



Jahresbericht 2011

Teufel oder Beelzebub?

Seit nunmehr vier Jahren bewegen sich die Finanz- und Kapitalmärkte im Krisenmodus. Ein Ende dieser Phase, die mit dem Platzen der Immobilienblase in den USA begann, in Lehman Brothers ihr erstes großes Opfer fand und letztendlich auch auf die zunehmend als Retter fungierenden Länder übergriff, ist noch nicht absehbar. Durch die großen Geldspritzen und Stimulus-Programme konnte die weltweite Konjunktur zwar sehr schnell wieder Fuß fassen, aber nachhaltig war dieser Aufschwung aus aktueller Perspektive nicht. Das Absetzen der Geldspritzen führte entgegen vieler Prognosen zu einem Rückfall der Konjunktur. Ein wirklicher Bereinigungsprozess, der vielen weiteren Banken und auch der produzierenden Industrie wie z. B. dem Automobilbau spektakuläre Pleiten beschert hätte, ist durch Garantien, Staatsbeteiligungen und Kredite verhindert worden. Um eine globale Finanzkatastrophe abzuwenden, blieb der Politik und den Zentralbanken kaum eine andere Wahl. Den Teufel mit dem Beelzebub auszutreiben führte jedoch – auf Basis der zuvor bereits hohen Verschuldung – zu einer exorbitanten Ausweitung der Staatsverschuldung und damit zum zweiten Teil der Krise, die im gerade vergangenen Jahr die Finanzmärkte mit Macht wieder einholte. Von den Jahreshöchstständen am 2. Mai bis zu den Tiefstständen am 12. Sept. hatte der DAX-Index einen Verlust von 34,7% zu verbuchen.

Bereits das erste Quartal 2011 hielt nach Anzahl und Bedeutung so viele unerwartete Ereignisse und Entwicklungen bereit, dass man eigentlich das ganze Jahr damit hätte ausfüllen können. Während die Entwicklung in **China** noch prognostizierbar war – die Staatsregierung versuchte bereits seit 2010, die Konjunkturentwicklung und damit den **Inflationsanstieg** durch Zins- und Mindestreserveerhöhungen zu bremsen und setzte weitere Reserveerhöhungen bei den Banken um – war die Entwicklung in Nordafrika nicht vorhersehbar.

Die „**Jasmin-Revolution**“, auch Arabischer Frühling genannt, fegte unter teilweise hohen Opfern drei Diktatoren aus ihren Palästen. Die Welt in Atem hielt dabei lange Zeit Muammar al-Gaddafi, der mit aller militärischer Macht gegen die Aufständischen vorging und auch die militärische Auseinandersetzung mit dem Westen nicht scheute. Diese **Eskalation der Gewalt** trieb den Ölpreis immer weiter in die Höhe und beschleunigte die bereits bedenklich angestiegene Inflation. Die hohen Ölpreise wiederum waren geeignet, der noch zerbrechlichen Konjunktur mehr als Stolpersteine in den Weg zu legen.

Zwischenzeitlich traf Japan, die drittgrößte Industrienation der Welt, ein **gewaltiges Erdbeben**, dessen Auswirkungen unter anderem mehrere Atommeiler stark in Mitleidenschaft zogen. Doch damit nicht genug: Die folgende Tsunamiwelle gab den betroffenen Kernkraftwerken den Rest. Die Reaktoren waren nicht mehr zu reparieren und eine **Kernschmelze** setzte ein. Befürchtungen über eine weitreichende Verstrahlung bis nach Tokio und die folgende Lahmlegung des Wirtschaftslebens versetzten die Welt in einen Schockzustand. In nur drei Tagen verlor der japanische Aktienmarkt fast ein Viertel seines Wertes, die deutschen Börsen brachen um ca. 10% ein. Damit wurde der freundliche Börsenverlauf zunächst abrupt beendet. Hinzu kam eine **Verschärfung der Eurokrise**, wobei Ratingagenturen die Bonität Spaniens und Italiens nach und nach herabstufen. Dennoch konnten sich die Aktienkurse, getragen von guten Konjunkturdaten, wieder erholen.

Am 8. April musste Portugal offiziell um Finanzierung durch den Rettungsschirm bitten – die dortige Regierung konnte die Opposition nicht mehr zur Zustimmung des vorgesehenen Sparpakets bewegen. Die Märkte reagierten darauf aber nur noch marginal. Auch als der **Staatsfeind Nr. 1** der USA, **Osama bin Laden**, getötet wurde, beeindruckte das die Märkte kaum mehr. Lediglich beim Ölpreis wurde die Risikoprämie reduziert. Infolge der Tötung fiel die Notierung um fast 15%. Das zweite Quartal konnte an den Börsen dennoch relativ ruhig verlaufen, was im Nachhinein betrachtet wohl eher als **die Ruhe vor dem Sturm** bezeichnet werden muss. Zum Ende des ersten Halbjahres waren die USA fieberhaft bemüht, eine (wenn auch nur temporäre) **Zahlungsunfähigkeit** abzuwenden. Unter zähem Ringen und machtpolitischem Kräfteressen kam letztendlich doch eine „**Einigung in letzter Minute**“ zustande. Damit konnte die Verschuldungsgrenze von 13,4 Billionen US-Dollar angehoben werden. Aktuell steht eine weitere Anhebung auf dann 16,4 Billionen US-Dollar an. Die Ratingagenturen hatten bereits im Vorfeld vor unzureichenden Haushalts-Konsolidierungsmaßnahmen gewarnt. Entsprechende Maßnahmen konnten aufgrund der politischen Pattsituation nicht umgesetzt werden. S&P stufte daraufhin – nach der zunächst wichtigen Einigung – die **Bonität der USA** erstmals in der Geschichte des Landes um eine Note herab!



Der **Verlust des Top-Ratings** war letztendlich der Auslöser, die weitere Eskalation der europäischen Schuldenkrise der Verstärker, der die Börsen in der Folge mit atemberaubender Geschwindigkeit in den Abgrund blicken ließ. **Während sechs Börsentagen hat der DAX-Index fast ein Viertel seines Wertes verloren.** Mit den sich eintrübenden Konjunkturindikatoren ließ sich dies nicht erklären. Die Tagesschwankungen erreichten Spannen von über acht Prozent. Das ist nur vergleichbar mit dem Einbruch der Indizes nach dem Kollaps der Lehman-Bank – nur damals stand die globale Finanzwelt vor einem Zusammenbruch.

Alleine am neu gekürten „Schwarzen Montag“, dem 8. August 2011, wurden an den globalen Börsen 8 Billionen US-Dollar vernichtet (das ist in etwa das Dreifache der italienischen Staatsverschuldung). Die Tiefstkurse waren damit noch nicht erreicht. Euro-Krisengipfel, unbedachte Politikerstatements, die **Diskussion um Eurobonds** und die Verweigerung Deutschlands hinsichtlich der Einführung solcher Anleihen heizten die Schwankungen der Märkte noch mehr an. Das mangelnde Vertrauen der Anleger in die Fähigkeiten der Politik, die Schuldenkrise zu bewältigen, ließ den Markt nach einer kurzen Erholung in eine weitere Abwärtswelle münden. Mit dem erneuten Einbruch sackte der **DAX-Index auf 4965 Punkte** ab – von den Jahreshöchstkursen bei 7500 Punkten war das ein **Verlust von 34%**.

