



Quartals- und Jahresbericht

Der Beginn der neuen Dekade

Gerade hat eine neue Dekade begonnen, und damit ist das neue Jahrtausend bereits wieder 10 Jahre alt. Allen Crash- und Weltuntergangsgurus zum Trotz dreht sich die Erde überraschenderweise immer noch! Auch wenn es in der jüngsten Vergangenheit heftige Verwerfungen und Krisen gab, wurden alle diejenigen Lügen gestraft, die der Menschheit düstere Zeiten mit einem Zusammenbruch des Weltfinanzsystems, ja sogar einem Rückfall in das Steinzeitalter prophezeit haben. Jetzt, da sich die Wirtschaft allerorts wieder erholt, erkennen die Propheten bereits neue Blasen, die bald platzen könnten. So sieht zum Beispiel die Börsenlegende Marc Faber in den USA im Extremfall eine Hyperinflation, die die restliche Welt stark in Mitleidenschaft ziehen und mit Unruhen und Kriegen zum totalen Zusammenbruch führen kann. Andere Experten sprechen von der „Bailout-Bubble“, also der Rettungsblase, die durch den massiven Einsatz von Staatsgeldern geschaffen wurde. Diese sei größer als alle vorherigen und müsse unweigerlich platzen, was den US-Dollar nahezu wertlos werden ließe und auch Immobilien zu weiteren Verlusten führen würde. Dies postuliert der angesehene Trendforscher Gerald Celente vom amerikanischen „Trend Research Institut“.

Auf der anderen Seite stehen Investmentlegenden wie Warren Buffett, der nach dem Einstieg bei einer amerikanischen Eisenbahngesellschaft mit den Worten zitiert wurde: „Die besten Jahre der USA liegen noch vor uns ...“. Aber auch die gegenwärtig erfolgreichste US-Bank Goldman Sachs wird damit zitiert, dass 2010 der Übergang von einer hoffnungsgetriebenen Phase hin zu einer wachstumsgetriebenen Marktphase gelingen werde und europäische Aktien 20 % steigen werden.

Die Zukunftsszenarien gehen in Zeiten wie diesen naturgemäß weit auseinander. Wichtiger denn je ist es deshalb, einen klaren Blick auf die tatsächliche Faktenlage zu werfen.

Über die Bedeutung und den Wert von Prognosen

In einer langfristigen Ex-post-Betrachtung der Prognosen des Sachverständigenrats der deutschen Bundesregierung, auch die fünf Wirtschaftsweisen genannt, zum erwarteten BIP-Wachstum für Deutschland lässt sich feststellen, dass die Prognosen der Experten zu 49 % zutrafen. Dies ist nicht einmal die Hälfte, was uns zu denken gibt. Man sollte doch annehmen können, dass die geballte Researchpower von hervorragend ausgebildeten Universitätsprofessoren und deren zahlreichen Assistenten die allerbesten Voraussetzungen für derartige Prognosen mit sich bringt. Andere Institute liegen aber auch nicht besser. Eine neuere Studie der University at Albany, New York, zeigt auf, dass BIP-Prognosen, die einen längeren Zeitraum als 1,5 Jahre betrachten, eigentlich wertlos sind.

Auch bei den sogenannten „Börsen-Gurus“ kann keine dauerhafte Prognosefähigkeit festgestellt werden. So liegen Analysten, die einige Jahre sehr treffsicher waren, in den folgenden Jahren besonders stark daneben ...

Nüchterne Betrachtung der aktuellen Situation

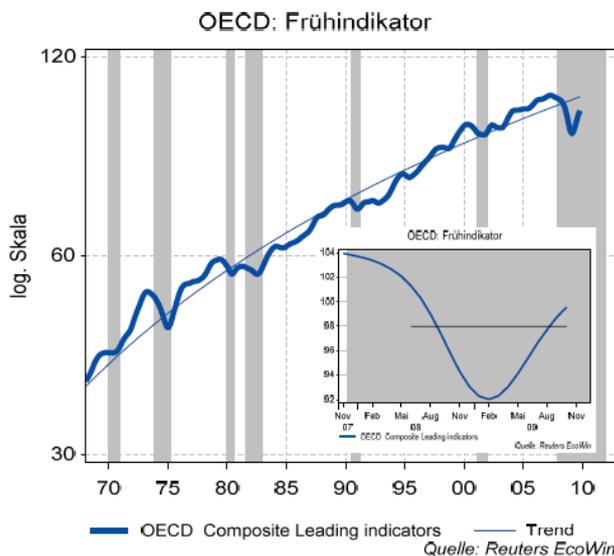
Wo stehen wir nach der größten Finanzkrise seit dem Zweiten Weltkrieg?

Bei einem Blick auf die Indexstände an den internationalen Finanzmärkten könnte man den Eindruck gewinnen, dass hier bereits wieder „business as usual“ eingeleitet ist. Nur 30 % fehlen dem Dow Jones Index bis zu den alten Höchstständen, auch beim Deutschen Aktienindex DAX ist es bis zum „All Time High“ nur wenig mehr. Die brasilianische Börse hat währungsbereinigt die alten Höchststände bereits wieder erreicht und dabei gut 180 % zugelegt. Investmentbanken vermelden wieder Rekordgewinne, und die für Infrastrukturaufbau maßgeblichen Industrie-Rohstoffe wie Kupfer notieren zu absoluten Top-Kursen. China wird zunehmend zum Zugpferd der Weltwirtschaft und wuchs mit knapp 9 % in den letzten 12 Monaten. Sieht so eine Krise aus?

Die Krise muss langfristig betrachtet und beachtet werden

Die Weltwirtschaft erholt sich seit über sechs Monaten, und die geldpolitischen Anreize und Stimulusprogramme der Staatengemeinschaft haben hier die Wende herbeigeführt. Grob gerechnet wurden von den Regierungen 2,5 Billionen USD an Konjunkturlösungen in den Wirtschaftskreislauf gepumpt. Diese Fördermaßnahmen werden allerdings größtenteils in 2010 auslaufen. Aufgrund der immensen Geldmengenausweitung und der damit einhergehenden Inflationsgefahren müssen diese Stimulierungsprogramme sogar beendet werden. Ganz zu schweigen von der schweren Schuldenlast, die die Staaten dadurch zu tragen haben.

