter als Bote eines weiteren wirtschaftlichen Rückgangs. Gute Stimmung kam auch auf, als die preis- und saisonbereinigten Auftragseingänge in Deutschland im Juli um erstmals wieder um 3,5% gestiegen sind. Ein genauerer Blick ernüchtert aber: nur ein staatlicher Auftrag für Puma Panzer über 3,5 Mrd. Euro hat die Kennzahl ins Positive gedreht.

Die USA meldeten für August eine Verbesserung ihres Einkaufsmanagerindex auf 48,4 – der Aktienmarkt hatte mehr erwartet. Ernüchternd auch die Zahlen zur Kreditvergabe: Zwar zeigte die Kurve der insgesamt durch amerikanische

Information für unsere Kunden

Banken vergebenen Kredite und Darlehen im August erstmals wieder leicht nach oben, die Gelder für Unternehmensfinanzierungen blieben jedoch ihrem seit Oktober 2008 erheblich rückläufigen Trend treu – und das obwohl den Banken durch die Nullzinspolitik praktisch kostenloses Geld zur Verfügung steht. Auch die Kapazitätsauslastung der Industrie bleibt unter 70% - weit und breit kein Bedarf am Aufbau neuer Anlagen oder Produktionseinheiten. Fast schon paradox muten die Zahlen zur privaten Vermögensentwicklung an: Um fast 14 Billionen Dollar gingen seit 2007 die privaten Vermögen zurück. Die Löhne und Gehälter machten im 2. Quartal ein Minus von 4,3% auf Jahressicht, dazu 8% Rückgang bei den Immobilienwerten, 23 % bei Dividenden und 4,5% bei den Zinserträgen. In einem Land, in dem für viele die geplante staatliche Gesundheitsvorsorge gleichbedeutend mit der Einführung des realen Sozialismus ist, trägt der Staat derzeit über seine entfesselten Stabilitäts- und Stimulationsprogramme mit einem satten Fünftel zu den privaten Haushaltseinkommen bei. Der langfristige Erfolg gegen die rückläufigen Verbraucherausgaben – über Jahrzehnte das Rückgrat der amerikanischen Wirtschaft - ist aufgrund der Bevölkerungsentwicklung trotzdem unwahrscheinlich: Die Nachfrage der größten demografische Gruppe, die Babyboomer, machte bis zum Ausbruch der Krise 47% des gesamten Privatkonsums aus. Mit der plötzlichen Entwertung ihres Immobilienvermögens und dem Kahlschlag in ihrer Altersvorsorge sind diese Jahrgänge nun auf Jahre hinaus zum Sparen verurteilt und gleichzeitig dabei, sich auch ganz ohne Krise langsam altersbedingt aus dem aktiven Erwerbsleben zu verabschieden. Das Schlagwort vom „New Normal“ – dem Wirtschaften unter einem weitaus geringeren als dem bisher gewohnten Wachstumsniveau gewinnt so neue Bedeutung. Viele Unternehmen reagieren

bereits mit Redimensionierungen und haben so ihre Kostensituation und ihre Produktion auf die neue Lage eingestellt, was einerseits vom Aktienmarkt honoriert wurde und andererseits viele Analysten zur Einschätzung bringt, dass der erhoffte Nachfrageschub letztendlich nicht von den Konsumenten, sondern von einer Ausgabenoffensive jener Unternehmen zu erwarten ist, die sich rechtzeitig und entschlossen den neuen Verhältnissen angepasst haben.

Information für unsere Kunden

Die Börse, der Staatshaushalt und das viele Geld

Nachhaltige Höhenflüge haben die Finanzspritzen auf jeden Fall den Staatshaushalten beschert. Neben dem Schuldenweltmeister Japan, der eine Staatsverschuldung von satten 200% des BIP seit Anfang der 90er-Jahren kontinuierlich aufgebaut hat, nähert sich auch die größte Volkswirtschaft der Welt in entschlossenen Schritten der 100%-Marke.

