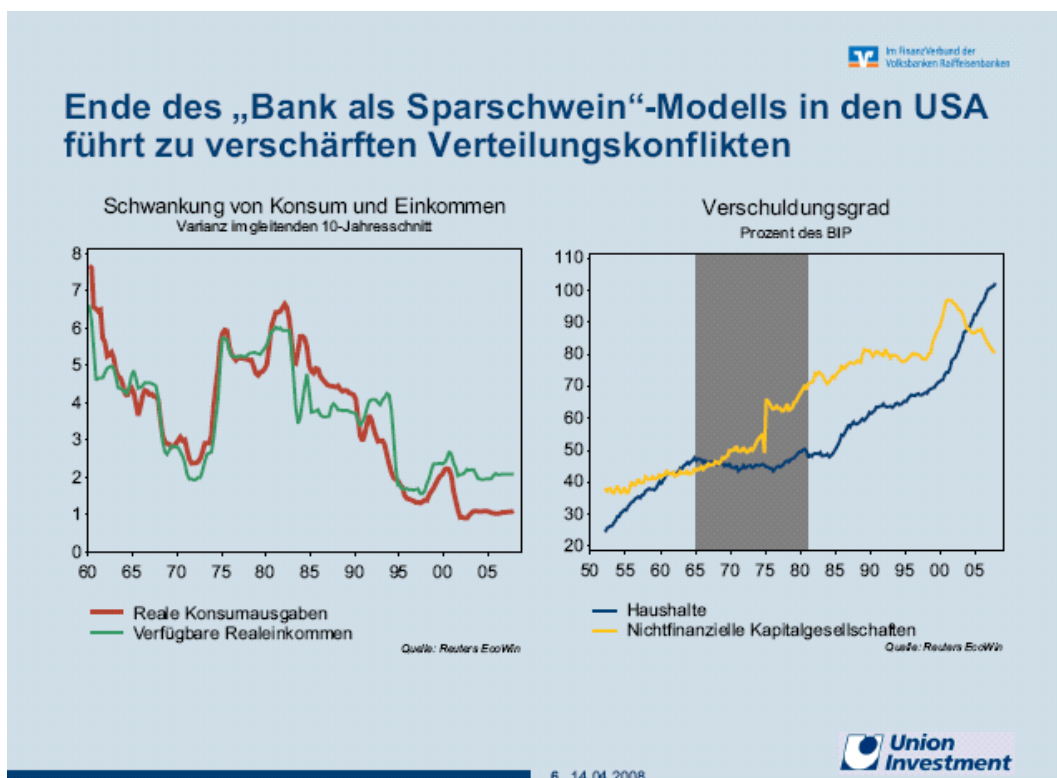


Investment-Szenario: Zurück in die Siebziger?

von Ernst-Ludwig Drayß, Vorstand Berlin & Co AG

„Zurück in die Siebziger“ lauteten jüngst einige Schlagzeilen zu dem aktuellen Geschehen in der globalen Wirtschaft und an den Kapitalmärkten. Gemeint ist damit, dass es heute einige verblüffende Parallelen zu den siebziger Jahren des vergangenen Jahrhunderts gibt. Damals wie heute beschäftigten wir uns mit Entwicklungen wie „Ölpreisschock“, schwachem US-Dollar, steigenden Preisen für Gold und andere Rohstoffe, Verteilungskämpfen, „Stagflation“ und gesellschaftlicher Neuorientierung. Zwar sind die Ursachen nicht unbedingt vergleichbar, dennoch glauben wir schon, dass das Investment-Szenario der kommenden Jahre demjenigen der siebziger Jahre ziemlich ähnlich sein könnte – wenn auch mit unterschiedlichen Wirkungszusammenhängen.

Von großer Auswirkung dürften heute Ausmaß und Länge der US-Rezession sein. Die US-Wirtschaft ist sehr stark vom privaten Konsum abhängig. Und dieser wiederum wurde wesentlich von der Entwicklung der Immobilienpreise und den Verschuldungsmöglichkeiten und -kosten beeinflusst. Beide Faktoren wirken jedoch die nächste Zeit offensichtlich negativ. Als Folge der Finanzkrise werden Kredite nicht mehr leicht und billig zur Verfügung stehen. Und die Immobilienpreise sind rückläufig. Die über viele Jahre gestiegene Relation der „privaten Verschuldung zum Einkommen“ sollte deswegen bestenfalls stagnieren, eher zurückgehen. Das war zuletzt in den siebziger Jahren der Fall (siehe Chart). Das bedeutet, dass sich die US-Wirtschaft wahrscheinlich mit gravierenden Strukturveränderungen konfrontiert sieht. Ob die Exportwirtschaft eine nachlassende Konsumdynamik (bzw. sogar rückläufige Konsumneigung) kompensieren kann, muss angesichts der geringen Wettbewerbsfähigkeit vieler US-Produkte bezweifelt werden.