Amerikanische Wirtschaftsexperten haben ermittelt, dass die Wirkung von Konjunkturpaketen am Anfang am stärksten ist. Mit zunehmender Dauer und Höhe nimmt die Wirkung wieder ab, um sich schließlich auf null einzupendeln. Aus dieser Warte würden weitere Konjunkturprogramme zwar hohe Kosten verursachen, aber kaum noch Nutzen, sprich zusätzliches Wachstum, bringen, da die absoluten Volumina nur noch wenig ausgeweitet werden können.



Nach der konjunkturellen Wende gehen die Wirtschaftsexperten in Konsensschätzungen von 2,7 % Wachstum für die USA und 1,7 % bzw. 1,5 % für Deutschland und Japan aus. Allerdings wird die Dynamik des dritten und vierten Quartals wohl nicht beibehalten werden können. Der OECD-Frühindikator, der der globalen Wirtschaftsentwicklung vorausläuft, hat bereits die Hälfte seines Einbruchs wieder wettgemacht und zeigt damit eine weitere Verbesserung der Konjunktur im laufenden Jahr an. Auch die Industrieproduktion steigt seit dem zweiten Quartal 2009. China sticht hier mit einem Anstieg der Produktion auf „Vorkrisenniveau“ besonders heraus.

Deutschland und die USA sind hiervon zwar noch weit entfernt, positiv kann aber für Deutschland der Ifo-Geschäftserwartungsindex bewertet werden, der für das 1. und 2. Quartal auf steigende Aufträge und Produktion hinweist. Auch die Exporterwartungen steigen wieder. Der Export nach Asien und insbesondere nach China sticht auch hier wieder heraus.

Andererseits sind weiter größere Probleme bei den Ausrüstungsinvestitionen festzustellen, hierzu gehören beispielsweise Produktionsanlagen, Maschinen und Fahrzeuge. In dieser Sparte kann noch keine Wende vermeldet werden. Als immer noch lahmend wird auch der Konsum angesehen. Anders als nach früheren Rezessionen ist hier in den USA nur ein geringes Wachstum zu vermelden. Maßgebliche Gründe dafür sind die enorme Vermögensvernichtung durch das Platzen der

Immobilienblase und im weiteren Verlauf der starke Einbruch an den Kapitalmärkten. Dies zwingt die Verbraucher derzeit zu einem weniger konsumfreudigen Lebensstil. Vielfach muss zunächst die Verschuldung abgebaut werden. Die stark gestiegene Arbeitslosigkeit, ein nachlaufender Indikator, hemmt ebenso den Verbrauch von Gütern und Dienstleistungen, daneben führt die daraus resultierende Verunsicherung zu deutlich höheren Sparraten als in vorherigen Zyklen.

Mit den gegenwärtig verfügbaren Daten lässt sich trotz einiger kritischer Entwicklungen feststellen, dass die Wirtschaft eindeutig wieder Tritt gefasst hat. Die Masse der Frühindikatoren zeigt nach oben, die Kapazitätsauslastung steigt langsam wieder. Auch die Auftragseingänge zeigen wieder nach oben: Im Gegensatz zu den allgemeinen Investitionen im Produktionsgüterbereich finden besonders im IT-Bereich verstärkt neue Investitionen statt. Das Marktforschungsinstitut Gartner prognostiziert für 2010 ein Wachstum des IT-Markts von 3,3 %.

Insbesondere der Mittelstand wird wieder optimistischer. In Deutschland erwarten einer aktuellen Umfrage zufolge bereits 1/3 der Mittelständler eine Verbesserung der Wirtschaftslage in 2010, rund 80 % der befragten Firmen werden ihren Personalstand halten oder sogar neue Mitarbeiter einstellen. 70 % beabsichtigen neue Investitionen in 2010. Ähnliche Aussagen sind auch in anderen Ländern der EWU zu finden.

Es lässt sich also feststellen, dass die konjunkturellen Aussichten für das laufende Jahr positiv zu werten sind. Trotz der Kritik vieler Skeptiker und einiger namhafter Wissenschaftler war der massive Einsatz von Staatsgeldern der einzig richtige Weg, um die heftige Talfahrt der Weltkonjunktur zu stoppen. Einige Studien zur Verfassung des Finanzsystems „nach Lehman“ lassen erkennen, dass wir einem Kollaps des Systems nur um Haaresbreite entkommen sind. Nur durch die global koordinierten Maßnahmen konnte eine weltweite Finanzkatastrophe abgewendet werden, die den Welthandel nahezu zum Erliegen gebracht hätte. Die Arbeitslosigkeit läge dann nicht bei 10 %, sondern eher über 20 %. Börsenwerte in bisher nicht gekanntem Ausmaß wären vernichtet worden.

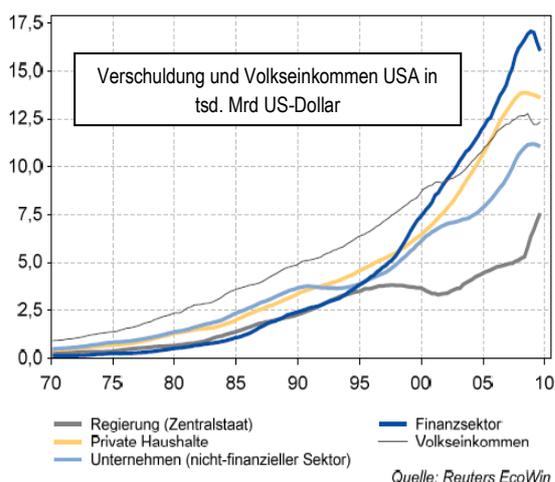
Nun, nachdem die drängendsten und wichtigsten Hilfestellungen geleistet wurden, geht es darum, Schäden, die durch diesen bisher einmaligen globalen Stimulus herbeigeführt werden könnten, zu minimieren. Politik und Zentralbanken müssen sich auch bei dieser Aufgabe koordinieren und mit Bedacht vorgehen – damit am Ende nicht doch noch jene Recht bekommen, die schon neue Blasen an den Kapitalmärkten platzen sehen.

Im Folgenden werden wir einige der wichtigsten Themen, Trends und Fragestellungen der nächsten Dekade für Sie aufzuzeigen. Dabei versuchen wir jeweils auch die Chancen, die sich daraus ergeben, zu ermitteln.

Themen, Trends und Fragestellungen der nächsten Dekade

1. Staatsverschuldung, Schuldenabbau und deren Konsequenzen

Die wichtigste und wohl drängendste Aufgabe in den nächsten Jahren liegt mit Sicherheit beim Abbau der ausufernden Staatsverschuldung. Die Infusion der Märkte mit Liquidität treibt inzwischen die Asset-Inflation an. Das bedeutet, dass hier stärkere Preissteigerungen von diversen Anlageklassen aufgrund der gegenwärtig im Überfluss vorhandenen Liquidität zu erkennen sind. Sollte dieser Vorgang anhalten, könnte das in der Tat zu neuen Blasen führen.