USA: Staatsverschuldung in % des GDP

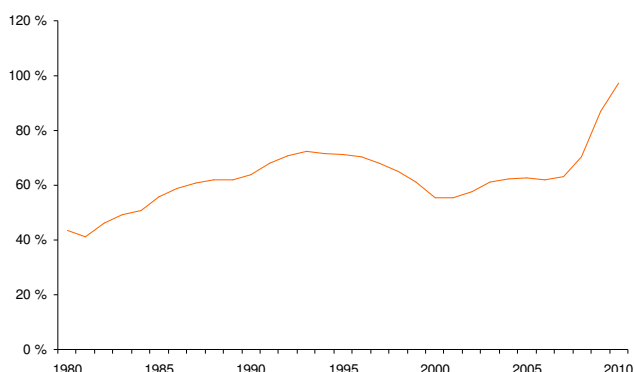


Abbildung 1: Entwicklung der Staatsverschuldung im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt (GDP) in den USA (Quelle: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2009)

Dabei hatten die USA bis zum Ausbruch der Krise mit einem Wert von 40% zu den traditionell auf Budgetdisziplin bedachten Deutschen aufgeschlossen, die mittlerweile jedoch selbst mit knapp 80% ihrer gesamten Wirtschaftsleistung verschuldet sind und schon nach der Wiedervereinigung nur mehr europäisches Mittelmaß waren (EU: Verschuldungsgrad 69% BIP per Ende 2008). Von chinesischen Verhältnissen – seit mehr als 10 Jahren Werte unter 2% – können ohnehin alle nur träumen.

China: Staatsverschuldung in % des GDP

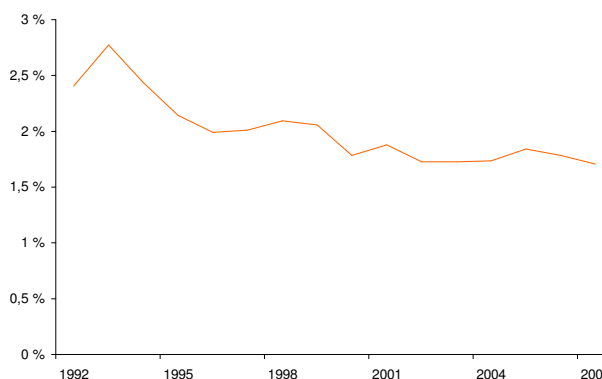


Abbildung 2: Entwicklung der Staatsverschuldung im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt (GDP) in China (Quelle: Bloomberg)

Steuern also Länder wie die USA, Japan, Italien oder Griechenland mit solchen Größenordnungen langsam auf die Pleite zu? – Große Zahlen allein machen noch keinen Staatsbankrott: Die deutsche Wiedervereinigung hat bis heute sogar 75% des deutschen Bruttoinlandsprodukts gekostet, was das Land als Exportweltmeister gut verdaut hat, ohne dass deswegen gleich die Hyperinflation ausgebrochen wäre. Der Export ist heute aber für niemanden eine Lösung. Der Nachfragerückgang ist global und andere Welten haben sich noch nicht als Importeure angeboten.

Information für unsere Kunden



Abbildung 3: Entwicklung der Staatsverschuldung im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt (GDP) in Deutschland (Quelle: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2009)

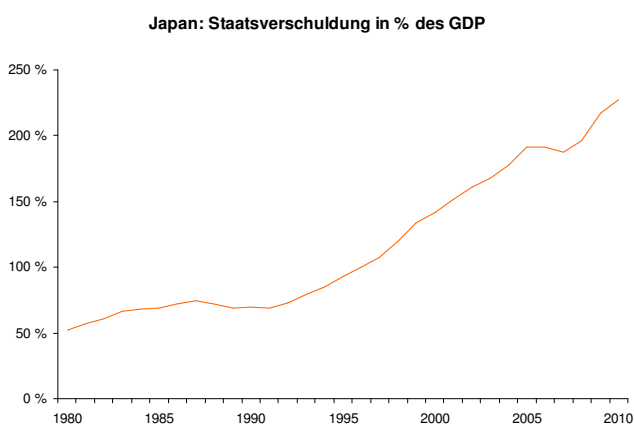


Abbildung 4: Entwicklung der Staatsverschuldung im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt (GDP) in Japan (Quelle: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2009)