Globale Aufblähung der Geldmenge als Folge der Ungleichgewichte

Auch das globale Bild verheißt nichts Gutes. Über Jahre hinweg herrschte, vereinfacht ausgedrückt, ein „stabiles Ungleichgewicht“. Den amerikanischen Handelsdefiziten standen stark steigende Währungsreserven der Überschuss- und Rohstoff-Länder entgegen. Große Beachtung finden heute die „Staatsfonds“, welche aus den ungewöhnlich hohen Währungsreserven der jeweiligen Staaten gespeist werden (z.B. China, Abu Dhabi). Gleichzeitig hängen die Währungen vieler Überschussländer mehr oder weniger am US-Dollar, d.h. der Wechselkurs zum US-Dollar wird künstlich durch Interventionen stabil gehalten, was einerseits die Währungsreserven weiter erhöht und andererseits gleichzeitig die globale Liquidität „aufbläht“. Im Ergebnis führt dies zu einer höheren Inflation, wie sie sich beispielsweise nicht nur bei Öl- und Rohstoffen, sondern auch bei Nahrungsmitteln ausdrückt. Diese trifft wiederum die Bevölkerung in den Entwicklungsländern (mit höherem Anteil von Nahrungsmitteln in den Warenkorb) überproportional hart.

Aus diesem globalen Bild ergeben sich vor allem die Risiken der „Stagflation“ – geringes Wachstum bei hoher Inflation, eines weiter fallenden US-Dollars (bzw. eines sich verstärkenden Zwangs zur Aufwertung vor allem asiatischer Währungen), zunehmende protektionistische Tendenzen (vor allem auch in den USA) und einer globalen wirtschaftspolitischen Kehrtwende zu wieder mehr staatlichen Eingriffen.

Anlagestrategie von Berlin & Co: Zu defensiv?

Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Anlagepolitik bereits vor einiger Zeit defensiver ausgerichtet und insbesondere den Anteil von Aktien und festverzinslichen Anlagen reduziert. Die Überlegung hierzu vereinfacht dargestellt: Die langfristige Tendenz steigender Gewinnquoten wird sich wieder umkehren und die anziehende Inflation letztlich höhere Zinsen verursachen. Unsere defensive Portfolioausrichtung wirkte zunächst 2006/2007 dämpfend auf die Performance, da insbesondere deutsche Aktien noch zwei glänzende Performance-Jahre hinlegten. Zuletzt fühlen wir uns jedoch zunehmend bestätigt.

Die Anlagestrategie von Berlin & Co ist insgesamt von der Erwartung stark volatiler Märkte und tendenziell eher rückläufiger Aktien- und Anleihenurse geprägt. Auch Portfolioabsicherungen werden deswegen opportunistisch eingesetzt.

Um in gemischten Portfolios dennoch das nachhaltige Ziel eines Ertrages von 5 bis 6 % p.a. zu erreichen, ist ein hoher Diversifikationsgrad unter Einbeziehung verschiedenster Anlagesegmente notwendig. So sind im Portfolio nicht nur kurzlaufende (unter steigender Inflation weniger leidende) festverzinsliche Anlagen, sondern auch Aktien, Immobilienfonds, Gold und Rohstoffe enthalten. Der Schwerpunkt liegt allerdings bei Anlagemöglichkeiten, welche Marktschwankungen ausnutzen und nicht nur auf steigende Kurse setzen, d.h. bei sog. „**Absolute Return-**“ oder „**Hedgefonds**“.

Aktienanlagen haben einen vergleichsweise geringen Anteil und konzentrieren sich auf Themen wie Infrastruktur, Schwellenländer, Ressourcen. Hinzu kommt ein ausgewählter Fonds, welcher schwerpunktmäßig in Aktien investiert, bei denen Abfindungsangebote mit Nachbesserungsmöglichkeiten bestehen (und die deswegen ein sehr begrenztes Kursrisiko haben). Dabei ist uns bewusst, dass hohe Wertsteigerungen der Portfolios nur bei einer deutlich höheren Aktienquote möglich wären. Andererseits gilt unser Augenmerk weiterhin eher der Vermeidung von Verlustrisiken – auch wenn damit „Strohfeuer“ am Aktienmarkt verpasst würden.

Bei **festverzinslichen Anlagen**, welche wir an sich wegen der gestiegenen Inflationsgefahren für wenig attraktiv halten, haben wir dennoch Fonds, welche in infolge der Finanzkrise übermäßig gedrückte „Credits“ investieren, aufgebaut (Genussscheine, Nachranganleihen). Als immer attraktiver erachten wir Anlagen in Mikrofinanz, nicht vorrangig, aber *auch* wegen des ethischen Aspektes.

Trotz aller Volatilitäten dürften Investments in **Rohstoffen einschließlich Gold und Ressourcen** nachhaltig attraktiv bleiben und einen Megatrend (Verteilung der Ressourcen) widerspiegeln. Deutliche Rückschläge müssen in teilweise überhitzten Märkten dabei einkalkuliert werden.

Als stabiler Ertragsbringer sind im Portfolio weiterhin ausgewählte **offene Immobilienfonds** vertreten.

Strukturierte Produkte (Zertifikate) setzen wir selektiv dort ein, wo sie unsere Investmentmeinung abbilden. Komplexere Strukturen, die im Zertifikateboom der letzten Jahre immer üblicher geworden sind, lassen sich nicht nur schwer bewerten (deswegen erbringen sie den begebenden Banken oft hohe Margen und werden entsprechend gerne emittiert), sondern auch oft fraglich erscheinen, ob Anleger selber überhaupt noch definieren können, auf welche Marktentwicklung sie mit diesen Konstruktionen eigentlich setzen.

Insgesamt sehen wir als **vorrangige Investmentthemen** für die nächsten Jahre: Energie, Ressourcen, Nahrungsmittel, Bildung, Altersvorsorge sowie als beherrschende wirtschaftspolitische Themen „Einkommensverteilung“, „Ökologie“ und Inflation. Diese Themen sind die wesentlichen Einflussfaktoren für unsere Asset Allokation.

Frankfurt, 28. Mai 2008
Ernst-Ludwig Drayß