

## MARKTBERICHT 2009 / 2010

**GS&P** Institutional Management  
Königsallee 60 | 40212 Düsseldorf  
Tel. 0211 136990 | www.gsp-d.com

### *Das Börsenjahr 2009*

Sämtliche international bedeutsamen Indizes beendeten das Börsenjahr 2009 mit deutlichen Wertzuwächsen. So stieg der deutsche Aktienindex DAX als auch der für die Entwicklung der weltweiten Aktienmärkte repräsentative MSCI World Index um etwas mehr als 23 Prozent. Der Dow Jones als Barometer für den amerikanischen Aktienmarkt legte währungsbereinigt um 19 Prozent zu.

Der flüchtige Blick auf diese Jahresendergebnisse darf aber keinesfalls darüber hinweg täuschen, dass wir auf ein bewegtes Jahr zurückblicken, das mit einem dramatischen ersten Quartal begann und sich mit einem versöhnlichen zweiten Halbjahr fortsetzte.

Die Tiefststände 2009 erreichten die Aktienmärkte Anfang März. Zu diesem Zeitpunkt verloren die wichtigsten Indizes weitere 20 bis 25 Prozent trotz ihrer bereits im Jahr 2008 aufgebauten massiven Verluste von 40 Prozent und mehr. Die Börsen standen weiter unter dem Eindruck der weltumspannenden Rezession und Bankenkrise, die in dieser Ausprägung und vor allem im Tempo beispiellos war. Keine bedeutende Wirtschaftsregion blieb von dieser Bewegung verschont, da die weltweiten Globalisierungsprozesse zu einer auffälligen Parallelität in den nationalen Konjunkturzyklen führten. Gleichzeitig förderten die über Jahrzehnte aufgebauten makroökonomischen Ungleichgewichte und die noch immer schwelende Vertrauenskrise im Finanzsektor die Entladung.

Die Zweifel wuchsen, dass die durch die Notenbanken und Staaten international koordinierten Hilfsmaßnahmen ein probates Mittel zur Bekämpfung der Krise darstellten. Die Billionen von US-Dollar und Euro, die über unterschiedliche Instrumente in die Wirtschaftssysteme gepumpt wurden, schienen regelrecht zu verdampfen und ihre Wirkung zu verfehlen. Allein in den USA erreichte das von der Regierung initiierte Konjunkturprogramm in Form von billigem Geld der Notenbank, Abwrackprämie für die systemrelevante Automobilindustrie, milliarden-schwere Bankgarantien, Direktankäufe von Staatsanleihen und Infrastrukturprojekte ein Gesamtvolumen von fast 800 Mrd. US-Dollar. Doch die schlechten Nachrichten rissen nicht ab.

Die Immobilienpreise sowie die Kapazitätsauslastungen und industriellen Auftragseingänge sanken weiter. Insbesondere Deutschland litt unter dem Einbruch der Exportquoten und hatte 2009 darüber hinaus seine ganz besonderen Schlagzeilen. Porsche verschluckte sich an der Übernahme von VW und fiel durch seine komplizierten Optionsstrategien in ein Milliardenloch und wird letztendlich so zum Übernahmeobjekt des VW-Konzerns. Arcandor - ehemals Karstadt - wird insolvent und mit ihr Sal. Oppenheim, die größte Privatbank in Deutschland, die als maßgeblicher Kreditgeber fungierte und nur durch die Übernahme der Deutschen Bank überlebt.