Teilweise sind die Verschuldungsquoten so hoch, dass Staaten darüber nachdenken könnten, ihre Schulden über Inflation zu reduzieren. Für Länder wie Griechenland oder Spanien und Italien, die dem

Euro-Raum angehören, ist das aufgrund der gemeinsamen Währung per se nicht möglich. Anders gestaltet sich die Situation in den USA oder in UK.

Wenn die FED und später die Bank of England notwendigerweise die Zügel wieder anziehen, um Inflationstendenzen entgegenzuwirken, werden andere Notenbanken folgen und die Zinsen wieder schrittweise nach oben führen. Dies wird nicht zuletzt auch durch die implizierten Erwartungen zu steigenden Kapitalmarktzinsen führen. Der daraus folgende stark steigende Schuldendienst wird dazu beitragen, dass die Neuverschuldung rasch reduziert werden muss, um zumindest noch einen geringen Handlungsspielraum in den Staatshaushalten wiederherzustellen.

Nur wenn sich bis dahin ein tragender Aufschwung etabliert hat, wird diese Konsolidierungspolitik nicht zu geringerer Beschäftigung führen. Ansonsten besteht die Gefahr, dass infolgedessen auch der Privatkonsum wieder nachlassen wird.

- Im Zuge dieser Konsolidierungspolitik kann es zu schmerzlichen Anpassungen kommen, die auch direkt auf die einzelnen Bürger wirken. Steuererhöhungen, Ausgabenkürzungen, Einschränkung der Wohlfahrt sowie Sozial- und Vorsorgesysteme werden die Folge sein.
- Daneben wird die private Vorsorge bzw. Absicherung noch stärker an Bedeutung zunehmen. Die Bereiche der Vorsorge und privaten Versicherungen sollten davon weiterhin profitieren.
- Interessant erscheint in diesem Zusammenhang (je nach bisheriger Landesprägung) auch die Verlagerung von Infrastruktur an private Investoren und Betreiber. Wachstum sehen wir hier in den Bereichen Straßen, Schienen, Krankenhäuser, Wasserver- und -entsorgung sowie Abfallwirtschaft.

2. Im Zusammenhang mit der allgemeinen Verschuldung lassen sich gegenwärtig mehrere der sogenannten „D-Prozesse“ erkennen

a. De-Leveraging (Schuldenabbau, Schuldenrückführung)

In Phasen niedriger Zinsen und einer guten Ertragslage ist Fremdfinanzierung zur Steigerung der Eigenkapitalrendite sehr attraktiv. Solange nun die Aktiva oder die Assetpreise stabil bleiben, kann ein positiver Effekt erzielt werden. Verlieren Aktiva oder die Assetpreise an Wert, wird der Fremdkapitaleinsatz (Hebel) zu hoch. Um dann wieder auf die ursprüngliche Fremdfinanzierungsquote zurückzukommen, müssen Aktiva oder Wertpapiere verkauft werden. Das nominale Eigenkapital sinkt damit überproportional. Lassen die Kreditgeber zudem aufgrund der gestiegenen Risiken in einer solchen Phase nur noch eine geringere Fremdfinanzierung zu, müssen weiter Aktiva verkauft werden.

Im Abschwung verstärkt dieser Mechanismus den Verfall der Assetpreise. Dies gilt für hypotheckenfinanzierte Immobilienkäufe genauso wie für professionelle Hedgefonds. Insbesondere aber war dieses Phänomen bei den amerikanischen Investmentbanken zu erkennen. Diese mussten in der Baisse besonders viele Assets verkaufen, da sie den Hebel seit 2004 (damals wurde von der SEC die Begrenzung des Hebels für große Investmentbanken aufgehoben) immer stärker ausgeweitet hatten. Der Eigenkapitalpuffer wurde dadurch immer geringer, mit den bekannten Folgen: Nur zwei von den fünf Investmentbanken überlebten.

- Dieser De-Leveraging-Prozess ist noch in vollem Gange. Aufgeblähte Bilanzen werden nicht nur aufgrund der strengeren Eigenkapitalanforderungen, sondern auch wegen steigenden Zinskosten deutlich reduziert werden müssen. Hier werden nicht nur Finanzinstitute, sondern auch viele andere Kapitalgesellschaften große Anstrengungen unternehmen müssen. Aber auch die gegenwärtig immer noch sehr günstige Geldbeschaffung über die Anleihemärkte wird so nicht mehr machbar sein. Eine derart großzügige Kreditvergabe der Banken wie in „Vor-Lehman-Zeiten“ wird es auf absehbare Zeit nicht mehr geben.

b. Debt restructuring (Restrukturierung der Schulden, Umschuldung)

In sehr engem Zusammenhang mit dem De-Leveraging steht auch eine Restrukturierung der Schulden. Bei sehr vielen Unternehmen, die Absatz- oder anderen Einnahmeausfällen gegenüberstanden, wurden hohe Kredite oder Anleiheverbindlichkeiten angehäuft. Insbesondere sind davon aber Finanzinstitute aufgrund hoher Abschreibungen betroffen. Diese sehen sich in der „Nach-Lehman-Phase“ mit deutlich strengeren Eigenkapitalrichtlinien konfrontiert. Die Institute, die Staatsgelder zur Stabilisierung erhalten haben, müssen diese mit deutlichen Aufschlägen verzinsen und sind daher bestrebt, die Staatsgelder so schnell wie möglich zurückzubezahlen, zumal bei Staatsengagements eine noch stärkere Kontrolle stattfindet.

Laut einer Studie der Kanzlei Dewey & LeBouef wird bis 2013 eine Summe von 1,3 Billionen USD fällig. Die Hälfte der Summe ist nach dieser Studie aktuell nicht refinanzierbar. Darunter werden die betroffenen Banken und Unternehmen weiterhin leiden.

Um das Bilanzgleichgewicht wiederherzustellen, sind die Unternehmen gefordert, ihre Verbindlichkeiten neu zu strukturieren. Hierzu finden Verhandlungen mit den Gläubigern statt, werden Unternehmensteile verkauft und Kredite umgeschuldet und gestreckt. Im Extremfall, zum Beispiel bei Insolvenzen, werden Kredite oft nur noch in Bruchteilen zurückgezahlt.