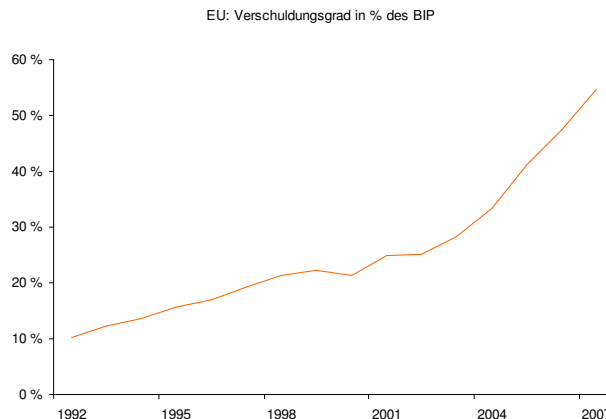


Abbildung 5: Entwicklung der Staatsverschuldung im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt (GDP) in der EU (Quelle: Bloomberg)

Doch selbst wenn man sich die Frage erspart, was diese Größenordnungen für nachfolgende Generationen bedeuten und wie dieser Schuldenberg je wieder abgetragen werden soll, bleibt zu klären, was denn mit all dem schönen Steuergeld in den letzten Monaten geschehen ist, wenn es offenbar nicht in Form von Krediten bei Unternehmen und Konsumenten gelandet ist. Ein Blick auf die im Vergleich zu den Konjunkturdaten gespenstische Erholung der Aktienmärkte zwischen April und August dieses Jahres könnte eine einfache Antwort bieten: Das viele Geld könnte an der Börse investiert worden sein. Satte 50% betrug der Anstieg des marktbreiten S&P 500 in diesem Zeitraum und schien damit allen Recht zu geben, die ein baldiges Ende der Rezession und eine breite Rückkehr des Vertrauens in die Märkte gekommen sahen.

Dass Aktienkurse steigen, weil billiges Geld in großen Mengen vorhanden ist, ist grundsätzlich nicht neu: Auch die Internet-Blase der Jahrtausendwende war mit diesem Stoff gefüllt. Retrospektiv betrachtet war diese Blase allerdings nicht nur mit warmer Luft, sondern immerhin mit einer Reihe bahnbrechender Entwicklungen gefüllt, die mit einer Revolution der

Information für unsere Kunden

Kommunikationstechnologie neue Dimensionen der Globalisierung ermöglichte. Eine solche einleuchtende realwirtschaftliche Begründung fehlt für die Befüllung der vor einem Jahr geplatze Kredit-Blase ebenso wie für die Erholung der Aktienmärkte, die seit Frühjahr viele in Erstaunen versetzte. Sorgenkind Nummer eins sind nach wie vor die Banken und das nicht ohne Grund: Obwohl die systematischen Schwächen des Bankensystems allseits als Auslöser und Hauptursache der Krise erkannt wurden, beschränkten sich die Sanierungsschritte bislang auf Geldspritzen und eine erhebliche Aufweichung der Bilanzierungsregeln. Zuwenig für viele Institute: Die U.S. Einlagensicherung FDIC hat heuer bereits 90 Banken geschlossen und weitere 416 auf ihrer Beobachtungsliste – so viele wie seit 17 Jahren nicht mehr.

Praktisch auszuschließen ist, dass die fünfmonatige Börseparty bis Ende August dieses Jahres in irgendeinem Zusammenhang mit den Unternehmensgewinnen verständlich würde. Im Gegenteil: Während der S&P 500 um 50% kletterte, gaben die Gewinne pro Aktie (EPS) um 6 Prozent nach. Dass Analysten zuvor noch niedrigere Unternehmensgewinne prognostiziert hatten, mag die Laune zwar hier und da gehoben haben, den Stoff für eine mehrmonatige Fete lieferte das aber kaum. Nicht einmal ein halbes Jahr nach dem bisherigen Tiefständen kosten S&P-Aktien im Schnitt wieder knapp das 20-Fache des Unternehmensgewinns (P/E Ratio).