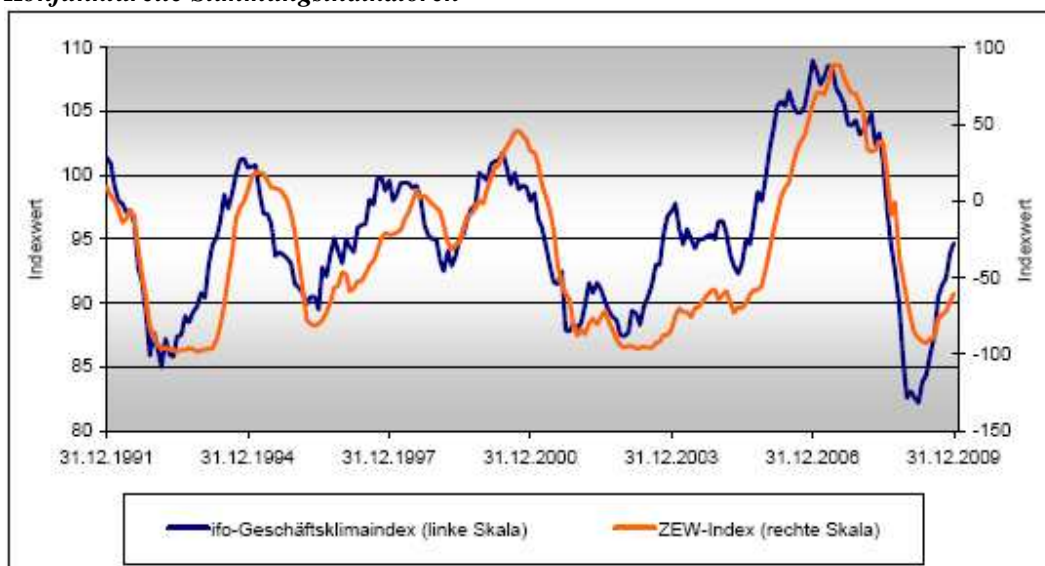
Die Commerzbank musste auf Grund ihrer Überschuldung teilverstaatlicht werden und der gestrauchelte Immobilienfinanzierer Hypo Real Estate fiel vollständig in staatliche Hände.

Das Drama um den Automobilproduzenten Opel entwickelte sich mehr und mehr zum Politikum.

Dass Deutschland besonders hart von der Rezession getroffen wurde, lag vor allem daran, dass im Winterhalbjahr 2008/2009 die gesamtwirtschaftliche Produktion in einem bis dahin nicht gekannten Ausmaß eingebrochen war. Kumuliert schrumpfte das Bruttoinlandsprodukt von Oktober 2008 bis März 2009 um fast 6 Prozent.

Ab dem Frühjahr keimten dann erste Hoffnungen auf ein Ende der steilen wirtschaftlichen Talfahrt auf. Ausgerechnet die Banken, hauptverantwortlich für die Krise, berichteten über die Rückkehr in die Gewinnzone. Auch die Auftragslage in der Industrie schien sich allmählich zu stabilisieren. Am amerikanischen Arbeitsmarkt schwächte sich die Zunahme der Arbeitslosigkeit als ein nachlaufender Indikator langsam ab. Gleichzeitig verbesserten sich wichtige vorlaufende Stimmungsindikatoren in Europa und jenseits des Atlantiks und stützten damit die Annahme, dass die Weltkonjunktur ihre stärksten Einbrüche offensichtlich hinter sich hatte. Untermuert wurde dieser nachlassende Pessimismus auch von der Entwicklung in China und Indien, die für die weltweite Konjunktorentwicklung zunehmend wichtiger werden.

### ***Konjunkturelle Stimmungsindikatoren***



Allmählich entfalteten sich die geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen, die nahezu synchron in allen wichtigen Wirtschaftsregionen der Welt wirkten. Hinzu kamen die Impulse aus einem kräftigen Lageraufbau, denn eine Vielzahl von Unternehmen war gezwungen, die Lagerbestände zügig wieder aufzufüllen, da sie in der allgemein vorherrschenden Schockstarre nach dem Lehman-Kollaps nahezu vollständig auf Neubestellungen verzichtet hatten.

Im Rückblick wurde zunehmend deutlich, wie gravierend die psychologischen Effekte waren, die von der Zuspitzung der Finanzkrise auf die Realwirtschaft ausgingen. In dieser Phase der globalen Lähmung wurden Investitionspläne radikal eingefroren, Bestellungen annulliert und Kapazitäten drastisch nach unten gefahren. Diese sehr schnelle Anpassung auf der Unternehmensseite hatte offensichtlich zu einer Überzeichnung der realwirtschaftlichen Situation geführt und so für eine entsprechende Ausgleichsbewegung gesorgt. Anfang Mai hatten die wichtigsten Leitindizes ihre Verluste aus den ersten Monaten ausgeglichen.