Allgemein wird eine solche Restrukturierung zu einer Gesundung der Unternehmen führen, aber sie führt auch zu einer Bilanzverkürzung und zwingt Unternehmen zum Haushalten. Die Möglichkeit der Investitionen in neue Anlagen oder einer Expansion mit Neueinstellungen wird damit zunächst schwerer werden.

Am Ende der Kette stehen die Arbeitnehmer und Familien. Hier werden Privatinsolvenzen zunehmen, und es kann zu einer Häufung von Kreditausfällen kommen. Die großen Kreditkartenanbieter werden das zukünftig noch deutlicher zu spüren bekommen.

→ Das gerade begonnene Wachstum kann damit neuen Friktionen ausgesetzt werden. Produktionsausweitungen auf der einen und Nachfrageausweitungen auf der anderen Seite sind deutlich schwerer umzusetzen. Die angestiegene Arbeitslosenrate wird wohl länger auf hohem Niveau verharren.

→ Unternehmen, die eine Restrukturierung bereits erfolgreich hinter sich haben oder überhaupt nicht nötig hatten, werden gestärkt aus der Krise hervorgehen und einen Vorsprung gegenüber der Konkurrenz haben. Andererseits ergeben sich für gesunde Unternehmen aus dem historisch günstigen Zinsumfeld auch hervorragende Möglichkeiten zu Umschuldung oder Investitionsfinanzierung. Die richtige Unternehmensselektion wird wichtiger denn je.

c. De-Valuation (Währungsabwertung)

Die enorme Staatsverschuldung, insbesondere in den USA, stellt eine gewaltige Herausforderung für die Notenbank und die Haushaltspolitiker dar. Ein probates Mittel der Schuldenreduzierung von derart belasteten Staaten war oftmals eine Politik der schwachen Währung. Dieses Beispiel kennen wir noch von Italien aus der Zeit vor der Euro-Einführung. Neben einer Verringerung des Werts der Schulden führt eine schwache Währung zu verringerten Importen (diese verteuern sich) und zu steigenden Exporten (diese verbilligen sich) – somit könnten mehrere Schwachstellen auf einmal angegangen werden. Der große Nachteil hierbei ist die importierte Inflation und der immense Vertrauensverlust bei den großen Gläubigern der USA wie China und Japan. Eine fortlaufend schwache Währung könnte zum Abzug großer Volumina in von diesen Ländern gehaltenen Staatsanleihen führen und damit zu einer Beschleunigung der Dollartalfahrt.

→ Den großen Gläubigern der USA ist an einer solchen Entwicklung in keiner Weise gelegen. Daher werden sie wohl eher vorsichtig agieren und diesen Trend durch ihre Aktionen kaum noch verstärken wollen. Allerdings werden Handelsbilanzüberschüsse bereits in deutlich geringerer Ausmaß Weise in USD angelegt – diese Stütze für die Währung wird somit schwächer werden.

d. Deflation (Deflation)

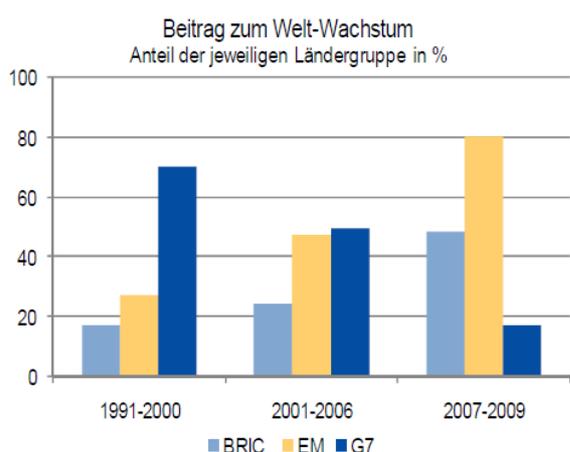
Im Gegensatz zu Währungsabwertungen, die letztendlich inflationäre Tendenzen nach sich ziehen und durch die Geldpolitik bzw. die Notenbanken mit verursacht werden können, stehen die Deflationstendenzen, die durch das De-Leveraging zu Tage treten können.

Die mehr oder minder gleichzeitige Schuldentrückführung durch eine Vielzahl von Unternehmen aus unterschiedlichsten Branchen, die globale Schuldentrückführung der einzelnen Staaten und nicht zuletzt die Schuldentrückführung der vielfach auch hoch verschuldeten Hauseigentümer (siehe USA und Spanien) und anderer Privater können zu einer Konsumschwäche und damit zu einer Schrumpfung der Produktion, zu Absatzproblemen im Investitionsgüterbereich und im Weiteren erneut zu einer höheren Arbeitslosigkeit und Konsumeinschränkung führen. Die Folge davon sind sinkende Preise, sowohl an den Kapitalmärkten als auch bei verschiedensten Industrie- und Konsumgütern.

→ Ob die Auswirkungen der Verschuldungsthematik nun langfristig zu Inflation oder zu Deflation führen werden, darüber streiten sich gegenwärtig die Gelehrten. Fakt ist, dass zum gegenwärtigen Zeitpunkt keine wirklich eindeutige Aussage dazu getroffen werden kann. Beide Auswirkungen sind denkbar. Ob das Pendel in die eine oder in die andere Richtung ausschlägt, hängt in erster Linie von der Geldpolitik der Notenbanken, der Geschwindigkeit und dem Bereich des Schuldenabbaus ab.

3. Zeitalter der Schwellenländer

Gegenwärtig werden in den 22 Ländern der Emerging Markets (nach MSCI) etwa 11 % der globalen Wirtschaftsleistung erzielt. In den kommenden 10 Jahren wird sich dieser Anteil auf 30 % fast verdreifachen, nicht zuletzt auch deshalb, weil hier 80 % der Weltbevölkerung leben, eine günstige demographische Struktur vorherrscht und die Geburtenraten am höchsten sind.



Quelle: OECD.
BRIC: Brasilien, Russland, China, Indien, EM: Emerging Markets.

In den „Frontier Markets“ – den kleineren, wenig beachteten, noch sehr armen Entwicklungsländern – wird das Wachstum am stärksten sein. Die Frontier Markets hinken der Entwicklung der Schwellenländer noch ca. 15 Jahre hinterher. Daraus ergibt sich aber auch ein enormes Aufholpotential.

→ Im globalen Kontext werden die Entwicklungsländer innerhalb der nächsten 10 Jahre deutlich an Gewicht gewinnen, sowohl was ihre Wirtschaftskraft als auch ihr politisches Gewicht anbelangt. Schon im laufenden Jahr wird China zur zweitgrößten Wirtschaftsmacht der Welt aufsteigen.