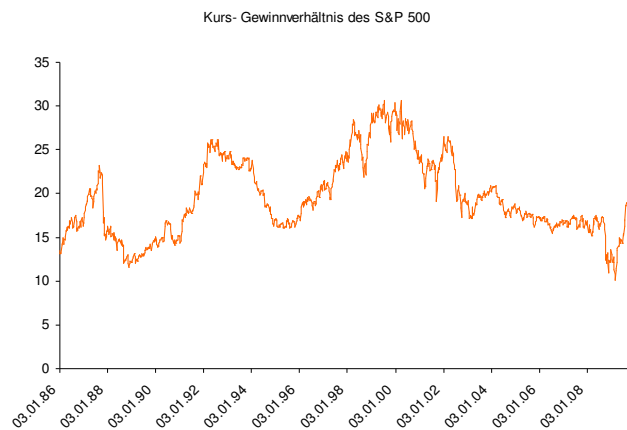


Abbildung 6: Entwicklung der Unternehmensgewinne im Verhältnis zu den Börsenpreisen des S&P500 (Quelle: Bloomberg)

Noch nie nach einer Rezession hat sich der Markt so schnell von einer Talsohle erholt, während die Wahrscheinlichkeit, dass die tatsächlichen Unternehmensgewinne in näherer Zukunft mit dieser Vorgabe Schritt halten können, als gering einzustufen ist. Eine Zwischenbilanz der massiven staatlichen Versuche, die Wirtschaft anzukurbeln und das Bankensystem zu retten, muss also lauten: Während der allseits erwartete und vielfach auch erhoffte Anstieg der Verbraucherpreise bislang ausgeblieben ist, haben die sündteuren Maßnahmen zu einer wohl primär liquiditätsgetriebenen Inflation der Aktienwerte geführt, die sich kaum mit der Aussicht auf Unternehmensgewinne begründen lässt. Selbst im günstigsten Fall einer weiteren Stabilisierung des derzeit hauptsächlich durch staatliche Anstrengungen verursachten konjunkturellen Aufwärtstrends ist der Aktienmarkt derzeit auf einem Euphorie-Niveau, dem die wirtschaftliche Realität nicht in dieser Geschwindigkeit folgen wird. Nach allen Regeln der Kunst sind Aktien generell derzeit weder billig, noch unterbewertet. Eine Korrektur nach unten ist schon allein deswegen wahrscheinlich, weil der Spielraum für weitere staatliche Eingriffe zusehends kleiner wird.

Information für unsere Kunden

Die Wetteraussichten: Nachlassende Niederschläge, weiterhin Gewitterbereitschaft

Die Anzeichen dafür mehren sich vor allem in den USA. Bereits im März des Jahres äußerte sich der chinesischen Zentralbankgouverneur Zhou Xiaochuan vor dem G20-Gipfel in ungewöhnlicher Deutlichkeit kritisch zur Dollar- und Ausgabenpolitik der Obama-Administration. China ist mit 50% des BIP in den USA investiert, der größte Teil davon in Staatsanleihen und in Anleihen der Hypothekenfinanzierer Fannie Mae und Freddy Mac. Die Auswirkungen einer Dollarabwertung, sollte der Dollar seine Funktion als Leit- und Referenzwährung verlieren, wären für die Chinesen verheerend. Als eine mögliche Alternative brachte Zhou die Sonderziehungsrechte des Internationalen Währungsfonds ins Spiel, die angesichts der für das globale Finanzsystem immer kritischer werdenden Dollarrisiken eine Stabilisierungsfunktion spielen könnten. Das öffentliche Echo blieb verhalten, allerdings emittierte der Währungsfonds Ende August und Anfang September tatsächlich neue Sonderziehungsrechte im Gesamtausmaß von 283 Mrd. US Dollar und verzehnfachte damit das bislang verfügbare Volumen. Erhebliche Aufmerksamkeit hatte im August auch eine 28 Mrd. Dollar schwere Staatsanleihenemission des U.S. Treasury erregt. Kaum eine Woche nach der Platzierung der mit 3,25% auf sieben Jahre verzinsten Papiere, die nach Aussagen des U.S. Treasury zufriedenstellend verlaufen war, kaufte deren Schwesterorganisation, die Notenbank, 47% des gesamten Emissionsvolumens im Rahmen eines der vielen Finanzmarktstabilitätsprogramme wieder auf - ein selbst unter Krisenbedingungen ungewöhnlicher Vorgang, der bei vielen