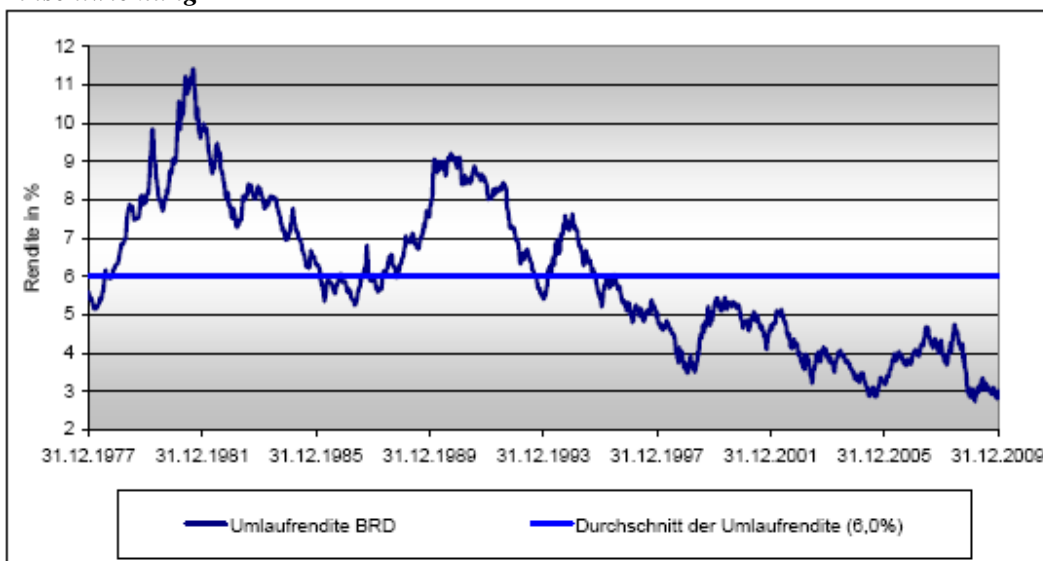
Im Laufe des Juni kam es dann noch einmal zu einer Korrektur, die mit 5 bis 8 Prozent in ihrem Ausmaß aber überschaubar blieb. Trotz einer nervösen Grundstimmung konnten die Märkte an ihren im März begonnenen positiven Aufwärtstrend schnell wieder anknüpfen.

Kurz vor Jahresende schockte der Golfstaat Dubai die Finanzwelt mit der Nachricht, dass der Staatsfonds Dubai World und dessen Immobiliertochter Nakheel fällige Schulden in Höhe von 3,5 Mrd. US-Dollar nicht bezahlen könne. Die Furcht vor einer Staatspleite setzte die Börsen noch einmal unter Druck und der DAX verlor innerhalb einer Sitzung mehr als 3 Prozent. Schnell signalisierten die wichtigsten europäischen Banken, dass sie von einer Schieflage Dubais kaum betroffen wären und so kehrten die Märkte zügig zur Tagesordnung zurück. Wenig später gab Abu Dhabi bekannt, dem angeschlagenen Nachbarstaat mit einem Notkredit in Höhe von 10 Mrd. US-Dollar bei der Neuordnung der Schulden zu helfen.

### ***Die Rentenmärkte***

waren in 2009 vor allem durch die anhaltende Niedrigzinspolitik der Notenbanken geprägt. Die von der Bundesbank täglich errechnete Umlaufrendite öffentlicher Anleihen markierte mit 2,71 Prozent Anfang Februar ein neues Rekordtief. Renteninvestoren, die nicht bereit waren auf der Schuldenseite Risiken zu akzeptieren, mussten sich also mit mageren Renditen zufrieden geben.

### ***Zinsentwicklung***



Für risikobewußtere Anleger hingegen waren im Bereich der Unternehmensanleihen unter der Ausnutzung der noch im Frühjahr existierenden Risikoaufschläge deutlich höhere Renditen zu erzielen. Dementsprechend groß war auch der Run auf Firmenanleihen. Mit einem weltweiten Emissionsvolumen von rund 1,1 Billionen Euro nutzten die meisten Unternehmen diese Variante der Kapitalaufnahme, da zum einen die krisengeschüttelten Banken bei der Kreditvergabe immer noch restriktiv waren und gleichzeitig die Begebung einer Anleihe historisch extrem günstig war. Zwischenzeitlich sind die Renditevorteile wieder deutlich zusammengeschmolzen.

Eine besonders positive Entwicklung verzeichneten die Wandelanleihen. Sie profitierten von dem verbesserten Konjunkturbild und den sich stabilisierenden Unternehmensergebnissen und konnten so die im Jahr 2008 durch die Verwerfungen an den Aktienmärkten aufgebauten Verluste nahezu vollständig ausgleichen.