→ Langfristig bieten Schwellenländer aus heutiger Sicht beste Anlagemöglichkeiten. Allerdings müssen bei diesen Investments immer noch andere Risiken wie Politikwandel, Systemwandel, Handelseinschränkungen, mangelnde Rechtssicherheit, Währungsspekulation und Devisenreserven mit kalkuliert werden. Trotz der zuletzt gesehenen Stabilität während der Finanzkrise

darf nicht vergessen werden, dass diese Anlageklasse eine der schwankungsreichsten ist.

4. Globale Machtverschiebung – von der bipolaren zur multipolaren Struktur

Die aktuelle Finanz- und Wirtschaftskrise hat bereits aufgezeigt, wer die zukünftigen Spieler am Tisch sein werden – China und die anderen aufstrebenden Mächte. Hier wird Wachstum produziert. Die anglo-amerikanisch dominierte Wirtschaftsordnung hat hingegen die größte Krise seit der großen Depression produziert. Doch entgegen den bisherigen Erfahrungen mit den Auswirkungen von Krisen in den Schwellenländern ist deren Verfassung diesmal recht stabil geblieben. Vor 12 Jahren ging eine der größeren globalen Krisen noch von den asiatischen Schwellenländern aus.

Gegenwärtig ist eine beispiellose globale Verschuldungssorgie zur Abwendung der heftigsten Folgen der Subprimekrise in Gange. Die Hauptakteure sind dabei wieder die „alten“ Industriestaaten, die Verschuldung der Schwellenländer hat hingegen deutlich weniger zugenommen. Die alte Wirtschaftslokomotive USA, deren Kessel gegenwärtig nur durch Geldschöpfung, Staatskonsum und andere Fiskalmaßnahmen unter Druck gehalten werden kann, zeigt klare Verschleißerscheinungen.

- ➔ Aus heutiger Sicht wird die hohe Staatsverschuldung insbesondere in den alten Industrienationen zu einer gewaltigen Zukunftsbürde. Die aufgrund der wirtschaftlichen Reife geringen Wachstumsraten werden zukünftig wohl noch geringer ausfallen. Der politische Einfluss und die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit der Schwellenländer werden daher deutlich zunehmen. Brasilien wird dann die Wirtschaftskraft von Frankreich und Indien die von Italien erreichen.
- ➔ Aus der Gruppe der G6 (ursprünglich 1975 durch die Regierungschefs der USA, Japan, F, D, I und UK ins Leben gerufen, um internationale Angelegenheiten zu diskutieren) wurde die G7, die G8, die G8+5 und schließlich die G20. Hier wird ersichtlich, wie stark die bisher dominierenden Nationen an Macht eingebüßt haben.
- ➔ Nicht zuletzt wird der US-Dollar seine bis dato unangefochtene Stellung als Leitwährung abgeben oder zumindest teilen müssen. Der Euro wird an Gewicht gewinnen.

5. Carry Trades

Die historisch niedrigen Zinsen in den USA führen gegenwärtig zu sog. „Carry Trades“ größeren Ausmaßes: Durch den Tausch der zuvor geliehenen USD in eine andere Währung (Verkauf der USD) findet eine Schwächung der Dollarwährung statt. Eine Zinswende in den USA wird diesen Trend, je nach Geschwindigkeit der Zinserhöhungen, wieder umkehren. Dies könnte zu einem temporären Wiedererstarken des USD führen und den Export von Waren und Dienstleistungen deutlich treffen. Eine ähnliche Konstellation war 2007 und 2008 in Japan anzutreffen. Als dort die Carry Trades aufgelöst wurden, musste ein schneller und starker Anstieg des japanischen Yens gegenüber dem USD verzeichnet werden. Von Mitte 2007 bis Ende 2009 erreichte dieser Yen-Anstieg mehr als 30 %.

- ➔ Temporär kann diese Auflösung der Carry Trades zu einem stärkeren USD führen, längerfristig wird die hohe Verschuldung jedoch den Dollar im Außenverhältnis schwächen. Insbesondere gegenüber den asiatischen Währungen wird der USD längerfristig schwach bleiben.

6. Dominanz der Großbanken

Das Ziel von Politikern und Aufsichtsbehörden, im Finanzbereich kleinere Einheiten zu schaffen oder gar Institute zu zerlegen, liegt nach der Finanzkrise in weiter Ferne. Notverkäufe und Übernahmen

fürten zwischenzeitlich dazu, dass eine Gruppe von Banken das Finanzsystem stärker dominiert als je zuvor.

Die Systemrisiken, die solche Einheiten mit sich bringen („too big to fail“), werden damit noch größer, und Rettungsaktionen werden dann noch kostspieliger.

Auf der anderen Seite leiden insbesondere die kleineren Banken deutlich unter der Finanzkrise. In den USA mussten mittlerweile mehr als 130 Banken schließen. Über 416 weitere Banken stehen auf der Problemliste der Einlagensicherungsbehörde FDIC. Hier werden weitere Schließungen erwartet.

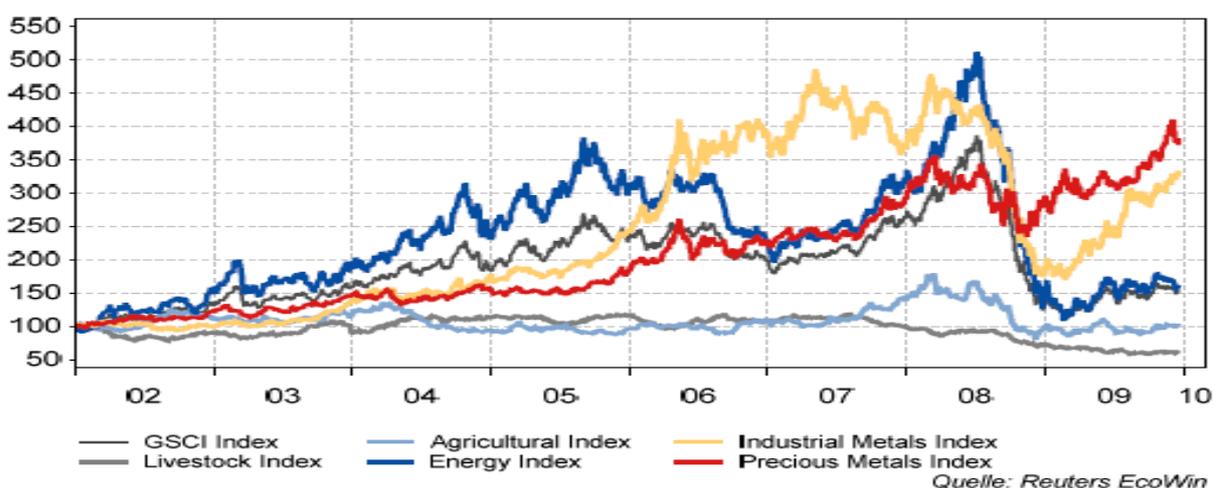
→ Sollten die Großbanken bzw. deren Manager die Lehren der letzten Krise, als solche Institute unser Finanzsystem fast zum Kollabieren brachten, nicht stärker beachten, kann schnell eine neue heftige Verwerfung auftreten, die aufgrund der neuen Dominanz einzelner Banken zu noch höheren Risiken und Kosten führen würde. Neue Belastungsproben können sich hier schnell aus den ausstehenden Gewerbeimmobilienkrediten ergeben. Auch solche Kredite wurden in Anleihen verpackt und weiterverkauft. Die Ausfallrate dieser CMBS ist mittlerweile auf 6,1 % und damit auf einen Rekordwert gestiegen.