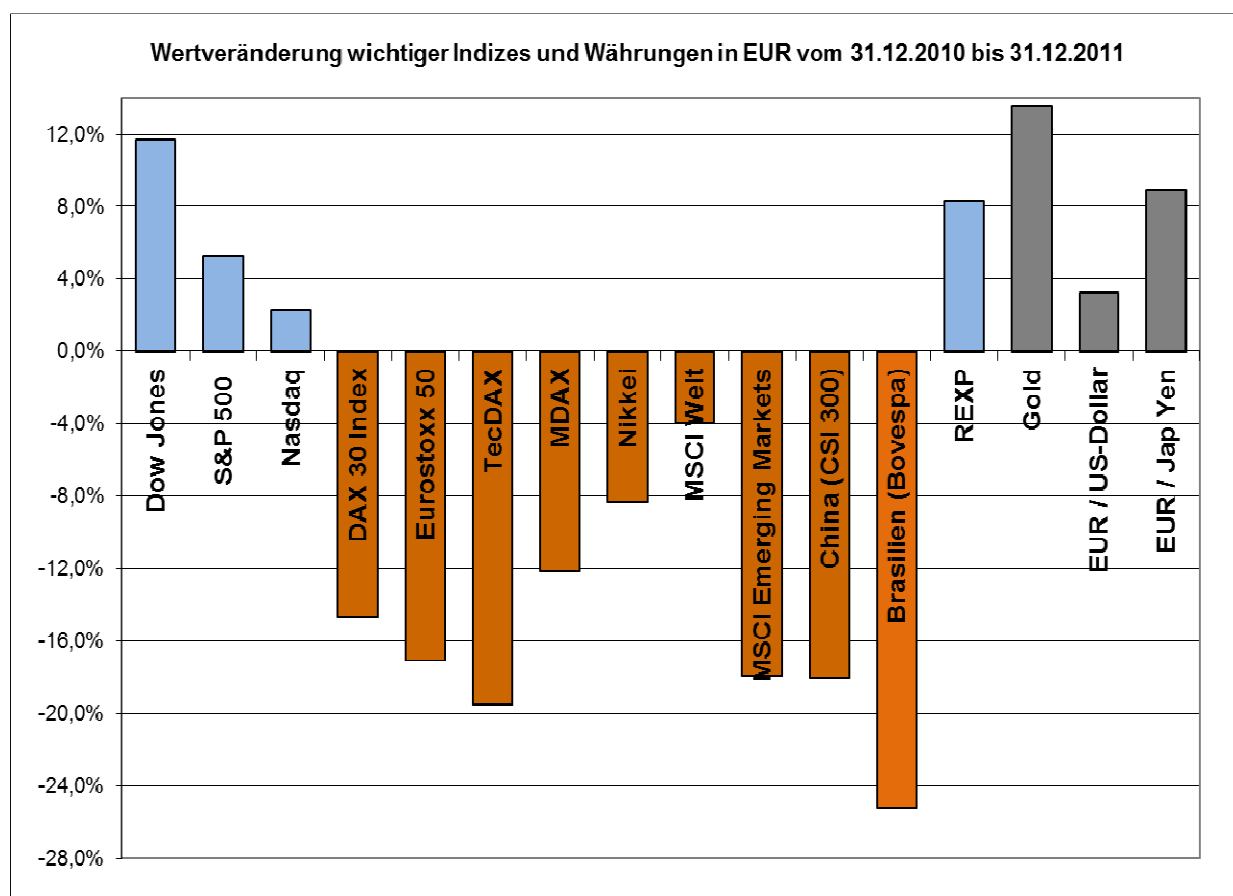
Eine erste Besserung, jedoch nur mit geringer Halbwertszeit, brachte aus heutiger Perspektive die Absegnung der **Erweiterung des Rettungsschirms EFSF**. Als jedoch klar wurde, dass die geplanten Mittel von einer Billion EUR nicht aufbringbar sind, kehrte erneut Ernüchterung ein. Dennoch wurden die Tiefstkurse nicht mehr erreicht. Anfang Oktober konnte der **Zusammenbruch der Dexia-Bank** nur noch durch Frankreich und Luxemburg verhindert werden. Belgien war nicht alleine in der Lage, die Bank zu retten. Dies führte insbesondere bei den Bankaktien zu weiteren Kursverlusten.

Am 27. Oktober einigten sich die Euroländer auf ein umfassendes Paket zur Bewältigung der Schuldenkrise, das unter anderem einen **Schuldenerlass Griechenlands**, zusätzliche Gelder für das taumelnde Land und eine Rekapitalisierung der Banken sowie die **Hebelung des Rettungsschirms** vorsah. Dieser Beschluss beflügelte erneut die Börsen, aber die Ernüchterung folgte sehr schnell, sodass der DAX-Index im Anschluss erneut 15% einbüßte.

Ein weiterer Erholungsansatz an den Börsen wurde am 1. November abrupt beendet, als der griechische Präsident völlig unabgestimmt ankündigte, die Bevölkerung über das Spar- und Hilfspaket der EU abstimmen zu lassen. Diese Entscheidung führte letztendlich zum **Rücktritt Papandreou**. Auch der italienische Ministerpräsident **Silvio Berlusconi** geriet aufgrund der Krise immer stärker unter Druck und musste schließlich am 16. November zurücktreten. Den stärksten Anstieg erlebten die Börsen mit der Ankündigung der wichtigen Notenbanken, den Markt mit US-Dollar zu fluten. Mit dieser Nachricht sprang der DAX-Index um fast sieben Prozent nach oben.

Der letzte EU-Gipfel am 8. und 9. Dezember sollte dann den Durchbruch **hinsichtlich Stabilitäts- und Fiskalunion** bringen. Die Beschlüsse sehen u.a. automatische Sanktionen für Defizitsünder vor und somit die Abgabe von staatlicher Souveränität an EU-Institutionen. Bis auf Großbritannien haben alle anderen 26 EU-Länder zugestimmt. Der Vertragsentwurf soll bis Ende Januar stehen.

Entwicklung der Indizes



Quelle Bloomberg

Neben der Staatschuldenkrise und deren Bewältigung beschäftigt die Finanzexperten kaum ein Thema so sehr, wie die Zukunft der Finanz- und Bankenwelt. Klar ist bereits heute, dass ein „weiter so“ nicht funktionieren kann. Wie aber werden die Änderungen aussehen und vor allem, welche Folgen werden diese Veränderungen mit sich bringen? Von einem Schmiermittel für die Wirtschaft sind die Banken teilweise zum Hemmschuh geworden. Die Welt befindet sich aktuell in einem gewaltigen Transformationsprozess, in dem die Banken eine bedeutende Rolle spielen. Diesen Prozess werden wir im folgenden Teil näher beleuchten.

Der Transformationsprozess in der Investmentwelt: Banken

Erinnern Sie sich noch an Lehman Brothers, die Bank, die die Finanzwelt vor etwas mehr als vier Jahren an den Rand des Abgrunds brachte? Schuld an der Systemkrise hatte sicherlich nicht die Bank alleine, aber sie ist mittlerweile Synonym für eine äußerst bedrohliche Fehlentwicklung. Somit steht Lehman nur für den Anfang eines Prozesses, der die Finanzwelt noch über Jahre begleiten wird. Am Ende dieser Phase werden wir vor „neuen“ Banken und anderen Finanzinstituten stehen. Das große Rad der Hebelgeschäfte, das Perpetuum mobile der Derivate, der mehrfachen Verbriefung und Verpackung von Kreditprodukten wird deutlich zurückgeschnitten sein. Banken werden sich wieder auf ihre eigentliche Aufgabe, nämlich die Finanzierung von realen Geschäften, konzentrieren. Alles, was darüber hinausgeht, müssen sie Brokern, Hedgefonds und anderen „Nicht-Finanzmarkt-Relevanten-Unternehmen“ überlassen.