### ***Auch an den Rohstoffmärkten***

fiel die Bilanz 2009 erfreulich aus. Von einigen wenigen Kursdellen abgesehen ging es trotz eines konjunkturellen Krisenjahrs in den Rohstoffpreisen deutlich nach oben. Vor allem Industriemetalle wie Kupfer, Blei und Aluminium verteuerten sich kräftig um bis zu 130 Prozent. Den Anstoß zu dieser Bewegung gab China als ein strategisch langfristiger Investor, der das Anfang des Jahres noch vorherrschende, niedrige Preisniveau für einen stetigen Lageraufbau nutzte. 300.000 Tonnen Kupfer und ca. 500.000 Tonnen Aluminium, Zink und Blei fanden so den Weg nach China. Andere Investoren wurden auf die Rohstofffralloye aufmerksam und über die Hedgefonds kehrte damit auch die Spekulation an den Warenterminmärkten als zusätzlicher Kurstreiber zurück.

Das Gold erreichte im Jahresverlauf mit 1.215 US-Dollar je Feinunze seinen vorläufigen historischen Höchstkurs. Vor allem die Angst vor einer überschießenden Inflation und die Sorge, dass die Krise im Finanzsektor noch nicht ausgestanden war, waren die psychologischen Faktoren für diese Entwicklung.

Aber es gab auch fundamentale Gründe. Indien, China und Russland wurden in den zurückliegenden Monaten zu Nettokäufern des Edelmetalls. Die indische Zentralbank kaufte im Oktober innerhalb von nur 10 Tagen die Hälfte des vom IWF initiierten Goldverkaufs von 400 Tonnen auf. Das Gold konnte jedoch sein Hoch von Anfang Dezember nicht verteidigen und gab zum Jahresende um knapp 10 Prozent auf 1.097 US-Dollar nach.

Auch die Preise für Rohöl stiegen nach ihrem Tief Mitte Februar von rund 34 US-Dollar pro Barrel kontinuierlich bis auf über 80 US-Dollar Ende Oktober. Wie bei den Rohstoffpreisen für Industriemetalle waren anfängliche Produktionskürzungen mit dafür verantwortlich, dass der Preisrückgang gestoppt wurde und sich über die anziehende Nachfrage dann ins Gegenteil verkehrte. Zwischen September 2008 und Januar 2009 hatten die 12 OPEC-Mitgliedsstaaten Förderkürzungen von insgesamt 4,2 Millionen Barrel pro Tag beschlossen, was zu entsprechenden Rückgängen in den Öllagern führte. Im Zuge der anziehenden Produktion und dem damit verbundenen Lageraufbau kam es dann zu deutlichen Preisaufschlägen.

Agrarrohstoffe entwickelten sich dagegen höchst unterschiedlich. Während Kaffee, Kakao und Zucker kräftige Kursgewinne verbuchten, entwickelten sich die Getreidepreise eher mäßig.

### *An den Devisenmärkten*

wurde der Euro gegenüber dem US-Dollar zum Jahresende um einige Prozentpunkte aufgewertet während es im Jahresverlauf zu mehreren Richtungswechseln zwischen den Währungen kam. Als der Euro zu Jahresanfang 2009 ungeahnte Schwächen zeigte und im März auf 1,25 abstürzte, profitierte der Dollar vom massiven Einbruch der Wirtschaft in Osteuropa und der damit einhergehenden Verlagerung der internationalen Devisenströme. Mit dem Abflauen der Krise setzte dann eine zügige Gegenbewegung ein.

Die Carry Trades kehrten zurück. Man verschuldet sich in einer Niedrigzinswährung wie dem US-Dollar, um sein Geld dann in einer höherverzinslichen Währung wieder anzulegen. Zum Jahresende konnte dann der US-Dollar dank hoffnungsvoller Signale aus der Wirtschaft und neuer Spekulationen auf eine schnelle Zinswende einiges an Boden wieder gut machen. Gleichzeitig sorgten Gerüchte über eine mögliche Staatspleite Griechenlands, nachdem zwei Ratingagenturen dem Land den Status als Topschuldner entzogen hatten, für eine weitere Entschärfung der Dollarschwäche.

Auch der Yen gab im Jahresverlauf gegenüber dem Euro leicht nach, während das britische Pfund, das 2008 gegenüber dem Euro mehr als 16 Prozent verloren hatte, im vergangenen Jahr um knapp 10 Prozent zulegen konnte.