→ Auch bei den Banken gilt: Die Kluft zwischen soliden und auf Sand gebauten Instituten ist noch größer geworden. Mit den richtigen Instituten lassen sich jedoch solide Gewinne einfahren.

7. Rohstoffe und Energie

Die Finanz- und Wirtschaftskrise hat zu deutlichen Einbrüchen an den Rohstoffmärkten geführt. Mit Ausnahme von Gold (und Silber), das weiterhin als Krisenwährung gilt, haben alle andere Edelmetalle und Diamanten die Krise deutlich zu spüren bekommen.

Festzustellen ist jedoch, dass die großen Nachfragetrends intakt bleiben. Weiterhin wirken die Schwellenländer als Treiber der Nachfrage. Die Migration in urbane Zentren sowie der notwendige Infrastrukturauf- und -ausbau führen zu einem weiter steigenden Bedarf an Industrierohstoffen.



Auch der Bedarf an fossilen Energieträgern wie Kohle, Gas und Öl wird weiter hoch bleiben, trotz der Bemühungen, hier den Einsatz von emissionsfreien Energiegewinnungstechnologien zu forcieren (auch Elektromobile brauchen zuvor erzeugte Energie). Dazu kommt, dass der Wohlstandszuwachs in den Schwellenländern den Energiebedarf weiter nach oben treiben wird. Auf der anderen Seite ist die Ressourcenausbeutung von Energieträgern auf einem kaum noch markant erweiterbaren Level angelangt (im Fachjargon „Peak-Oil“ genannt).

Im Bereich der soft commodities (zur Lebensmittelerzeugung notwendige Produkte und Rohstoffe) kann ebenfalls von einem weiter stark zunehmenden Bedarf ausgegangen werden. Eine UN-Studie geht von einem Bevölkerungswachstum von ca. 82 Mio. Menschen pro Jahr aus – theoretisch kommt somit jedes Jahr ein Volk von der Größe Deutschlands als Nachfrager hinzu. Auch wenn der Agrarmarkt als relativ nachfrageelastisch gilt, können die Anbauflächen und der Dünger- und Wassereinsatz nicht unbegrenzt erweitert werden.

Vor einigen Jahren wurde noch allerorts von einem Superzyklus an den Rohstoffmärkten gesprochen. Entsprechend hoch war schlussendlich die Gewichtung in der Allokation der Portfoliomanager. In manchen Bereichen wurde der Eindruck erweckt, dass die Rohstoffmärkte inzwischen immer stärker von großen Investoren und Spekulanten und weniger von Angebot und Nachfrage dominiert werden. So stiegen beispielsweise die Preise für Rohreis von Anfang 2003 bis April 2008, gemessen an einem Index, um über 400 %. Nur ein Teil dieses Anstiegs wurde durch schlechte Ernten und Knappheit des Nahrungsmittels hervorgerufen. In der Folge hatten viele Länder den Export von Reis verboten, um eine Versorgung der Bevölkerung (fast die Hälfte der Menschheit lebt von Reis) zu gewährleisten, dies führte jedoch zu noch stärker steigenden Preisen.

→ Abgesehen von solchen negativen Auswirkungen im Grundnahrungsmittelbereich, die sicherlich der Regulierung bedürfen und zukünftig wohl auch reguliert werden, kann unseres Erachtens im Bereich der übrigen Rohstoffe weiterhin Geld verdient werden. Das größte Potential haben auf lange Sicht Energierohstoffe.

8. Klima- und Umwelt

„Ohne wirksamen Klimaschutz wird das globale BIP jährlich um 20 % geringer ausfallen, für eine Milliarde Menschen wird sich die Wasserknappheit weiter verschärfen“ (Klimakonferenz Kopenhagen, Dezember 2009) – so einige der plakativen Aussagen im Zuge der Konferenz. Trotz des geringen Erfolgs des Klimagipfels von Kopenhagen werden die einzelnen Länder schon im eigenen Interesse nicht den Kopf in den Sand stecken. So streben beispielsweise die USA eine führende Rolle bei umweltfreundlichen Technologien an, um auch die Abhängigkeit von Energieträgerimporten zu verringern. Im Bereich der erneuerbaren Energien kann festgestellt werden, dass 2009 über ein Drittel der globalen Windkraftanlagen in den USA installiert wurden. Zur Finanzierung solcher Anstrengungen wird die Einführung einer Umwelt- oder CO₂-Steuer, deren Einnahmen direkt der Entwicklung und Förderung von Umwelttechnologien zugutekommen, nicht zu umgehen sein.

→ Auch wenn gegenwärtig nur kleine Fortschritte in einer globalen Klimaschutzpolitik zu erkennen sind, werden die inzwischen unübersehbaren Folgen der Erderwärmung die globale Community zum Handeln zwingen. Hierbei werden die entwickelten Länder natürlich größere Beiträge leisten müssen als die ärmeren Staaten.

→ Der Bereich der erneuerbaren Energien wird langfristig einen großen Stellenwert einnehmen. Damit ergeben sich, insbesondere nachdem der erste große Hype abgeebbt ist, gute Anlagemöglichkeiten. Daneben sehen wir Technologien zur Vermeidung von Treibhausgasen, Filteranlagen und Speicheranlagen als interessant an.

