



## Bericht zum 1. Quartal 2010

### Aufschwung im Plan, aber mit Fragezeichen

Bisher verläuft der Aufschwung im Rahmen unserer Erwartungen. Somit befinden wir uns mit unseren Prognosen (vgl. Jahresbericht) auf dem richtigen Pfad. Wir gehen weiter von einer sich noch verbessernden globalen Konjunktorentwicklung aus, die Unterstützung von guter Nachfrage aus den Schwellenländern und hier insbesondere aus Asien bekommt. Positiv überrascht hat uns die sich weiter verbessernde Lage in den USA. Dort entwickeln sich insbesondere die Unternehmensergebnisse sehr gut und geben damit der Hoffnung auf eine Verbesserung am Arbeitsmarkt Nahrung.

Vergessen wir bei dieser gegenwärtig doch recht positiven Entwicklung jedoch nicht die weiter schwelenden Brände in verschiedenen Regionen des Erdballs. Welche Problematik die ausufernde Verschuldung mit sich bringt, konnten wir gerade erst bei unserem Euro-Mitgliedsland Griechenland beobachten. Die daraus resultierenden Folgen werden wir in Deutschland noch direkt zu spüren bekommen. Daneben ist die Immobilienkrise in den USA und in Spanien längst noch nicht überwunden. Dass auch zwei Jahre nach Ausbruch der Krise verstaatlichte Banken in Deutschland wie die Hypo Real Estate, verschiedene Landesbanken oder zuletzt die wieder in österreichische Hände zurückgekehrte Hypo Alpe Adria Bank auf weitere substantielle Stützungsmaßnahmen des Staates angewiesen sind, sei hier nur am Rande erwähnt.

### Portugal, Italien, Irland, Griechenland und Spanien werden neuerdings „PIIGS“ oder „PIGS“ genannt

Die Finanzindustrie und hier insbesondere die Analysten sind nicht zimperlich, wenn es um die Benennung von Missständen geht. Je plakativer beschrieben werden kann, umso besser. „Pig“ kommt aus dem Englischen und beschreibt den Paarhufer „Sus scorfa“, gemeinhin auch als Schwein bekannt. Bereits Aristoteles, bekanntlich Grieche, hatte sich mit Schweinehandel befasst, und auch schon zu Homers Zeiten wurden in Griechenland Schweine zur Fleischproduktion gezüchtet. Eine große Schweineherde unterstrich in der Antike oft den Reichtum des Besitzers.

Im Jahr 2010 können die vorgenannten Länder im übertragenen Sinne nicht mehr über viele Schweine verfügen. Bis vor kurzem suchten die Verantwortlichen in den dortigen Ministerien und Präsidialämtern nach anderen noch vermögenden Schweinezüchtern, die bereit wären, gegen einen Obolus ihre Schweine an die Griechen zu verleihen. Doch zierten sich die reicheren Schweinezüchter, wie Deutschland, Österreich und die Niederlande, deren Ställe bzw. Tresore noch gut gefüllt waren, und konnten diesem Geschäft keinen Charme abgewinnen, wohl wissend, dass Verliehenes zu Konsumzwecken am Ende auch aufgebraucht ist und nicht mehr zurückgegeben werden kann.

## Der Hintergrund

Griechenland ist eigentlich zahlungsunfähig und müsste, wenn das Land ein Unternehmen wäre, Insolvenz anmelden. Die Griechen (wir verwenden den Terminus für griechische Politiker und Wirtschaftslenker) haben über Jahre hinweg einfach über ihre Verhältnisse gelebt. Bereits beim Eintritt in die Währungsunion war Experten klar, dass Griechenland die Maastrichtkriterien nicht erfüllt. Zu diesen Kriterien gehörten u. a. der Schuldenstand und die Neuverschuldung. Dennoch konnten die Griechen über geschickte Buchhaltung und Schattenhaushalte der EU den Eintritt in die Währungsunion abringen. Auch die anderen oben genannten Länder stehen vor sich ausweitenden Finanzierungsproblemen und werden im Extremfall ebenfalls die reicheren Länder der Währungsunion um Hilfe bitten.

Möglicherweise hatten Finanzanalysten daher bei der Sortierung der Buchstaben für die Staaten den etwas abfälligen Gebrauch des Wortes des beschriebenen Tieres im Sinn. Sie wollten wohl den Ländern damit einen Stempel aufdrücken, der auch manchen Lenkern der Finanzindustrie, insbesondere den gestrauchelten Investmentbanken, gut zu Gesicht gestanden hätte.