Wie konnte ein solches Desaster bei Lehman (und nicht nur dort) überhaupt eintreten?

Bis 2007 entfalteten sich die Banken der Industrienationen nahezu ungebremst zu den einträglichsten und stärksten „Industrien“ der entwickelten Welt. Noch im Jahr 2008 waren die großen Aktienindizes von der Finanzindustrie dominiert. Im Vergleich dazu fristeten die weltgrößten „real produzierenden Industrien“ ein Schattendasein. Länder wie Großbritannien, Irland und auch die USA lebten von ihrer Finanzindustrie.

Möglich war dies durch die große Deregulierung in den 80er- und 90er-Jahren, die unter den Regierungen von Ronald Reagan, Bill Clinton, Helmut Kohl und Margaret Thatcher durchgeführt wurde. Neoliberalismus (Rückzug des Staates), angebotsorientierte Wirtschaftspolitik und freie Märkte waren anschließend die Themen der folgenden Dekade. USA und England hatten schmerzhafte Phasen hinter sich. Es herrschten Stagnation, schwaches Wachstum und rekordhohe Arbeitslosigkeit vor. Großbritannien stand sogar vor der Pleite – der IWF musste das Land 1977 mit einem Kredit von 2,3 Mrd. Pfund vor dem Bankrott retten.

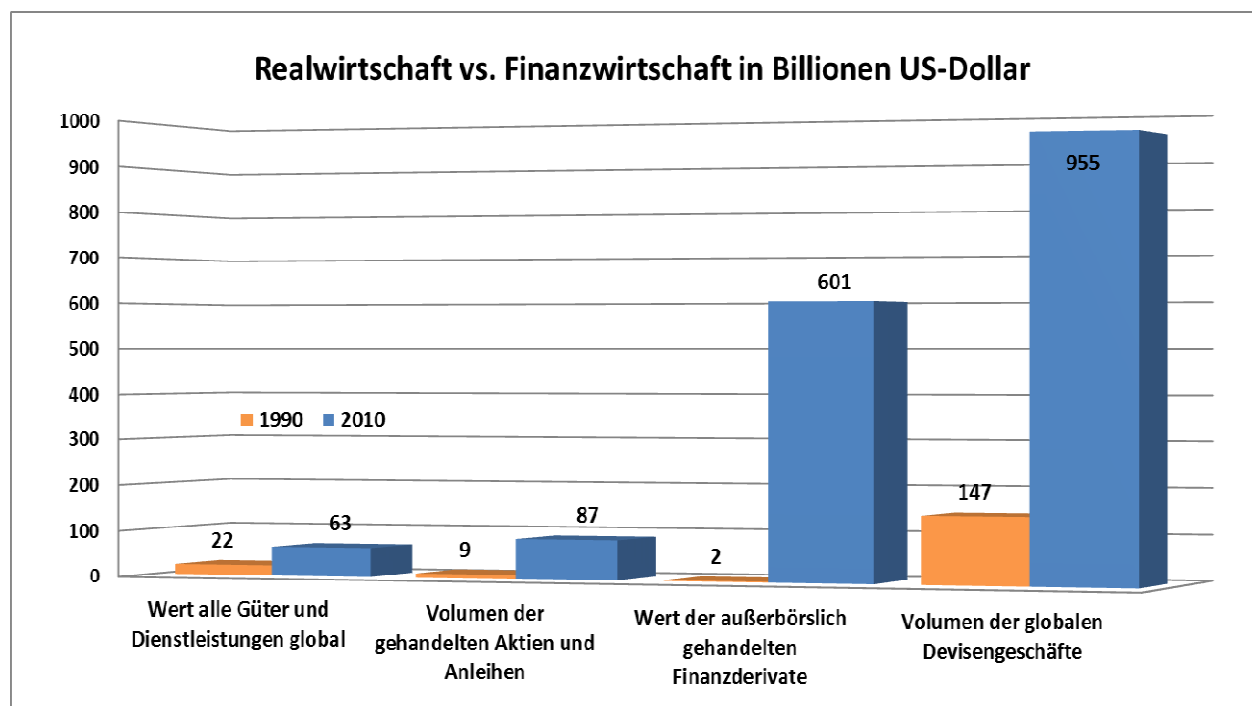
Die Thatcher-Regierung war wohl diejenige, die das Steuer am schärfsten herumriss. Wettbewerbsbeschränkungen wurden aufgehoben und die strengen Regeln an der Londoner Börse gelockert. Von da an konnten sich ausländische Banken niederlassen und britische Institute aufkaufen. Die Deregulierung sowie große Privatisierungen machten London zu der maßgeblichen Finanzmetropole der Welt! Nebeneffekte waren eine lockere Kreditvergabe und damit sprunghaft ansteigende Immobilienpreise. Großbritannien erlebte einen gewaltigen Boom, der jedoch auf geliehenem Geld beruhte. Inzwischen gehört auch die britische Bevölkerung zu den am höchsten verschuldeten Nationen und das Land musste nach Lehman britische Banken retten und verstaatlichen.

In den USA war es vor allem Bill Clinton, der die Deregulierung im Finanzsektor in Gang brachte. Im Jahr 1994 wurde das neue Bankengesetz verabschiedet, durch das sich die Banken von den Fesseln der aus den 20er-Jahren stammenden Regulierung befreien konnten. 1999 wurde die gesetzliche Trennung der Geschäftsbanken und der Investmentbanken (Glass-Steagall Act), die nach der Depression der 30er-Jahre eingeführt wurde, wieder aufgehoben. Unter George Bush war es den Banken 2004 sogar erlaubt worden, ihre Geschäfte ohne Limit über Kredit zu finanzieren! Aktuelle Studien des MIT (Massachusetts Institute of Technology) belegen, dass diese Deregulierung zentraler Auslöser der Schulden- und Immobilienexzesse in den USA war. Ein Überangebot an Hypothekenkrediten hat folglich die Immobilienpreise in die Höhe schnellen lassen. Ergebnisse anderer Ökonomen belegen Folgendes: Je schwächer die Bankenaufsicht eines Landes in der Vergangenheit war, desto größer sind nun die Probleme. Auch in den USA war festzustellen, dass die geringe Regulierung zur übermäßigen Kreditvergabe führte. Dadurch wurde der Konsum angeheizt und die Hauspreise schnellten in die Höhe. Nicht zuletzt aber wurden die Konsumenten selbst in die Schuldenfalle gezogen. Neue Langzeitstudien der Universität Berlin lassen auch erkennen, dass ein **vorangehender Kreditboom ein verlässlicher Indikator für darauf folgende Finanzkrisen** ist.

Das krasse Missverhältnis zwischen Realwirtschaft und Finanzwirtschaft

Die entfesselte Finanzindustrie hat in dieser Phase zu einer extremen Verschiebung der Relationen geführt. Die Banken konnten immer mehr verdienen und wuchsen immer noch schneller, um noch mehr Kredite vergeben zu können. Immer kompliziertere Produkte wurden entwickelt, die sogenannten abgeleiteten Finanzmarktprodukte (Finanzderivate) überstiegen nach Volumen die Basiswerte um das Vielfache und der Handel mit Devisen explodierte geradezu.

