

Marktübersicht

08.02.2010 – 13.02.2010 (Nr. 07/10)

Zufall oder Methode?

Eine Woche nachdem die Krise um die Verschuldung der Mittelmeerstaaten der Eurozone virulent wurde und Staatsanleihen erhebliche Renditeaufschläge verkrachten, wertet die nächste "sichere Assetklasse" deutlich ab: **Immobilien**. Mehrere (geschlossene) offene Immobilienfonds haben ihren Gebäudebestand offenbar nochmals angeschaut. (Siehe auch → [Analyse vom 2.11.2008.](#), Seite 2+3) Das Ergebnis ist ernüchternd: Bei den Immobilienfonds bürgert sich eine Abwertungsquote von 20 % als Normalfall ein. Der *Morgan Stanley P2* hat bereits im Herbst seinen Gebäudebestand um ein Fünftel wertberichtigt. Nun folgen der *TMW Immobilien Weltfonds* und der *DEGI Global Business*.

Welches krasses Mißverhältnis zwischen Chance und

Risiko bei den "sicheren Assetklassen" aktuell wieder herrscht, wird deutlich, wenn man die maximalen Erträge mit dem Kursrisiko vergleicht. Immobilienfonds erwirtschaften derzeit Jahresrenditen von etwas mehr als 2 % p.a. Das Abwertungsrisiko beträgt also 6-10 Jahresrenditen. Staatsanleihen-Gläubiger sehen sich aktuell einem ähnlichen Abwertungsrisiko ausgesetzt. Immer, wenn vermeintlich sichere Anlageklassen größere Abschläge hinnehmen müssen, leiden auch risikobehaftete Assetklassen.

Vor diesem Hintergrund verwundert es schon ein wenig, wenn die üblichen Marktschreier immer noch den *Wirtschaftsaufschwung* bemühen und insbesondere bei Aktien und Rohstoffen "Raum für weitere Kursaufschläge" sehen.

	Trend strategisch	Trend taktisch	aktueller Impuls	Seite		Trend strategisch	Trend taktisch	aktueller Impuls	Seite	
Themen der Woche	Anleihenkrise			4	Amerika	S & P 100	→	→	6 %	
						S & P 500	→	→	6 %	
	Biotechnologie			3		Russell 2000	→	↗	6 %	
		Sirtex Med		4		Nasdaq	↗	↗	6 %	
						Bovespa(Bras.)	↗	↗	7 %	
					TSX(Kanada)	→	↗	5 %		
Europa	EuroStoxx	↘	↘	10 %	2	Asien	Apex	→	↗	4 %
	CAC (F)	↘	↘	10 %			Nikkei (J)	→	↘	9 %
	IBEX (ES)	↘	↘	14 %			Kospi (Korea)	→	↗	7 %
	SMI (CH)	↗	↗	3 %	2		HSI(HK)	↘	↗	8 %
	DAX	↘	↘	8 %			SSE(China)	→	→	13 %
	ATX (A)	↗	↗	10 %			Sensex(Indien)	→	→	8 %
	CeCe	→	↗	9 %			ASX (AU)	→	→	7 %
	Bund-Future	↗	↘			Rohstoffe	UBS Commodity I.	→	↘	9 %
	USD/EUR	↗	↘				Agrarrohstoffe	→	→	11 %
	USD/AUD	→	↘				Industriemetalle	↘	↗	17 %
	Edelmetalle	→	↗	11 %			Öl	→	→	10 %

Veränderungen gegenüber der Vorwoche sind farbig dargestellt.

rote Pfeile weisen auf eine Korrektur nach unten, blaue Pfeile auf eine Korrektur nach oben hin.

aktueller Impuls: Veränderungen seit dem Low der letzten Korrektur bzw. seit dem letzten Verlaufshoch;

Trend (strategisch) reflektiert den Trend des Marktes auf der Basis eines Wochencharts;

Trend (taktisch) gibt die Handelsrichtung auf der Basis eines Tagescharts wieder.