9. Wasserknappheit

Von sieben Milliarden Einwohnern hat ca. ein Drittel keinen direkten Zugang zu Trinkwasser. Bereits heute finden politische Auseinandersetzungen um den Zugang zu den großen Wasserreservoirs der Welt statt. Beispielhaft kann hier die Türkei genannt werden, dort werden 10 % des Staatshaushalts in ehrgeizige Staudammprojekte zur Bewässerung und Stromerzeugung investiert. Auseinandersetzungen mit den Anrainerstaaten an Euphrat und Tigris sind vorprogrammiert – je mehr Wasser von den Flüssen zurückgehalten wird, desto problematischer wird die Situation

flussabwärts. Der türkische Umweltminister Veysel Eroğlu verkündete im vergangenen Jahr den Bau von 800 neuen Staudämmen im Land. Auch wenn der Ilisu-Staudamm in der Nähe der irakischen Grenze aufgrund der zurückgezogenen Kreditbürgschaften gegenwärtig nicht begonnen wird, hat die Türkei längerfristig die Möglichkeit, den nachgelagerten Anrainerstaaten das Wasser im wahrsten Sinne des Wortes abzugraben.

Mehr als 40 % aller Nahrungsmittel werden unter Einsatz künstlicher Bewässerung gewonnen. Der Bedarf wird aufgrund der deutlich zunehmenden Weltbevölkerung und der Intensivierung der Landwirtschaft stark ansteigen.

➔ Internationale Abkommen und Wassertribunale, die in der Vergangenheit bereits geschlossen und abgehalten wurden, müssen weitergeführt werden. Es kann und wird zu Konflikten über Nutzungsrechte der Ressource Süßwasser kommen. Internationale Konzerne stecken seit langem ihre Claims ab und versuchen Wasserrechte aufzukaufen.

➔ Nicht zuletzt hat die Fondsindustrie das Thema Wasser für sich entdeckt. Auch wenn hier kurzfristig kaum eine Überrendite erzielt werden kann, so erachten wir die langfristigen Aussichten derartiger Investments als sehr vielversprechend.

Diese Ausführungen können natürlich nur einen Abriss der bedeutsamen Themen für die nächste Dekade darstellen und sollen hier nur einige Denkanstöße liefern. Die drängendsten Probleme der nächsten Zukunft liegen sicherlich in der viel diskutierten Verschuldungsproblematik von Ländern, Institutionen und Unternehmen. Diese Thematik gilt es besonders wachsam zu verfolgen.

Nach dieser Analyse möchten wir Ihnen die aus unseren Auswertungen abgeleiteten Haupt-Szenarien für das Anlagejahr 2010 vorstellen:

Unsere Haupt-Szenarien

I. Übergang in einen sich selbst tragenden Aufschwung

- Die bisherigen Ankurbelungsmaßnahmen der Notenbanken und Staaten münden in einen von Konsum, Export und Industrie getragenen Aufschwung
- Inflationsraten und Zinsen werden ansteigen
- Restriktivere Geldpolitik
- Fallende Bondpreise
- Risikobudgets werden wieder größer
- Eher fallender Goldpreis
- Weiter positive Entwicklung an den Aktienmärkten
- Steigende Rohstoffpreise, insbesondere Öl

II. Erneute Konjunkturertrübung nach Auslaufen der Ankurbelungsmaßnahmen, kein selbsttragender Aufschwung, erneuter Rückfall in Stagnation

- Nach Auslaufen der Konjunkturprogramme im 2.Quartal bilden sich die Wachstumsraten wieder zurück
- Ansteigende Arbeitslosigkeit
- Deflation, Nullzinspolitik wird fortgeführt
- Steigende Bondpreise
- Rohstoffpreise fallen wieder
- Gold als Anlagealternative erneut im Fokus
- Aktienkurse nehmen ihre Talfahrt wieder auf
- Zahlungsfähigkeit der Konsumenten schwindet – Kreditausfälle

III. Temporärer Rückfall der Konjunkturontwicklung, bedingt durch das Auslaufen der Ankurbelungsmaßnahmen. Export und Konsum führen jedoch nach einigen Monaten zu einem erneuten Anziehen der Wirtschaftsleistung

- Stabile Wachstumsraten in asiatischen Ländern führen zu nennenswerten Exportzuwächsen
- Verbrauchervertrauen und sich weiter verbessernde Stimmungsindikatoren stärken den Konsum
- Aufschwung festigt sich zum Jahresende
- Inflationsraten und Zinsen steigen leicht
- Aktienmärkte mit etwas über 10 Prozent Potential bis Jahresende, aber zwischenzeitlich stärkere Rückschläge
- Anziehende Rohstoffpreise, insbesondere Öl
- Gold seitwärts bis leicht steigend

Für uns hat Szenario III den höchsten Wahrscheinlichkeitsgrad.

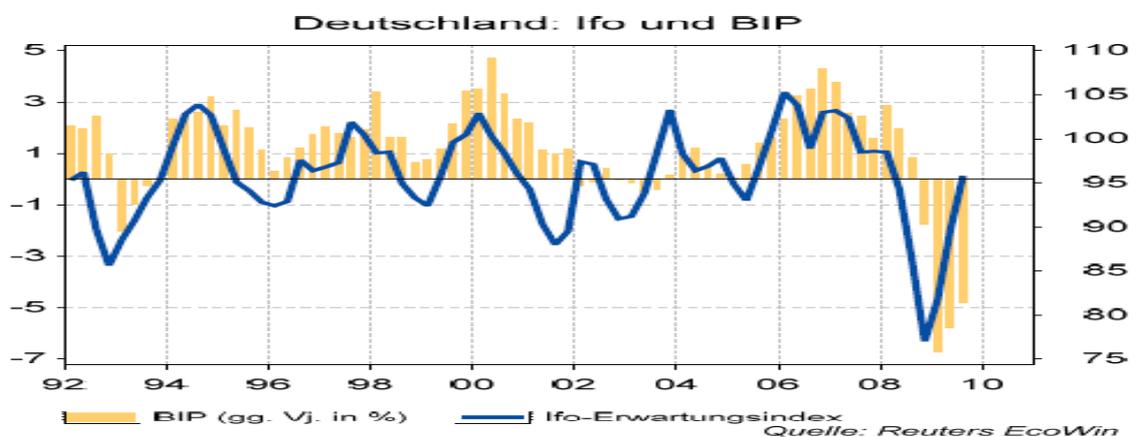
Im Folgenden möchten wir unsere Einschätzung untermauern und zeigen Ihnen die für uns relevanten Punkte für dieses Szenario:

