

## Monatsbericht Mai 2009

Strategiebericht des Fondsmanagers

### Wer's glaubt wird selig



Seit dem 9. März 2009 steigen die Aktienkurse wieder auf breiter Front. Manch ein Investor hat den Teilhaberpapieren diese Eigenschaft fast nicht mehr zugetraut, da es für den Aktienmarkt in den letzten Monaten fast nur eine Richtung gab, nämlich nach unten. Damit sind aber unterm Strich lediglich die Verluste des laufenden Jahres wieder wettgemacht worden. Seit Anfang Jahr verlor der Weltindex S&P Global 27% an Wert und ist seit dem 9. März um fast den gleichen Wert wieder gestiegen.

Das wichtigste Thema, das weltweit in diesem Zusammenhang diskutiert wird, dreht sich um die Frage, ob wir es mit einer nachhaltigen Trendwende oder aber lediglich wieder mit einer Bärenmarkttrally zu tun haben. Zur Beantwortung dieser Frage ist es hilfreich, auf die Ursachen dieses Kursanstiegs kurz einzugehen.

Der wichtigste Treiber für die Kurserholungen dürften die überraschend positiven Quartalsabschlüsse der Finanzinstitute gewesen sein. Nachdem von besonders stark unter der Krise leidenden Banken wie Citigroup oder Bank of America Quartalsgewinne in Milliardenhöhe gemeldet wurden, hat sich mittlerweile die Hoffnung breit gemacht, die Krise könnte sich ihrem Tiefpunkt genähert haben, was als Kaufsignal gedeutet wurde.

Wie ich bereits im Interview mit der Finanz & Wirtschaft-Zeitung im Dezember letzten Jahres gesagt habe, sind viele pessimistische Erwartungen in den Aktienkursen vieler Unternehmen bereits eingepreist. Bei Wertpapieren aus dem Finanzsektor ist jedoch weiterhin grösste Vorsicht geboten. Aufgrund unserer Value-Strategie achten alle unsere ARVEST-Analysten ganz besonders auf eine solide Bilanz der Unternehmen, bevor wir uns am Ende des Analyseprozesses allenfalls für eine Investition entscheiden. Das Kriterium einer soliden Bilanz ist jedoch bei vielen Finanztiteln trotz positiver Quartalsergebnisse noch längst nicht erfüllt.

### Aufweichung der Bilanzierungsregeln

Abgesehen davon, dass die Beurteilung einer Bankenbilanz ohnehin keine einfache Sache ist, kommt noch hinzu, dass selbst die zur Verfügung stehenden Zahlen zur Analyse mittlerweile nur noch beschränkt bis gar nicht aussagekräftig sind. Die Aufweichung der Bilanzierungsregeln ist nicht weit entfernt von der Legalisierung dessen, was Madoff mit seinem Investmentfonds betrieben hat: Die Vermögenswerte werden nicht mehr nach gegenwärtigen Marktpreisen bewertet, sondern nach

eigenem Wunschdenken. Weniger kritische Stimmen würden hier eher den Begriff *eigene Modellrechnung* favorisieren. Viele Finanzinstitute stehen weiterhin auf derart wackligen Beinen, dass man die Lösung der Probleme darin zu sehen scheint, erneut illusorische Bewertungen in die Bilanzen einfließen zu lassen. Das Verstecken von Risiken und Verlusten führt aber auch in Zukunft nicht zu deren Verschwinden.

Banken haben operativ stets einen Gewinn erwirtschaftet, zumindest in den angestammten Geschäftsbereichen. Sowohl im Zinsdifferenzgeschäft als auch im Kommissionsgeschäft wurden selbst im letzten Jahr bei den meisten Banken satte Gewinne realisiert. Die Citigroup beispielsweise hat im letzten Jahr in diesen beiden Bereichen einen operativen Ertrag in Höhe von fast 76 Mia. USD erwirtschaftet. Das Problem in den vergangenen Quartalen waren nicht die operativen Gewinne, sondern hauptsächlich die Abschreibungen auf den Aktiven in der Bilanz.

Trotz der Quasi-Abschaffung der Mark-To-Market-Regel ist der Finanzsektor noch nicht einmal vordergründig aus dem Gröbsten raus. Nach den aussergewöhnlichen Abschreibungen kommen nun auch die ganz gewöhnlichen Abschreibungen aus Kreditverlusten hinzu, die in jeder Rezession notwendig werden. Banken bereiten sich auf diesen regelmässig wiederkehrenden Sturm vor, indem sie Rückstellungen für solche Kreditverluste bilden. Während die Citigroup per Ende März Rückstellungen in Höhe von 4.5% der ausstehenden Kredite gebildet hat, lag diese Quote bei der Bank of America bei gerade einmal 2.5% (Ende Dezember). Aufgrund der Schwere der Krise sind jedoch Ausfälle von bis zu 10% aller ausstehenden Kredite nicht unwahrscheinlich. Demnach müsste die Citigroup zusätzliche Rückstellungen in Höhe von mindestens 45 Mia. USD bilden, die BoA sogar in Höhe von über 75 Mia. USD.

### Krise noch lange nicht vorbei

Somit ist klar, dass auch in Zukunft gerade im Finanzsektor mit weiterhin erheblichen Kursschwankungen gerechnet werden muss. Das ARVEST-Anlagekomitee sieht daher bis auf einzelne Ausnahmen keinen Grund, wieder verstärkt in den Finanzsektor zu investieren. Die grössten Verlierer von gestern werden sehr wahrscheinlich vorerst auch die Verlierer von morgen bleiben. Zudem gibt es genügend Unternehmen ausserhalb des Finanzsektors, die ebenfalls starke Kurseinbrüche hinnehmen mussten, aber aufgrund einer soliden Bilanz und der Geschäftsaussichten ein weitaus besseres Chancen-/Risikoprofil aufweisen.

Unsere Schlussfolgerung: Lassen Sie sich von einzelnen positiven Quartalsabschlüssen nicht blenden, da das Zahlenmaterial mit den vorherigen Daten nicht mehr vergleichbar ist. Basis eines Anlageentscheids bleibt weiterhin eine fundierte Analyse und eine in Zukunft noch grössere Portion Misstrauen.

30.04.2009

ARVEST Funds AG,  
Beyzade Han, Fondsmanager