Durch die folgende Grafik können die Relationen illustriert werden. Die Säulen links geben den Wert der globalen Güter und Dienstleistungen an, also das globale Bruttoinlandsprodukt. Das betrug 2010 ca. 63 Billionen US-Dollar. Alleine die in 2010 gehandelten Finanzderivate machten fast das 10-Fache aus!

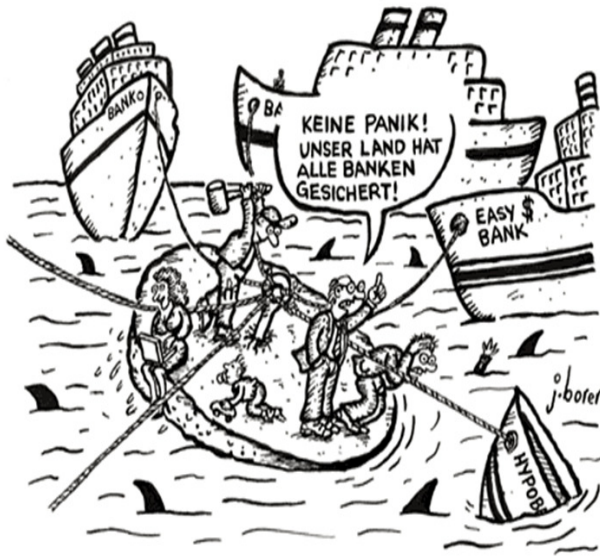


Quellen: EZB, Bloomberg, HB

Zwanzig Jahre zuvor, also 1990, lag der Wert der gehandelten Finanzderivate noch bei 2 Billionen US-Dollar. Allein in diesen 20 Jahren schnellte das Volumen der Derivate um das Dreihundertfache nach oben. Diese Geschäfte gehörten zu den großen Ertragsquellen der Banken, sie gehören aber auch zu den größten Risikofaktoren des Systems. In Deutschland klagen immer noch Tausende von Anlegern gegen die Banken, die ihnen solche strukturierten Produkte – damals von Lehman – verkauft haben. Doch das Geschäft mit diesen Instrumenten geht munter weiter.

Allgemein werden die Zertifikate z. B. auf zugrunde liegende Indizes, Aktien, Devisen, Rohstoffe oder sonstige Basiswerte begeben. Andere Varianten versprechen bestimmte Erträge bei Eintritt bestimmter Entwicklungen. Doch Achtung: Finanzderivate haben keinen realen, fassbaren Eigenwert. Sie sind im Normalfall abhängig von der Kursentwicklung der Basiswerte. Neben den Zertifikaten – das sind bei Privatanlegern wohl die bekanntesten – gehören noch unterschiedlichste andere Produkte wie Aktienanleihen, Optionen, Optionsscheine, Swaps und Futures dazu. Auch die sogenannten Kreditverbriefungen zählen zu diesen Finanzderivaten. Hierbei werden etwa einzelne Bankkredite oder Hypothekenkredite zu größeren Volumina zusammengepackt und an Anleger weiterverkauft. Klassisches Negativbeispiel waren hier die US-Subprime-Kredite, bei denen Kredite von Schuldner mit schlechter Bonität in Anleihen verpackt wurden, die dann ein besseres Rating bekamen. Da eine gute Verzinsung versprochen wurde, kauften wiederum andere Anleger diese neuen Anleihen auf. Wohin dies führte, wissen wir alle!

Doch zurück zu den Zertifikaten: Solche Papiere sind im Extremfall (siehe Lehman-Pleite) nicht einmal das Papier wert, auf dem sie stehen. Fällt also die Bank aus und wird insolvent, werden die Zertifikate, die unter normalen Umständen z. B. die Kursentwicklung einer Aktie wie Siemens widerspiegeln, wertlos. Das passiert selbst dann, wenn sich die Siemens-Aktie stabil hält. Rechtlich gesehen sind solche Papiere Schuldverschreibungen des Emittenten, also der Bank. Diese garantiert



mit ihrer Bonität dafür, dass die unbesicherten Papiere ausbezahlt werden. Vor dem Hintergrund der überbordenden Volumina dieser Derivate sind allerdings größte Zweifel angebracht, ob diese Werte bei einer wirklichen Bankenkrise noch eingelöst werden können. Die letzten verfügbaren Zahlen zeigen, wie oben dargestellt, ein gehandeltes Volumen von über 600 Billionen USD. Das entspricht nun sicher nicht dem Wert der ausstehenden Papiere, denn Handelsvolumen ist nicht gleich Depotvolumen. Solche Titel haben ja teilweise relativ kurze Laufzeiten und werden immer wieder neu emittiert, gekauft und verkauft. Dennoch lässt der Wert zumindest annähernd ermessen, welche Verpflichtungen die Banken damit eingegangen sind.

Was bei einer wirklichen Systemkrise mit diesen Derivaten passieren wird, liegt auf der Hand. Der Fall von Lehman war noch beherrschbar. Fallen mehrere Banken gleichzeitig aus und können die Heimatstaaten aufgrund hoher Defizite die Institute nicht auffangen, könnten wir einen noch nie gesehenen Kollaps erleben. Um diesen Fall nicht eintreten zu lassen, müssen die Banken und Finanzinstitute stärker kontrolliert und auch besser reguliert werden – nicht um die Banken zu beschneiden, sondern um sie sicherer zu machen!

Das wahre Leiden der Banken beginnt erst

Nicht nur die oben beschriebenen Konsequenzen der übermäßigen Kreditvergabe, auch die direkten Folgekosten für die Staaten sind enorm. Sie mussten für taumelnde Banken in die Bresche springen, was letztendlich zu einer Kehrtwende hinsichtlich der lange Zeit propagierten Deregulierung führte. Banken und Bankmanager sehen sich einer gewaltigen Straffung der bis dato zu lockeren Zügel ausgesetzt.

Über lange Phasen konnten Bankmanager nach der Devise handeln „Die **Gewinne gehören uns, Verluste trägt im Extremfall der Staat**“ (und damit die Gesellschaft). Nach der Lehman-Pleite wurden Banken dahingehend untersucht, ob sie **systemrelevant** sind. In Deutschland gehören zu dieser Gruppe die Deutsche Bank und die Commerzbank. Systemrelevanz bedeutet in dieser Hinsicht „**too big to fail**“. Diese Banken dürfen im Zweifelsfall nicht zusammenbrechen und können auf jeden Fall damit rechnen, vom Staat gerettet zu werden. Die Folgekosten eines Zusammenbruchs wären für den Staat noch gravierender – vor allem aber für die Bevölkerung.

Die Beschneidung der Banken

Nach der Banken- und Finanzkrise wurde in den USA die umfassendste Finanzmarktreform seit den 30er-Jahren angestoßen. Hierbei wurde der **Dodd-Frank Act** zusammen mit der **Volcker Rule** erlassen. Ersterer zielt auf einen Ausbau aller finanzmarktrelevanten Kontrollinstitutionen und regelt eine mögliche Zwangsverwaltung. Auch bisher nicht regulierte alternative Anlagen werden nun der Aufsicht unterstellt.