Konjunkturelle Argumente

- ✓ Siehe unsere Ausführungen im ersten Teil

Statistische Argumente

- ✓ Wir gehen nicht davon aus, dass sich der Markt noch in einer Bärenmarkttrally befindet. Hierzu ist seit dem Markttief vom März vergangenen Jahres zu viel Zeit vergangen. Auch der zwischenzeitliche Anstieg ist zu groß.
- ✓ Wendepunkt des Ifo-Geschäftsklima-Index: Nach Wendepunkten im Index kann in den folgenden zwei bis drei Jahren jeweils eine deutliche Veränderung in der Kursentwicklung festgestellt werden. Nach negativen Extrempunkten, wie zuletzt im März 2008, folgte meist eine Aufwärtsbewegung, die mehrere Jahre andauerte.
- ✓ In den vergangenen 4 Phasen, in denen der Ifo-Index seit seiner Erstveröffentlichung 1972 derart schlechte Werte aufwies und die Börse sich in der Folge erholte, waren, wie im Moment auch, viele der Marktteilnehmer der Ansicht, die Kurse seien nicht fundamental untermauert. Jedes Mal wurden die Skeptiker aber eines Besseren belehrt.
- ✓ Sinnvoller erscheint hier die Aussage eines Volkswirts der Commerzbank, man solle am besten ein paar Monate nach einem Drehen des Indikators investieren und zwei bis drei Jahre engagiert bleiben.



Liquiditätsargument

- ✓ Historisch niedrige Renditen an den Rentenmärkten, marginale Verzinsung bei Festgeldern, hohe Volumina, die in Geldmarktfonds geparkt sind und hoher Anlagebedarf bei Pensionskassen und Versicherungen führen zu einem nicht zu unterschätzenden Anlagedruck.
- ✓ Eher eingetrübte Perspektiven an den Anleihemärkten. So sind insbesondere Unternehmensanleihen seit dem Markttief exorbitant gestiegen und bieten nun kaum noch Potential. Dies sollte zu Umschichtungen in attraktivere Anlageklassen wie Aktien führen.
- ✓ Allein in europäische Investmentgrade-Unternehmensanleihen sind in 2009 nahezu 52 Mrd. Euro geflossen. Dies entspricht dem gesamten Zufluss in den sechs vorangehenden Jahren. Der größte Anleihenverwalter PIMCO trennt sich bereits wieder von Staatsanleihen und hält schon 7 % Kasse.
- ✓ Die bis vor einiger Zeit in Deutschland sehr beliebten offenen Immobilienfonds haben die Anleger auf Grund diverser befristeter Fondsschließungen ebenfalls verunsichert und werden als Anlagealternative kaum noch gewählt.
- ✓ Interessant für die Konjunkturentwicklung ist auch die Entwicklung der Geldmenge M 1, Sichteinlagen und Bargeld. Eine stark wachsende Geldmenge führte in der Vergangenheit immer zu einem steigenden Ifo-Index und in Folge auch zu einer deutlichen Konjunkturbelebung. Gegenwärtig wächst M1 in Deutschland um 12,6 % und damit nahe den langfristigen Maximalwerten.

Saisonales Argument

- ✓ In einer Studie über den Zeitraum 1974 bis 2004 konnte nachgewiesen werden, dass der Deutsche Aktienindex DAX nach einem saisonalen Muster verläuft.
- ✓ Von Mitte Dezember bis Ende April sind saisonal die besten Monate des Jahres zu erkennen.
- ✓ Die zuletzt vollzogene Jahresend rally bestätigt den begonnenen saisonalen Zyklus. Von Mitte Dezember bis 6. Januar verzeichnet die Untersuchung eine Trefferquote von 87 %.
- ✓ Nach diesen saisonalen Mustern kann von Februar bis Mitte Juli in der Regel weiter von guten Zuwächsen ausgegangen werden, wobei aber April und Mai zu negativen Monaten werden können.
- ✓ Von Juli bis Oktober bekommen dann oftmals wieder die Bären das Zepter in die Hand. Die Kurse können hier deutlich fallen. Danach beginnt der Zyklus wieder aufs Neue.
- ✓ Die oftmals postulierte Börsenregel „sell in may and go away“ kann damit nur bedingt bestätigt werden. Zwar schwächt sich der Markt im Mai meist etwas ab, danach nimmt der DAX-Index aber wieder Fahrt auf. Bei Verkäufen im Mai wird daher der folgende Aufschwung verpasst – zumindest wenn man den Ergebnissen von Dimitri Speck und Hubertus Windeler Glauben schenkt.

Unsere Ausrichtung für die kommenden Monate:

Wir erwarten zunächst weiter steigende Märkte, insbesondere sollte sich der Aktienmarkt noch gut entwickeln können. Wir werden uns hier weiter engagieren, bleiben aber sehr wachsam, was die Phase der nachlassenden Konjunkturmaßnahmen betrifft. Sollten die noch relativ stabilen Trends brechen, werden wir entsprechend reagieren, um nach einer von uns erwarteten Korrektur wieder investieren zu können.

Bei der geographischen Verteilung erscheinen uns die Emerging Markets immer noch sehr interessant. Hier wird allerdings das deutlich höhere Rückschlagsrisiko zu beachten sein, weshalb wir in der zweiten Jahreshälfte möglicherweise neue Einstiegschancen sehen.

In Bereich der Renteninvestments reduzieren wir gegenwärtig Unternehmensanleihen, deren Spreads bereits sehr stark zurückgegangen sind und die daher kaum noch Chancen auf Kursgewinne aufweisen. Als eine Alternative sehen wir noch den Bereich der europäischen Staatsanleihen im mittleren Laufzeitenbereich. Zudem werden wir Fondsmanager auswählen, die eine

relativ flexible Anlagestrategie umsetzen und deren Ziel die Erwirtschaftung von absoluten Erträgen ist. Die von uns erwartete temporäre Schwäche in der zweiten Jahreshälfte kann im Rentenbereich zu weiteren leichten Kurssteigerungen führen.

Weiterhin sehen wir den Rohstoffbereich als interessant an. Hier erwarten wir jedoch die größten Schwankungen. In einem solchen Szenario halten wir aktive Strategien auf Rohstoffe für aussichtsreich. Einzelne Strategien auf Rohstoffe sehen wir mit Ausnahme von Öl und Edelmetallen als zu risikoreich an.

Wir hoffen, dass wir Ihnen mit unseren Ausführungen eine interessante Lektüre und einige Anregungen liefern konnten.

Ihr Team von DR. HELLERICH & CO