### *Ausblick*

Der geschilderte Jahresrückblick macht deutlich, dass die wirtschaftliche Erholung in erster Linie der Entschlossenheit der Notenbanken und der einzelnen Regierungen zu verdanken ist. Sie haben mit weltweit koordinierten Zinssenkungen, speziellen Rettungsfonds, fiskalpolitischen Entlastungen, Teilverstaatlichung von Banken und Sonderkonjunkturprogrammen alles Erdenkliche getan, um eine Weltwirtschaftskrise ähnlich der großen Depression der 1930er Jahre zu verhindern. Dies ist geglückt.

„Der Patient Weltwirtschaft hat den Anschlag in 2009 überlebt, aber er wird noch lange auf der Intensivstation behandelt werden.“ So beschrieb es der Chefstratege von Morgan Stanley und Berater des US-Präsidenten auf einer kürzlich stattgefundenen Pressekonferenz.

Daran an schließt sich die Frage nach den unerwünschten Nebenwirkungen dieses ungewöhnlichen Maßnahmenkatalogs und der Nachhaltigkeit der seit Frühjahr eingesetzten wirtschaftlichen Erholung. Viele Wirtschaftsanalysten und Auguren warnen vor den Spätfolgen der ausgeferten Staatsschulden und sehen eine noch größere Kreditblase als die vorangegangene, die am Ende dramatische Folgen für die Geldwertstabilität haben könnte. Schon macht das Gespenst einer Hyperinflation die Runde und der damit einhergehende Zinsanstieg könnte die Erholung der Weltwirtschaft gefährden.

Wir teilen dieses Szenario einer quasi über Nacht einsetzenden rasanten Inflation und eines raschen Kurswechsels in der Notenbankpolitik nicht.

Der amerikanische Notenbankchef bestätigte zwar seine Entschlossenheit bei der Bekämpfung einer drohenden Inflation, machte aber auch gleichzeitig deutlich, dass er vorerst eine lang anhaltende Periode weiter niedriger Zinsen sieht. Ähnlich beschreibt es auch der europäische Notenbankpräsident, der zunächst nicht an einen scharfen Kurswechsel in der Zinspolitik denkt, denn auch im Euro-Raum ist ein bedrohlicher Inflationsschub nicht erkennbar. Vielmehr sind den ersten Schätzungen zur Folge die Inflationsraten auf einem weiter sehr niedrigen Niveau. Die deutsche Inflationsrate für das abgelaufene Jahr liegt gar auf einem Rekordtief von 0,4 Prozent. Abgesehen von möglichen Basiseffekten über beispielsweise weiter anziehende Energiepreise sehen wir für die nächsten vor uns liegenden Monate eher ein stabiles Inflations- und Zinsumfeld.

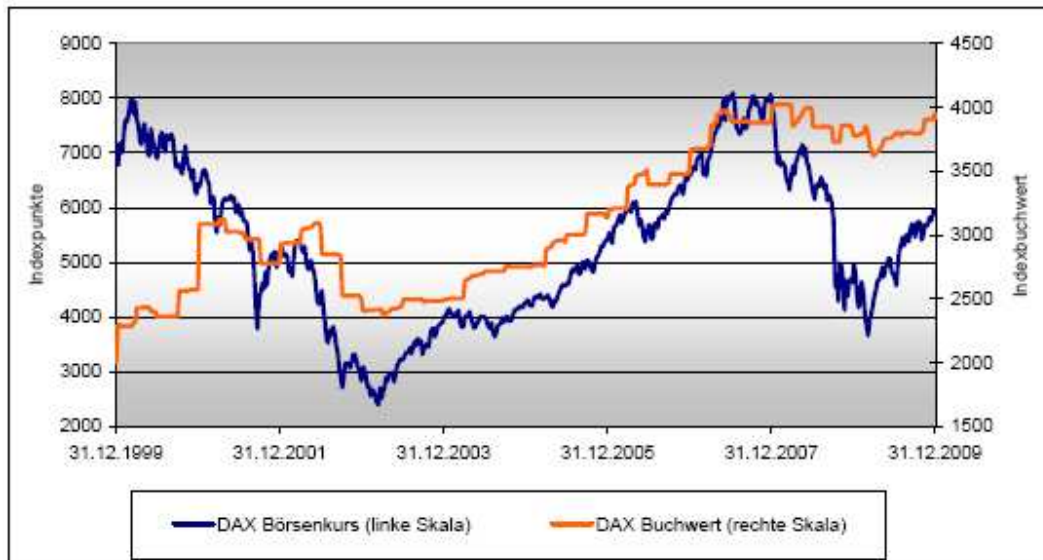
Vor diesem Hintergrund gehen wir davon aus, dass die Notenbanken behutsam in ihrem Kurswechsel agieren und zunächst mit sehr vorsichtigen Schritten ihre Kriseneinsätze zurückfahren werden.