Die **Volcker Rule** kommt fast einem vollständigen Verbot des Eigenhandels gleich (auch für Tochtergesellschaften im Ausland). Daneben soll die Vorschrift auch die Beteiligung an und die Investition in Hedgefonds und Private-Equity Funds marginalisieren. In den USA haben sich einige Banken wie Goldman Sachs und Morgan Stanley bereits von Eigenhandels-, Hedgefonds- und

Private-Equity-Bereichen getrennt. In Großbritannien will die Regierung das Investmentbanking von den Banken abtrennen, zudem soll die Regulierung über das hinausgehen, was die EU bisher vorsieht, zu gravierend waren die Folgen der Großbankenrettung in Großbritannien.

So kostete alleine die Rettung der Royal Bank of Scotland (RBS) 45 Milliarden Pfund. In den USA wurden für die Rettung des größten Versicherungskonzerns AIG 75 Mrd. USD aufgewendet. Nicht eingerechnet sind Kapitalhilfen, Bürgschaften und Garantien. Auch wenn Teile davon wieder zurückbezahlt werden konnten, ist der Aufwand immer noch immens. Bis zu 2,5 Billionen USD sollen aufgewendet worden sein, um das Schlimmste zu verhindern. Der volkswirtschaftliche Schaden liegt auf globaler Ebene bei über 10 Billionen USD.

Neue internationale Regelungen

Auf internationaler Ebene sollen die neuen **Eigenkapitalrichtlinien Basel III** für eine solidere Finanzierung der Banken sorgen. Dahinter steht der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, der sich um die Vereinheitlichung des internationalen Bankensystems kümmert, mit dem Ziel, generell das Insolvenzrisiko von Banken zu senken. Der Ausschuss wurde bereits 1974 ins Leben gerufen, nachdem zuvor eine Reihe von Bankenzusammenbrüchen aufgrund zu niedriger Eigenkapitalausstattungen zu verzeichnen waren.

Bisher wurden Basel I und Basel II in Kraft gesetzt, die die Eigenkapitalunterlegung der Banken vorgeben. Die neue Basel-III-Regel soll nun noch **mehr Puffer bei den Kreditinstituten in Krisensituationen** schaffen. Der zentrale Begriff dabei ist die „risikogewichtete Aktiva“. Vereinfacht bedeutet dies: Je schlechter die Bonität eines Schuldners, desto mehr muss als Sicherheit von der Bank zurückgelegt werden. Basel III verpflichtet nun die Banken, sieben Prozent ihrer risikogewichteten Aktiva als hartes Kernkapital zu halten. Hinzu kommt weiches Kernkapital von 1,5% und Ergänzungskapital von 2%. Bisher liegt die Quote für risikogewichtete Aktiva bei vier Prozent. Sogenannte systemrelevante Institute wie J.P. Morgan müssten sogar 9,5 Prozent hartes Kernkapital vorweisen. Hartes Kernkapital ist Geld, das in Krisenzeiten stets verfügbar ist - sofort und bedingungslos - dazu gehört das eingezahlte Kapital wie Aktien und offene Rücklagen. Neben den Kapitalanforderungen wird auch eine **Verschuldungsgrenze** (Leverage-Ratio) eingeführt. Bereits im laufenden Jahr sollen die Beschlüsse in EU-Recht umgesetzt werden. Systemrelevante Banken müssen, je nach Relevanz, bis 2018 noch zusätzlich bis zu 3,5% Eigenkapital aufbringen.

In der Schweiz gibt es sogar eine über die Basel III hinausgehende Sonderregelung für Banken – so sollen die UBS und Credit Suisse ihre risikogewichtete Aktiva mit 19% Eigenkapital unterlegen. Ferner müssen die **Banken** sich so organisieren, dass die systemrelevanten Bereiche wie der Zahlungsverkehr auch in einer Krise oder nach einem Zusammenbruch noch funktionieren können.

Auswirkungen der neuen Regularien

Diese Regelungen bedeuten einen enormen Kapitalbedarf für die Banken. Alleine für die deutschen Banken wird mit deutlich über 100 Mrd. EUR gerechnet.

Wie schwer die Kapitalbeschaffung für Banken, insbesondere für die kapitalschwächeren, gegenwärtig ist (gerade diese benötigen jedoch die Mittel), zeigt das Beispiel der UniCredit. Über eine Kapitalerhöhung sollten ca. 7,5 Mrd. Euro erlöst werden. Die Bank musste einen hohen Abschlag gewähren. Nur dadurch gelang die Platzierung. Doch ist im Rahmen dieser Kapitalerhöhung der Börsenwert der Bank um fast 50% eingebrochen!

Um die neuen Eigenkapitalrichtlinien zu erfüllen, müssen die Institute ihre Bilanzsummen stark schrumpfen. Viele haben das schon angekündigt oder sind bereits dabei, sich zu verkleinern. Hunderttausende von Arbeitsplätzen werden abgebaut. Einsparungen und Budgetkürzungen beherrschen die anstehenden Agenden der Banken. Für die Erreichung dieser Ziele müssen risikoreiche Aktiva abgebaut und veräußert werden. Um in Deutschland schwache Banken von der Last nicht werthaltiger Papiere zu befreien, wurden bisher für zwei Finanzinstitute sogenannte „Bad

Banks“ gegründet, in die schlechte Anleihen und Kredite ausgelagert wurden. Für die HRE wurden dabei 170 Mrd., für die West LB 78 und 85 Mrd. überführt. Von der Commerzbanktochter Eurohypo könnten, da die Eurohypo nicht wie beabsichtigt verkauft werden kann, 85 Mrd. in eine neue Bad Bank verlagert werden. Bei diesen Bad Banks (Abwicklungsanstalten) haftet dann der Staat für die anfallenden Verluste.

Auch in den USA werden Kürzungsprogramme aufgelegt. Obwohl die bereits beschriebene Volcker Rule noch nicht in Kraft ist, haben Großbanken die entsprechenden Abteilungen bereits geschlossen oder ausgegliedert. In den USA stehen gleich acht Banken auf der Liste der systemrelevanten Institute: Bank of America, BNY Mellon, Citigroup, Goldman, JP Morgan, Morgan Stanley, State Street und Wells Fargo.

Die amerikanische Notenbank Fed und die Bankenaufsicht FDIC haben Regeln zur Auflösung von Banken geschaffen. Zudem verlangt die FDIC nun bis Ende 2012 Testamente von den Großbanken, in denen eine Abwicklung eines Instituts im Krisenfall vorgezeichnet werden soll. Außerdem legte die Fed Regeln vor, die es unmöglich machen sollen, dass ein Institut von einem anderen in zu große Abhängigkeit gerät.



Doch nicht nur der staatliche Druck auf die Banken wächst, auch der gesellschaftliche Druck wird immer größer. In der Bewegung „**Occupy Wallstreet**“, die sich auch auf andere Finanzzentren wie Frankfurt oder London ausdehnte, verschaffen sich besorgte Bürger inzwischen medienwirksam Gehör. All dies weist auf merkliche Veränderungen in der Wahrnehmung hin. Die sogenannten Banker haben bereits ein schlechteres Image als Politiker und Journalisten. Politiker wiederum werden in den vielen anstehenden Wahlen diese Signale nicht überhören können. Es ist also eher zu erwarten, dass die Banken noch

stärker beschnitten werden. Ein Beispiel hierfür ist die geplante Einführung der Börsentransaktionssteuer im Euroraum. Schon nach Lehman kam es zu einer Umstellung der Vergütungssysteme der Banken. Bonuszahlungen wurden beschnitten und im Gegenzug Fixgehälter angehoben. Damit soll den falschen / kurzfristigen Anreizsystemen der Manager begegnet werden. Aktuelle Schätzungen gehen davon aus, dass die Bonuszahlungen für das abgelaufene Jahr um bis zu 70% beschnitten werden. Die Nachrichtenagentur Bloomberg erwartet für das laufende Jahr, dass Europas Finanzindustrie 125.000 Entlassungen bevorstehen, und das manager magazin geht davon aus, dass zwei Drittel der Entlassenen in der Finanzbranche keine Anstellung mehr finden.