Interessant ist in diesem Zusammenhang, dass Deutschland gegenwärtig in der Kritik steht, seine Züchtungen – und hier verstehen wir nicht nur Schweine, sondern auch Maschinen und andere hochwertige Güter und Dienstleistungen – zu gut zu verkaufen. Konkret lautet der Vorwurf, wir produzierten zu günstig und seien daher, weil wir „zu wettbewerbsfähig“ seien, für unsere europäischen Nachbarn eine Gefahr. Verschiedentlich ist zu hören, dass die Deutschen zu zurückhaltend bei den Lohnerhöhungen waren und dass dies nun die anderen Länder ausbaden müssten.

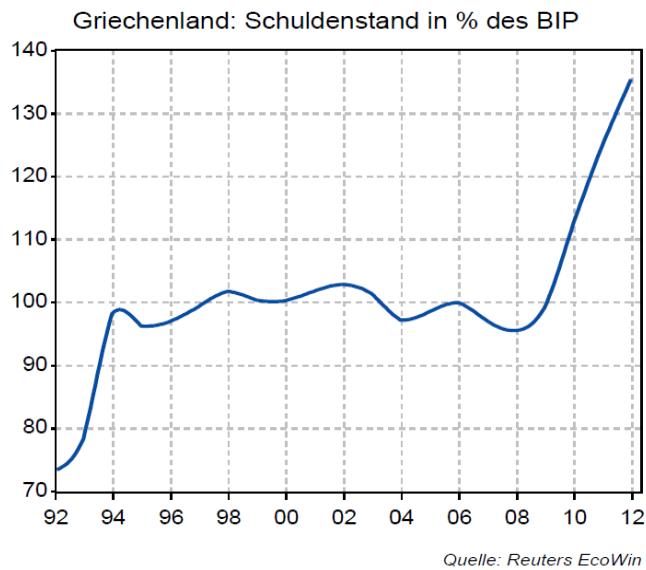
Im Vergleich zu den Griechen waren wir in der Tat zurückhaltend: Die Lohnstückkosten in der griechischen Industrie stiegen in den letzten zehn Jahren um 45 %, die deutschen dagegen nur um etwa 20 %. Dass ein Land, das in einem kurzen Zeitraum für diesen Kostenfaktor 45 % mehr aufwenden muss, mit den gefertigten Waren für den Markt zu teuer sein wird, ist naheliegend. Dass hingegen ein Land, das für seine Wettbewerbsfähigkeit hart kämpft, gut haushaltet und auf diese Weise auch als der Hauptfinanzier für den Europäischen Kohäsionsfonds geradesteht (der Griechenland von 2007 bis 2013 zum Beispiel mit 20,4 Mrd. Euro fördern wird), sich seiner Leistungsfähigkeit schämen muss, kann einem da schon etwas seltsam vorkommen.

## Die Beseitigung des Mangels

Ob die Griechen es wirklich schaffen, den Karren aus dem Dreck zu ziehen, muss auch nach dem Beschluss des Notfallplans der Europäischen Union und des Internationalen Währungsfonds (IWF) stark bezweifelt werden. Im Ernstfall wird es bilaterale Kredite, also direkte Kredite zu feststehenden Konditionen von einzelnen Ländern der EU, an Griechenland geben, wobei Deutschland mit 8,4 Mrd. Euro den größten Anteil beisteuern wird. Beim Eintritt des Ernstfalls würden die Zinsen jedoch noch deutlicher nach oben gehen, da Griechenland auch weiter über den Kapitalmarkt Geld aufnehmen wird. Das Land muss dann jedoch noch mehr Rendite bieten, um das Risiko der mangelnden Bonität zu kompensieren. Dies würde eine noch größere Zinslast und weitere Verschuldung nach sich ziehen.

Sollten die bilateralen Kredite in Höhe von zunächst 30 Mrd. Euro noch nicht ausreichen, würde in einem weiteren Schritt der Internationale Währungsfonds eintreten und im Extremfall zusätzlich 15 Mrd. Euro an Darlehen zu verbilligten Zinsen von 3,25 % bereithalten. Im Gegenzug wird der IWF aber eine noch stringenter Sparpolitik einfordern. Dazu gehören Steuererhöhungen, Kürzungen staatlicher Leistungen und umfangreiche strukturelle Reformen. Inwieweit die streikfreudigen Griechen solche Einschränkungen hinnehmen werden, muss abgewartet werden. Finanziell treffen könnte es in diesem Fall auch die Gläubiger. Wenn durch den IWF die Schulden restrukturiert werden müssen, kann es zu einem so genannten „Haircut“ kommen, das würde bedeuten, dass von 100 Euro Nominalwert zum Beispiel nur noch 80 Euro zurückgezahlt würden.