Aktienmärkte

Wir sehen eine Zweiteilung der Welt. In Asien, Latein- und Nordamerika erholen sich die Notierungen auf breiter Front von den Abgaben seit Jahresbeginn. Auf der anderen Seite schwächelt Europa weiterhin. Es fällt insbesondere die Schwäche der *großen Volkswirtschaften*, also Deutschland, Frankreich und Spanien ins Auge. Osteuropa mit Österreich als vorgeschaltetem Markt und die Schweiz weisen dagegen eine relative innere Stärke auf.

Bei der Schweiz handelt es sich möglicherweise um einen Artefakt. Schließlich dominieren *Banken, Nahrungsmittel- und Pharmaunternehmen* den SMI. Ein Blick auf die Sektorenübersicht zeigt, dass diese Branchen weiterhin zu den Outperformern gehören.

Im Ergebnis bleibt ein deutlich vernehmbares Mißtrauen der Investoren gegenüber Europa, das seine Ursache höchstwahrscheinlich in der Auseinandersetzung der Marktteilnehmer mit den Konsequenzen hoher Staatsdefizite in Währungsverbänden hat. Dazu weiter unten mehr.

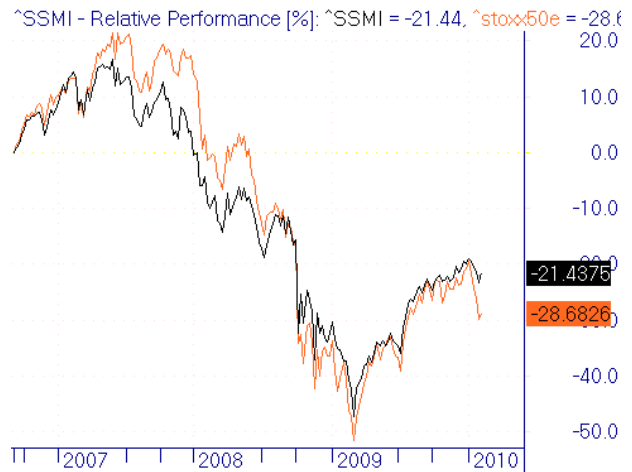


Abbildung 1: Kursentwicklung des SMI und des EuroStoxx im Vergleich

Sektorübersicht

GICS-Sektoren	USA		Australien		Singapore		Europa		Stoxx-Sektoren
	strat.	takt.	strat.	takt.	strat.	takt.	strat.	taktisch	
Materials	→	↗	→	↗	→	↗	↘	↗	Chemie Grundstoffe Bau
Energy	↗	↗	→	↘	→	↗	→	↗	Gas & Öl
Financials	→	↘	↘	↘	→	↗	↘	↘	Banken Finanzdienstleister Versicherungen REIT's
Industry	→	↗	→	↗	→	↗	→	↗	Industrie Automobile
Consumer Staples	↗	↗	→	↗	↗	↗	↗	↗	Konsum Nahrungsmittel
Consumer Discretionary	→	↗	→	↗	↗	↗	↗	↗	Touristik Medien
Utilities	→	↘	→	↘	→	↗	↗	↘	Versorger
Technology	↘	↗	↗	↗	→	↗	↗	↘	Technologie
	→	↗	↘	↘	→	↗	↘	↗	Telecoms
Health Care	→	↗	→	↗	↗	↗	↗	↗	Pharma

Wie in Erholungsphasen üblich, wenden sich die Marktteilnehmer wieder den Titeln zu, mit denen sie in der jüngeren Vergangenheit gute Erfahrungen gemacht haben. Die bisherigen Outperformer sind aktuell auch wieder Lieblinge der Investoren.

Im nebenstehend abgebildeten Vergleich der *US-Pharmawerte* und ausgewählten *Biotechnologie Unternehmen* ist in beiden Fällen ein intakter Aufwärtstrend erkennbar. Auffallend ist jedoch die relative Schwäche der *Pharma-Werte* seitdem faktischen Scheitern der US-Gesundheitsreform. Die *Biotech-Werte* haben die Herbst-Korrektur inzwischen wieder egalisiert und bereiten gerade ein erneutes Kaufsignal vor.