Marktbeobachtern den Verdacht erregte, dass das mittel- bis langfristige Interesse am Schuldner USA schon einmal größer war. Anderen G20-Staaten wurden von diesem Problem bislang weitgehend verschont, wenngleich sie zum Teil auch eine erheblich höhere Verzinsung ihrer Anleihen anbieten müssen oder die Prämien für Ausfallversicherungen auf erhöhtem Niveau liegen – ein Problem, von dem auch Österreich betroffen ist.

Im Windschatten der staatlichen Geldvermehrung und der Suche nach Risikoprämien, die der wirtschaftlichen Lage entsprechen, hat in den vergangenen Monaten auch das Preisniveau für Unternehmensanleihen wieder angezogen, insbesondere bei Emittenten schlechter Bonität. Die Spreads (Überrenditen) des marktbreiten JPM Global High Yield Index liegen mit derzeit etwa 900 Basispunkten wieder auf dem Niveau des Vorjahres, als im September der Zusammenbruch von Lehman Brothers die Geschäfte zwischen Banken praktisch zum Erliegen brachte. Seit Anfang August konnten der US-amerikanische Markt leicht und der europäische Markt um starke 2% zulegen. Zurückgegangen sind zur Erleichterung des Marktes die Ausfallsquoten – der Anteil an Anleihen, die aufgrund von Insolvenzen oder Restrukturierungsmaßnahmen wertlos werden. Vor neun Monaten traf dieses Schicksal im Schnitt noch 15 Titel pro Monat, während des Sommers waren es nur mehr acht. Diese Entwicklung ist grundsätzlich ein ermutigendes Erholungssignal und verbessert auch die Stimmung für Neuemissionen, sofern nicht auch in diesem Segment unerwartet schlechte Wirtschaftsdaten oder eine größere Unternehmensinsolvenz die Stimmung eintrüben.

Information für unsere Kunden

Vermögensverwaltung in stürmischen Zeiten

Wie im letzten Investmentletter angekündigt, startete die Capital Bank im Juni des Jahres mit einer Portfolioverwaltung neuen Zuschnitts: Unter Mitarbeit sämtlicher Spezialisten im Haus werden dabei Veranlagungsstrategien für zentral verwaltete Portfolios sowie grundsätzliche Empfehlungen für die Veranlagung erarbeitet. Neben Analysen von Chancen und Risiken einzelner Märkte und Veranlagungen haben wir zu Überraschung vieler angekündigt, unsere Entscheidungen von ganz einfachen Prinzipien leiten zu lassen: Unserer Erfahrung und unserem wirtschaftlichen Hausverstand. Gleichzeitig haben wir unseren Kunden angeboten, aus einem unserer neuen, transparenten Spesenmodelle zu wählen und so unsere Vergütung an unseren Erfolg gekoppelt.