Die starke Erhöhung der Eigenkapitalerfordernis für Banken wird jedoch zu einer gravierenden Renditeverringern führen. So schätzt etwa JP Morgan, dass sich die Erträge um 20% verringern werden. Weiter schätzt das Haus, dass die Investmentbanken rund ein Drittel der Personalkosten einsparen müssen, um mit den neuen Vorzeichen wenigstens noch auskömmliche Erträge erwirtschaften zu können.

Folgen, die über die Bankenwelt hinausgehen

Die beschriebene Bilanzverkürzung auf globaler Ebene führt zu einer massiven Bilanzverkürzung der Institute und damit zu einer starken **Tendenz des Deleveraging** (s. Bericht vom 30.06.11). Der Abbau von Krediten, Verkauf von Unternehmenseinheiten, insbesondere der mit größerem Fremdkapitaleinsatz unterlegten Geschäfte, kann aber die Geldmenge auf globaler Ebene verkürzen. Eine geringere Geldmenge und eine langsamere Umlaufgeschwindigkeit des Geldes werden dann zu einem Stocken des Wachstums führen, zumindest aber zu einer anhaltenden Schwächung des Wachstums. Je stärker die Kreditvergabemöglichkeiten beschränkt werden, desto schwieriger wird

es für Unternehmen, neue Kredite aufzunehmen. Besonders betroffen sind davon die eher kleineren Firmen, die sich nicht selbst am Kapitalmarkt finanzieren können. Diese werden dann höhere Zinsen bezahlen müssen, um überhaupt noch Bankkredite zu bekommen. Neu-Investitionen werden deutlich schwerer zu finanzieren sein. Insbesondere in wirtschaftlich unsicheren Zeiten werden dann neue Investitionen zurückgestellt.

Auf der anderen Seite wird ein Prozess des Deleveraging inflationäre Tendenzen deutlich mindern und kann diese bei entsprechender Ausprägung sogar in eine Deflation umkehren. Diese wiederum wird Geldwerte sichern, aber die Sicherheit von Arbeitsplätzen extrem gefährden. Eine Abwärts-spirale von Konjunktur und Arbeitsmarkt wäre die Folge. Nicht nur die Entwicklungs- und Investitionsstrategien der Industrie würden unter einem solchen Szenario gewaltige Änderungen mit sich bringen. **Auch die Vermögensanlage wäre unter diesem Szenario anzupassen!**

Ob die neue Bankenregulierung so weitreichend sein wird, kann gegenwärtig niemand seriös prognostizieren. Noch immer ist die Bankenlobby sehr stark und versucht, die Politik in ihrem Sinne zu beeinflussen. Daneben sind die Schwellenländer, die für die globale Wirtschaft immer wichtiger werden, mit in die Rechnung einzubeziehen. Diese Länder waren weder von der amerikanischen Hypothekenskrise direkt betroffen, noch ächzen die Staaten unter den überbordenden Schulden wie die Industriestaaten. Auch ist deren Wirtschaftswachstum immer noch intakt und deutlich dynamischer als das der entwickelten Welt. Hier zeichnet sich eine gewaltige Verschiebung der Gewichte ab. Die Situation alleine in den Industrieländern zu betrachten und zu beurteilen reicht schon längst nicht mehr aus, um die richtigen Schlüsse zu ziehen. **Die Entwicklung der aufstrebenden Länder hat bereits maßgeblichen Anteil an den globalen Entwicklungen.**

Mit dieser gewaltigen Kräfteverschiebung werden wir uns im nächsten Halbjahresbericht befassen, der den Transformationsprozess in der Investmentwelt von den Industrieländern zu den Schwellenländern betrachten wird.

Einschätzung der aktuellen Lage / Prognosen 2012

Globale Entwicklung

Die Weltwirtschaft wird auch im neuen Jahr weiter wachsen, wenngleich die Wachstumsrate in einigen Ländern deutlich geringer ausfallen wird als in 2011. Der IWF (Internationale Währungsfonds) hat seine Prognosen am 25. Januar reduziert und erwartet nun 3,3% globales Wachstum. Damit läge der Zuwachs rund ein halbes Prozent niedriger als in 2011. Andere Institute sind vorsichtiger und rechnen mit einem Wachstum von unter 3%. Der Hemmschuh für das Wachstum ist dabei in der europäischen Schuldenkrise auszumachen. Die nach den USA wichtigste Region „Euroland“ könnte mit minus 0,5% nach IWF-Prognose sogar in eine leichte Rezession fallen und damit die globale Entwicklung deutlich einbremsen. Die abflauenden Importe Europas zögen danach auch die Schwellenländer in Mitleidenschaft.

Vereinigte Staaten von Amerika

Die Konjunkturentwicklung der USA konnte im letzten Jahr die Erwartungen der Experten nicht erfüllen. So wurde auf Jahressicht lediglich ein Wachstum von um 1,7% erreicht. Nichtsdestotrotz gehörten die amerikanischen Aktienmärkte zu den stabilsten und beschlossen das Jahr mit Pluszeichen. Nach einer Reihe von negativen Daten im Verlauf des Jahres scheint sich nun auch der fundamentale Datenkranz wieder zu drehen. Damit wird sich auch die begründete Rezessionsangst wieder verflüchtigen. Dreh- und Angelpunkt bleibt in den USA die Entwicklung des Arbeitsmarktes und gerade hier scheint sich eine merkliche Verbesserung abzuzeichnen. Die Dezemberzahlen zeigen 200.000 neu geschaffene Stellen außerhalb der Landwirtschaft und die Arbeitslosenrate fiel unerwartet auf 8,5%. Die Schaffung von neuen Arbeitsplätzen sollte auch bei den Konsumenten ihre Wirkung nicht verfehlen – eine Stimmungsaufhellung wird den wichtigsten Faktor der US-Wirtschaft, nämlich den Konsum, wieder anschieben. Hinzu kommen nun auch wieder etwas positivere

Signale vom Immobilienmarkt. Generell verdienen die Unternehmen weiterhin prächtig und sollten aufgrund der über die letzten Jahre durchgeführten Restrukturierungen weiter mit hohen Gewinnmargen arbeiten können. **Die Konjunkturaussichten in den USA scheinen sich also wieder zu verbessern.**

Deutschland / Euroland

An sich wären das gute Aussichten für Deutschland: Zinsen auf Rekordtief, Abwertung des Euro seit Mai um 15% gegenüber wichtigen Handelspartnern, hohe Auslastung in der Industrie, stabiler Export, glänzende Automobilkonjunktur, Konsum auf einem Level, das seit Jahren nicht mehr erreicht wurde, Beschäftigung auf Rekordniveau, Überschüsse in den Sozialkassen und aufgrund straffer Organisation und langjähriger Effizienzprogramme eine äußerst konkurrenzfähige Industrie mit ausgezeichneten Margen, die sich auch in hohen Ausschüttungen bemerkbar machen. Dabei wuchs das Bruttoinlandsprodukt im vergangenen Jahr fast doppelt so stark wie das der USA – nur: In den USA stiegen die Aktienmärkte und in Deutschland und anderen Euroländern fielen sie um ein Vielfaches der Kursgewinne der US-amerikanischen Märkte! Denn Europa hat nicht nur eine Schuldenkrise, sondern auch eine gewaltige Vertrauenskrise! Die Verschuldung des gesamten Euro-raums liegt deutlich unter der der USA, auch die Neuverschuldung. Dennoch gilt weiterhin, die USA sind der Hort der Stabilität und Europa ist das Sorgenkind. Verkehrte Welt, dennoch müssen wir damit leben.