Abbildung 2: Kursverlauf des Healthcare-Sektors im Vergleich zu einem *Biotech-ETF*

Ein Blick auf den Langfristchart des *IBB* (Abb. 3) zeigt dann recht eindeutig die Grenzen des Wachstums in diesem Sektor. Der ETF notiert aktuell bei 84\$. Im Bereich 90 -94 \$ endeten in den Jahren 2004,2006, 2007 und 2008 ähnliche Aufwärtstrends dieses Sektor-ETF's. Das Kurspotenzial eines möglichen Kaufsignals ist also begrenzt – es sein denn, der Sektor bereitet einen Regime-Wechsel vor.

Die Hoffnung darauf trugte in den letzten Jahren regelmäßig. Leider passt ein erneutes Scheitern an der 90 \$-Grenze in das allgemeine Marktumfeld. Im Umkehrschluß ist damit auch eine Ende der Hausse der Pharmaunternehmen ableitbar.



Abbildung 3: Kursverlauf des Ishares Biotechnology ETF

Unser ehemaliger Depotwert, die *Sirtex Med* ist ein typischer Biotech-Pharma-Wert. Mittels nanokristalliner Materialien werden radioaktive Isotope oder Gold selektiv in Krebszellen eingeschleust, die dann dort ihr Zerstörungswerk vollziehen.

Der Chart weist das Unternehmen als lupenreinen Darvas-Wert aus. Die jüngste Kurskorrektur hat die Notierungen punktgenau an das bisherige Allzeithoch aus dem Jahre 2007 herangeführt. Vor dem Hintergrund der sehr ambitionierten Bewertung (P/E-Ratio: 31, im Vergleich zum Sektor mit 17) und dem recht nachhaltigen Bruch des Aufwärtstrends ist die weitere Kursphantasie begrenzt. Wegen der des Quasi-Alleinstellungsmerkmals als zugelassene Nanotechnologie-Therapie sollte das weitere Abwärtspotenzial jedoch auch gering sein. Falls sich am Markt die Zweifel ob der hohen Bewertung durchsetzen, ist eine Absicherung auf dem Top des Jahres 2008 möglich. Deshalb ist ein Wiedereinstieg zielführend und wird in den nächsten Tagen vollzogen.



Abbildung 4: Kursverlauf der Sirtex Med (in AUD)

Anleihenkrise

Der Universitätsprofessor (University of Yale) und ehemalige IFW-Chef *Kenneth Rogoff* hat bereits zum Jahreswechsel eine Untersuchung mit dem Titel *“Growth in Time of Dept”* veröffentlicht. Darin leitete er aus statischen Daten der letzten 100 Jahre ab, welche Wachstumsperspektiven für verschuldete Länder bestehen.

Die Ergebnisse sind ernüchternd. Unabhängig vom Entwicklungsgrad einer Volkswirtschaft sinkt deren Wachstumspotenzial signifikant, wenn die Staatsverschuldung größer wird, als 90 % des BIP. Er räumt weiterhin mit der Mär auf, eine hohe Staatsverschuldung würde unweigerlich in einem Inflationsszenario münden. Hierfür gibt es keine statistischen Belege. **Ob ein Inflationsspfad beschritten wird, liegt folglich im Ermessen eines (souveränen) Staates. Inflation entsteht nicht einfach. Sie ist das Ergebnis des immer gleiche Wechselspiels staatlicher Organe.**

Der Abbau von Staatsschulden ist nur bis zu einer gewissen Grenze möglich. Laut Rogoff ist eine Staatsverschuldung von mehr als 100 % des BIP nicht durch staatliche Maßnahmen planbar zurückführbar. Ein derart überschuldeter Staat ist also nur durch äußere Faktoren entschuldbar.

Welche Optionen hat ein derart überschuldeter Staat, um aus eigener Kraft agieren zu können?

Staaten mit eigener Währung, eigener Notenbank und fiskalpolitischer Unabhängigkeit haben stets die Möglichkeit, neues Geld auszugeben und damit letztlich die Inflation zu befeuern. Je größer der Anteil an ausgegebenen Staatsanleihen in eigener Währung und je größer der Anteil ausländischer Gläubiger, desto vorteilhafter ist dieser Weg.