Die Ausgangslage war nicht einfach. Die Aktienmärkte hatten sich zwar von Ihren Tiefständen im März erholt, jedoch war unklar, ob es sich dabei lediglich um eine technische Korrektur zu den Märziefständen handelte oder sich der Beginn einer generellen Trendwende abzeichnete. Die Spreads von Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen waren nach wie vor relativ attraktiv, wobei der Spielraum zusehends kleiner wurde. Wir haben entschieden, den Aktienanteil in den Portfolios leicht untergewichtet zu belassen und vor allem Anleihen mit Überrenditen (Unternehmensanleihen sowie einzelne Bankanleihen) in die Portfolios aufgenommen. Die Staatsanleihenquote wurde teilweise um Inflationsanleihen ergänzt, um auch in einem inflationären Umfeld Ertragsbringer im Portfolio zu haben. Aus demselben Grund wurden rund 5 % des Portfolios in Gold angelegt. Dass die Chinesen erstmals die Führung beim weltweiten

Goldkonsum einnehmen werden, stimmt uns auch positiv.

Im Aktienbereich haben wir verstärkt auf den Wiener Markt gesetzt, da dieser durch die übertriebene Osteuropaskepsis erhebliches Aufholpotenzial hatte – eine Einschätzung, die sich als richtig erweisen sollte.

Zuletzt haben wir versucht, einzelne, unternehmens- oder wertpapierspezifische Chancen auszunutzen, die unsere Spezialisten auch für den im Capital Bank Opportunities Fonds identifizieren. Im abgelaufenen Quartal waren wir damit bei Aktien der ERSTE Bank, der Immofinanz Wandelanleihe sowie in einer Anleihe der Atrium European Real Estate erfolgreich. Unsere Skepsis gegenüber den Aktienmärkten bleibt aus den o.a. Gründen auch für die kommenden Monate gültig: Unsere Engagements werden kurzfristig, an einzelnen Chancen orientiert und insgesamt niedrig gewichtet bleiben, bis sich eine echte Trendwende auch an Fundamentaldaten ablesen lässt.

Im Anleihenbereich wird weiterhin die Republik Österreich auf Grund des Renditevorteils gegenüber Deutschland als Schuldner übergewichtet bleiben. Unternehmensanleihen bleiben trotz der bereits erfolgten Einengung der Spreads erhöht im Portfolio gewichtet. In Zusammenschau der hier dargelegten Daten und Einschätzungen geht das Asset Management der Capital Bank von einer durch staatlichen Interventionen genährten wirtschaftlichen Erholung aus, deren Vorwegnahme durch die Wertpapiermärkte in den vergangenen Monaten mit hoher Wahrscheinlichkeit zu rasch und zu euphorisch erfolgte. Neben der Schnelligkeit und der Dimension, die uns während der „Bärenralley“ zur Vorsicht mahnte, verzerrt vor allem der mit öffentlichen Ausgaben finanzierte Geldsegen weiterhin die Zusammenhänge zwischen Realwirtschaft und Finanzwirtschaft und die traditionellen Relationen der Anlageklassen untereinander. Während wir in Einzelfällen weiter

Information für unsere Kunden

intakte kurz- bis mittelfristige Chancen identifizieren und wahrnehmen werden, sehen wir unsere primäre Aufgabe in den nächsten Monaten in der Absicherung gegen Marktkorrekturen und dem mittel- bis langfristigen Aufbau von Positionen, die unsere Kunden gegen Inflationsszenarien absichern.

Hierbei handelt es sich um eine Werbemitteilung mit ausschließlichem Informationscharakter, welche keinesfalls eine anleger- und objektgerechte Beratung sowie umfassende Risikoaufklärung – jedes Produkt hat ein unterschiedlich hohes Risikoniveau – ersetzt. Alle in der Unterlage verwendeten volkswirtschaftlichen und wertpapierbezogenen Daten sind aus Bloomberg und International Monetary Fund (Quelle: <http://www.imf.org>) entnommen. Alle verwendeten Informationen beruhen auf sorgfältig ausgesuchten Quellen; es wird keine Gewähr für die Vollständigkeit, Richtigkeit und Aktualität der vorliegenden Werbemitteilung sowie der herangezogenen Quellen übernommen. Haftungs- oder Schadenersatzansprüche, welche aus der Nutzung oder Nichtnutzung bzw. aus der Nutzung fehlerhafter und unvollständiger Informationen resultieren, sind ausgeschlossen.