Die starken Sparmaßnahmen werden im gerade begonnenen Jahr ihre Spuren hinterlassen – auch in Deutschland. So prognostiziert der IWF für Deutschland in 2012 nur noch ein Wachstum von 0,3%. Andere Institute sind da optimistischer: die Bundesbank schätzt aktuell +0,6%, ifo +0,4%, DIW +0,6%, Roland Berger hingegen schätzt sogar bis zu +3%. Da die anderen Euro-Länder negative Wachstumsraten aufweisen werden (Spanien -1,7% und Italien -2,2%), wird sich auch die deutsche Wirtschaft schwer tun. Dennoch gehen wir vorsichtig mit diesen Prognosen um, die statistisch gesehen kaum besser sind als ein Münzwurf. Das Jahr wird für die europäischen Märkte nicht einfach werden, dennoch bietet sich Raum für eine positive Überraschung. Nach herkömmlicher Aktienmarktbeurteilung besteht erhebliches Aufwärtspotenzial bei den wichtigen Euroländern – eine leichte Rezession ist hierbei schon eingerechnet.

Schwellenländer

Wenngleich einige wichtige Schwellenländer ebenfalls die Auswirkungen der Schuldenkrise weiter zu spüren bekommen, ist auch mit Erleichterungen vonseiten der Geldmarktpolitik zu rechnen. In vielen Ländern wurde hinsichtlich stark steigender Inflationsraten eine beträchtliche Straffung der Geldpolitik durchgeführt, wobei Mindestreservesätze der Banken wie in China mehrfach erhöht wurden. Daneben wurden die Zinsen deutlich nach oben gesetzt. Da sich nun aber Wachstumsraten deutlich verringern und Abschwächungstendenzen zu sehen sind, wird davon ausgegangen, dass auch die Inflation dort ein zyklisches Hoch erreicht hat. Dies führt dazu, dass die straffe Geldpolitik deutlich gelockert werden kann. Dieses Signal an den Kapitalmärkten werden auch die Investoren nicht übersehen und Anleger werden erneut die zuletzt deutlich reduzierten Anlagegelder wieder in diese Regionen fließen lassen.

Rohstoffmärkte

Nachdem die breit aufgestellten Rohstoffindizes in den ersten 4 Monaten des vergangenen Jahres mit rund 17% stark zulegen konnten, drehte sich das Bild in der zweiten Jahreshälfte wieder, wobei die Gewinne mehr als aufgezehrt wurden. Seit Mitte September ist ähnlich wie bei den Aktienmärkten wieder eine Aufwärtstendenz erkennbar. Damit zeigt sich, dass sich die Rohstoffe nicht wirklich – insbesondere in Krisensituationen – von den Aktienmärkten abkoppeln können. Besonders die Inflationsbekämpfung Chinas lastete stark auf den Preisen, speziell bei den Industriemetallen. Im Umkehrschluss sollte die bereits begonnene Lockerung der chinesischen Geldpolitik wieder für stärkere Nachfrage sorgen. Nach dem vorangegangenen Rückschlag decken gegenwärtig die

Preise kaum mehr die Produktionskosten ab. Dies untermauert auf der einen Seite die Preise vieler Rohstoffe. Auf der anderen Seite ist meist noch ein Angebotsüberhang vorhanden, der deutliche Preissteigerungen eher verhindert. Die Ölpreise spiegeln allerdings wieder eine Risikoprämie im Zusammenhang mit dem Irankonflikt wider. Sollte es hier zu einer Eskalation kommen (Militärschlag gegen iranische Atomanlagen oder Sperrung der Straße von Hormus), könnte dies den Ölpreis sogar verdoppeln, mit gravierenden Folgen für die globale Konjunkturentwicklung. Weiterhin gilt jedoch: Die in 2009 begonnene Aufwärtsbewegung ist weiter intakt.

Rentenmärkte

Das wirtschaftliche Umfeld spricht weiterhin für niedrige Zinsen, sowohl in den USA als auch in Europa. Zudem klingen die im vergangenen Jahr erkennbaren inflationären Tendenzen langsam wieder ab. Vor dem Hintergrund einer sich eher abschwächenden globalen Konjunktur und der weiter schwelenden Euro-Krise ist ein fühlbarer Zinsanstieg kaum vorstellbar. In den USA hat sich die Notenbank darauf festgelegt, die Zinsen bis 2013 nicht zu erhöhen und in Europa hat die EZB den Leitzins bereits zweimal gesenkt; bei einer weiteren Konjunkturverschlechterung kann sogar ein Rückgang der Euro-Leitzinsen auf unter 0,5% erwartet werden. Deutsche 10-jährige Bundesanleihen bringen im Moment noch 1,9% Rendite – für ganz kurzfristige Papiere gab es zuletzt Negativzinsen. Anleger bezahlen also dafür, dass sie ihr Geld in deutsche Staatsanleihen investieren dürfen! Aufgrund der anhaltenden Flucht in Sicherheit sind deutsche Staatsanleihen sicherlich überbewertet. Hier könnte sich mit einem Fortschritt bei der Bewältigung der Schuldenkrise eine Normalisierung einstellen und die Rendite wieder ansteigen.

Unser Basisszenario:

Konjunkturelle Abschwächung, aber keine Rezession

Die Risiken einer erneuten Eskalation der Euro-Schuldenkrise sind bei Weitem nicht gebannt. Unser Basisszenario geht von einer weiter schwelenden Schuldenkrise aus, sieht aber keine extreme Eskalation der Lage.

1. Ankurbelungsmaßnahmen in den USA (Wahlkampf) und in Schwellenländern werden das globale Wachstum stabil halten.
2. Deutschland kann sich weiter von den restlichen Euroländern abheben und hat weiteres Wachstumspotenzial, dennoch bremst das negative Wachstum der Nachbarländer.
3. Die Geldpolitik wird im Euroraum wieder expansiver (Zinssenkungen).
4. Die Renditen der Bundesanleihen können mit einer Entspannung der Eurokrise leicht steigen.
5. Anleger werden sich weiter risikoavers verhalten (bei einem möglichen Aktienkursanstieg werden Privatanleger außen vor bleiben)
6. Der Goldpreis wird unter Schwankungen stabil bleiben, er wirkt weiter als Krisenpuffer, die Übertreibung hat sich zurückgebildet.
7. Von der niedrigen Basis aus haben Aktienmärkte Aufwärtspotenzial, allerdings mit hoher Schwankungsbreite.
8. Die Rohstoffpreise sind mit leicht steigender Tendenz zu erwarten.
9. Die Euro-Krise wird die Investmentwelt weiter in Atem halten.
10. Nach der deutlichen Abwertung des Euros gegenüber dem US-Dollar kann das Jahr eine deutliche Gegenbewegung bringen, allerdings bleibt der Euro geschwächt.