Die USA hat sich nach dem zweiten Weltkrieg durch Inflationierung erfolgreich von seinen Kriegsschulden befreit. Das Beste: Die Hauptlast in diesem Prozess tragen die zumeist ausländischen Anleihehalter. Je höher die Inflation ist, desto schneller ist die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes. Die lokalen Unternehmen profitieren von derart kurzgeschlossenen Kapitalkreisläufen, weshalb tendenziell ein höheres Wirtschaftswachstum zu erwarten ist.

Ein Problem gibt es aber doch: die Kapitalmärkte stellen sich rasch auf die Inflationsentwicklung ein und verlangen dann angemessene Zinsen. Dies steht natürlich dem Entschuldungsprozess entgegen. Den Staaten steht hierfür jedoch die Ausgabe von Zwangsanleihen an staatliche Unternehmen offen. England macht aktuell gerade vor, wie dieses Instrument eingesetzt werden kann: Zuerst wird das nationale Banksystem verstaatlicht. Dann zwingt man die Geldinstitute unter dem Vorwand einer angemessenen Eigenkapitalausstattung zur Abnahme (staatlich garantierter) Anleihen und gibt das Eigenkapitalrisiko abschließend als *CoCo-Anleihen* verpackt an den Kapitalmarkt weiter.

Länder mit fiskalpolitischer Souveränität aber keiner eigenen Währung und keiner eigenen Notenbank (Eurozonen-Staaten) und souveräne Staaten, die hauptsächlich Anleihen in Fremdwährungen emittiert haben (Argentinien, Seychellen), haben entweder keine Möglichkeit, den Inflationspfad zu begehen, oder dieser ist nicht zielführend.

Ihnen bleibt außer einer strikten Sparpolitik nur der Weg der Nichtbedienung der Anleihen. Streng genommen folgt der Zahlungsausfall fast zwangsläufig auf eine Staatsverschuldung größer als 100 %. Die rigiden Sparmaßnahmen rauben der Volkswirtschaft jegliches Wachstumspotenzial.

Im Ergebnis kann man erwarten, dass sich die EZ-Mittelmeerstaaten zunächst bemühen, durch Sparen die Defizite abzubauen. Gemäß Kenneth hat dies Unterfangen kaum Erfolgsaussichten weil im Zuge der Sparorgie die Ökonomie derart abgebremst wird, dass die zusätzlichen Ausgaben für die sozialen Sicherungsnetze die Schuldenlast noch vergrößern. Dann folgt der Zahlungsausfall.

Vor diesem Hintergrund kommen den Bemühungen der EU-Mitgliedsstaaten zur Stützung der Mittelmeerstaaten eine tragende Bedeutung zu. Da sich in Spanien, der viert größten EU-Volkswirtschaft, offenbar die größten Defizite bündeln, dürften die Maßnahmen die Märkte nur temporär stabilisieren.

Für die USA und Japan zeichnet sich dagegen ein Inflationsszenario ab, bei dem die ausländischen Gläubiger die Anpassungslast tragen. Es ist kaum vorstellbar, dass die Inflation auf den *USD/JPY*-Währungs-Raum begrenzt bleibt. Ein importierter Inflationspfad verzögert den Anpassungsprozess in den angeschlagenen EU-Ländern.

FAZIT Für eine überschaubare Zeit sind "sichere Anlageformen" mit neuen Risiken belegt, die nur ansatzweise eingepreist sind. Ob das Deflationszenario der aus der Analyse der [Vorwoche](#) Realität wird, oder ein Inflationspfad beschränkt wird, bestimmt die USA. (Stichwort: [Hegemonie](#)).

Da man auf Anleihen im Depot nicht vollständig verzichten kann, gibt diese kleine Betrachtung zumindest eine Orientierung für die Gewichtung der Auswahlkriterien.

Disclaimer. Der Autor übernimmt keinerlei Gewähr für die Aktualität, Korrektheit, Vollständigkeit oder Qualität der bereitgestellten Informationen. Haftungsansprüche gegen den Autor, welche sich auf Schäden materieller oder ideeller Art beziehen, die durch die Nutzung oder Nichtnutzung der dargebotenen Informationen bzw. durch die Nutzung fehlerhafter und unvollständiger Informationen verursacht wurden, sind ausgeschlossen. Der Nachdruck, die Verwendung der Texte, die Veröffentlichung Vervielfältigung ist nur mit ausdrücklicher Genehmigung des Autors gestattet.