Greifen wir die Frage der Nachhaltigkeit der Erholung auf, so müssen wir feststellen, dass mit China und Indien wichtige neue Stabilisatoren für die Weltwirtschaft entstanden sind, die sich noch weiter etablieren und zügig zu den arrivierten Industrieländern aufschließen werden. China meldete 8,9 Prozent Wachstum im 3. Quartal 2009, Indien wuchs mit 7,9 Prozent ähnlich dynamisch. Zwar ist die US-Wirtschaft von einer solchen Dynamik weit entfernt, aber auch hier kam es zu einem Wachstumsschub von 3,5 Prozent. Darüber hinaus liefern die Industrieproduktion und der Trend in den Auftragszahlen überzeugende Hinweise auf ein solides Fundament für die Fortsetzung des begonnenen Aufschwungs, wenn auch mit einer etwas nachlassenden Dynamik in 2010.

Der Arbeitsmarkt wird dieser Entwicklung erfahrungsgemäß nachlaufen und erst im späteren Verlauf des Jahres 2010 erste positive Signale liefern. Unabhängig davon muss man aber bei Wertung der aktuellen Zahlen konstatieren, dass das System der flexiblen Kurzarbeit offensichtlich ein geeignetes Mittel gegen eine zu zyklische Reaktion auf der Unternehmensseite in Form von direkten Entlassungen ist.

Aus diesem übergeordneten makroökonomischen Umfeld lässt sich als Schlussfolgerung auch ein positives Bild für die zukünftige Entwicklung der Aktienkurse ableiten. Betrachtet man die sechs Rezessionsjahre, so sind die Aktienkurse danach immer deutlich gestiegen. Trotz der eindrucksvollen Kurserholung vieler Indizes seit Anfang März ist die Bewertung der Aktien gemessen an ihren klassischen Kennziffern wie Kurs-Gewinn, Kurs-Cash-Flow und Kurs-Buchwertverhältnis nicht hoch.

***Buchwert DAX-Unternehmen versus Börsenwert***



Gleichzeitig weisen einige Papiere, besonders in der vergleichenden Betrachtung zum Rentenmarkt, hohe Dividendenrenditen von 4 Prozent und mehr auf. Das sind für professionelle Anleger wichtige Kriterien für ihre strategischen Investitionen.

Viele Unternehmen haben sich im Verlauf der Krise sehr konservativ aufgestellt. Dies betrifft insbesondere ihr Liquiditäts- und Kostenmanagement und ihre Investitionspläne. Somit wird auch die Voraussetzung gegeben, schnell in die Profitabilität zu laufen.

Wir können uns vorstellen, dass in den nächsten Monaten noch einige Nachläufer der Krise - insbesondere aus der Bankenwelt - in Form von Wertberichtigungen und leichten Rücksetzern in den Stimmungsindikatoren auftauchen. Die Erholung wird sich demzufolge nicht gradlinig fortsetzen und volatile Börsen zur Folge haben. Wir werden deshalb, wie im vergangenen Jahr auch, die Investitionsgrade sehr beweglich halten und auf die taktische Absicherung Ihres Portfolios nicht verzichten.

Bei der Auswahl der Aktieninvestments mit dem Schwerpunkt Europa achten wir wie gewohnt auf deren fundamentale Preiswürdigkeit in der Kombination mit hohen Dividendenrenditen.

Ebenso bleiben wir positiv für ausgesuchte Anlagen in den Schwellenländern und Rohstoffsektoren, die wir bereits im vergangenen Jahr in unseren Dachfondskonzepten stärker berücksichtigt haben.

Bei den Rentenengagements werden wir uns vorerst weiter auf beste Bonitäten und kürzere Laufzeiten beschränken, um bei einem entsprechenden Richtungswechsel des Zinstrends dann allmählich längere Laufzeiten aufzubauen.