Die größten Risiken für die Weltwirtschaft:

1. Weitere Eskalation der Schuldenkrise in Europa
 - Refinanzierungsprobleme von Italien, Spanien und anderen Ländern
 - Zahlungsausfall Griechenlands – Euroaustritt
 - Ansteckungsgefahr bei Peripherieländern nach einem möglichen Austritt Griechenlands aus der Währungsunion
2. Liquiditäts- und Bonitätskrise bei europäischen Banken
 - als Folge der o.a. Auslöser
 - verschärfte Eigenkapitalerfordernis führt zu Einschränkungen im Kreditgeschäft
 - Kreditklemme in der Wirtschaft, Verschlechterung der Kreditvergabebedingungen
 - Stützungsmaßnahmen und Verstaatlichung von Banken
3. Deutliche Konjunkturabschwächung in den Schwellenländern, insbesondere in China
 - eine entgegen den Erwartungen weiterhin hohe Inflation lässt China keinen Spielraum für Stimulation über Geldpolitik
 - mangelnde Nachfrage aus den Industrieländern führt zu Rückschlägen bei den Schwellenländern
 - Abzug von Anlagekapital und Auslandsinvestitionen führen zu Arbeitslosigkeit
4. Eskalation des Atomkonflikts mit dem Iran
 - Militärschlag auf die Atomanlagen
 - Blockade der Straße von Hormus führt zu hohen Risikoaufschlägen beim Ölpreis
 - Inflationsgefahren durch Verteuerung der Energiekosten
5. starker Renditeanstieg an den Rentenmärkten
 - aufgrund von neu aufkeimender Inflation
 - aufgrund von Risikoaufschlägen bei einer Verschärfung der Schuldenkrise
 - oder wegen stark steigender Ölpreise (s. o.)
6. Deleveraging von Banken und Staaten führt zu Deflation und Konjunkturunbruch

Fazit und abzuleitende Anlagepolitik

Da die Risikofaktoren weiter sehr hoch sind und gegenwärtig niemand in der Lage ist, das Ende der europäischen Schuldenkrise abzusehen, ist weiterhin keine aggressive Anlagepolitik angebracht.



Eine neue Eskalation hinsichtlich eines Zahlungsausfalls Griechenlands und eines damit einhergehenden Austritts aus der Eurozone kann ebenso wenig ausgeschlossen werden wie ein weiterer Zinsanstieg für italienische Staatsanleihen, der auch für Italien zum Gang nach Canossa werden könnte. Trotz aller öffentlichen Bekundungen seitens der EZB und der Bundeskanzlerin kann aber auch ein verstärktes Engagement der Europäischen Zentralbank nicht ausgeschlossen werden.

Ein Zahlungsausfall Griechenlands und ein sich anschließender Austritt aus der Eurozone hätten so immense Folgekosten für alle Beteiligten, die unter Abwägung der Alternativen wohl eher zum „Durchfüttern der Griechen“ führen werden. Weder die Euroländer noch die Griechen selbst würden durch einen Austritt entlastet. Für die Gläubiger würde das wohl fast einen Totalverlust

ihrer Kredite und Anleihebestände bedeuten (Bankenverstaatlichungen wären nötig) und die EZB hätte ebenso gewaltige Verluste zu tragen, was die Trägerländer zu großen Kapitalaufstockungen zwingen würde. Auch über das europäische Zahlungsverkehrssystem TARGET 2 stehen zusätzlich Forderungen an die griechische Nationalbank von über 100 Mrd. Euro zu Buche, die abzuschreiben wären! Die Verschuldung der Rest-Euroländer würde nochmals deutlich ansteigen. Für die Griechen selbst würde die Verschuldung kaum ausreichend reduziert werden. Über bestimmte Anleihen, die nicht in die neue Währung getauscht werden können, käme es erneut zu einer Erhöhung der Auslandsschulden. Die folgende Abwertung der neuen Währung, die unweigerlich nach Freigabe des Handels folgen würde, brächte zunächst einen Wettbewerbsvorteil. Doch Griechenland ist kein Exportland. Die wenigen Güter (vor allem Agrar), die exportiert werden können, würden nicht zu einer Verbesserung der wirtschaftlichen Lage führen. Andererseits würden sich Importe extrem verteuern und Griechenland ist ein Importland! Die Kaufkraft der Löhne und Gehälter würde eklatant sinken und der Staat müsste in großem Maße Geld drucken, um seine Funktionen aufrechtzuerhalten. Hohe Inflationsraten wären die Folge. Schon die im letzten Jahr beschlossenen Sparmaßnahmen führten zu heftigen Tumulten. Die Folgen eines Austritts könnten zu wirklichen Revolten führen. Bevor es zu einer wirtschaftlichen Festigung kommen kann, hätte das Land bittere Jahre einer Depression zu durchstehen, die zu einem Exodus der gut ausgebildeten jungen Bevölkerung führen würde. Davon allerdings könnten die anderen europäischen Länder durch die hoch motivierten Arbeitskräfte profitieren.

Aus unserer Sicht ist es somit nicht unwahrscheinlich, dass die EZB, wenn nichts anderes mehr hilft, in die Bresche springen wird. Die Märkte würden das dann wohl mit Kurssprüngen quittieren, auch wenn das Problem der Überschuldung damit nicht gelöst wäre.

Auch diese Variante ist bei der Gestaltung der Anlagestrategie zu berücksichtigen. Dass die Märkte trotz einer sich eintrübenden wirtschaftlichen Lage in den Euroländern zu billig sind, hatten wir bereits beschrieben. Zudem sind an den Börsen, sobald sich wieder einmal eine Entspannung der Lage abzeichnet, starke Aufwärtsschübe zu beobachten. Dies ist gewöhnlich dann festzustellen, wenn Märkte überverkauft sind – doch was ist schon normal in diesen Tagen. Weitere Rückschläge im kommenden Jahr sollten die Anleger nicht in Panik versetzen, sondern sollten als antizyklische Kaufgelegenheiten gesehen werden.

Ihr Team von DR. HELLERICH & CO

Disclaimer

Alle Angaben wurden von uns sorgfältig recherchiert und erarbeitet. Dabei wurde zum Teil auf Informationen Dritter zurückgegriffen. Die Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf oder infolge von gesetzlichen Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben kann daher keine Gewähr übernommen werden. Die Inhalte stellen weder eine individuelle Anlageempfehlung noch eine Einladung zur Zeichnung oder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar.

Es werden lediglich Meinungen dargestellt, die ohne unsere Vorankündigungen wieder geändert werden können. Daneben können die in unseren Publikationen vertretenen Meinungen auch von aktuell umgesetzten Anlagestrategien der DR. HELLERICH & CO GmbH abweichen. Sofern Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen können. Quellen für Graphiken, soweit nicht anders vermerkt, Bloomberg. Soweit steuerliche oder rechtliche Belange berührt werden, sollten diese vom Adressaten mit seinem Steuerberater bzw. Rechtsanwalt erörtert werden.

Die Vervielfältigung dieser Informationen oder Daten, insbesondere die Verwendung von Texten, Textteilen oder Bildmaterial, bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung von DR. HELLERICH & CO GmbH.