## Der Status Quo

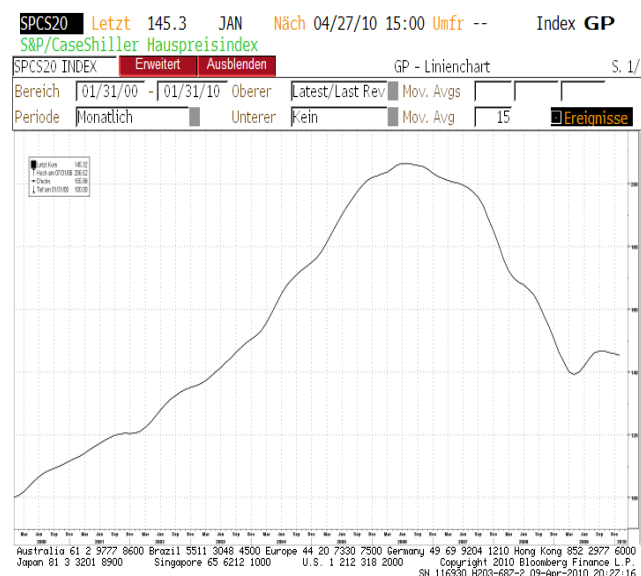


Gegenwärtig liegt die griechische Staatsverschuldung bei 125 % des Bruttoinlandsprodukts, nach den Maastricht-Beitrittskriterien liegt die Obergrenze bei 60 %. Nach einer Prognose der EU-Kommission wird die Verschuldung im laufenden Jahr noch auf 135 % ansteigen. Die Neuverschuldung lag 2009 bei 12,7 %, hier liegt die Grenze bei 3 %. Ein Abbau einer derartigen Verschuldung kann im Normalfall nur über eine strikte Sparpolitik und eine Abwertung der Währung und der damit einhergehenden Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit des Landes erreicht werden. Innerhalb des Euroraums kann aber nicht abgewertet werden, so dass diese Möglichkeit entfällt. Um diese Verschuldung über andere Wege abbauen zu können, muss das Land einerseits dauerhaft hohe Wachstums-

raten, andererseits aber auch eine effektive Sparpolitik aufweisen. Je höher die Zinslast dabei ist, desto höher muss das Wachstum ausfallen. Hier liegt jedoch die Krux an der Sache, denn Sparen und gleichzeitig Wachsen wird auch für die griechischen Haushaltskünstler kaum möglich sein. Eine solche Rückführung der Neuverschuldung von 12,7 auf 8,7 % im laufenden Jahr konnte noch kein Land in einer Wirtschaftskrise stemmen. Wie schon bei der Bekämpfung der Folgen der Immobilienkrise, der Bankenkrise und der daraus resultierenden Verschuldung der westlichen Welt vorexerziert, bringt der gerade beschlossene Notfallplan zwar eine Entlastung, aber die Probleme sind nur verschoben worden und werden spätestens bei Nichterreichen der ambitionierten Konsolidierungsziele erneut und dann in größerem Ausmaß in Erscheinung treten.

## Ein Meer von Häusern

War's das schon mit der Immobilienkrise? Die Immobilienpreise in den USA, dem Land der unbegrenzten Möglichkeiten – vor allem bei der Kreditvergabe an mindersolvente Hauskäufer – steigen wieder! Auch die Aktien der Baufirmen konnten zum Teil exorbitante Preissteigerungen verzeichnen.



Seit dem Markthoch in 2005 ist der Case-Shiller-Hauspreis-Index, der einen Querschnitt der Hauspreise in den USA darstellt, um über ein Drittel gefallen. Häuser in Regionen wie Kalifornien verloren 40 % an Wert. Damit war der Rückgang der Immobilienpreise in den USA bisher am größten. Seit fast 12 Monaten zeigt der Index aber nun wieder nach oben. Nein, kein Fehler in der Berechnung, auch keine Änderung an der Zusammenstellung der Teilmärkte. Lediglich eine Folge der massiven Stützungsmaßnahmen der Regierung. Doch freuen wir uns nicht zu früh. Bereits Ende des laufenden Monats wird die Steuersubvention für Erstkäufer auslaufen und schon Ende des vergangenen Monats

schloss die Notenbank ihr Aufkaufprogramm für hypothekenbesicherte Anleihen. Die Finanzierung wird damit langsam wieder zu Normalkonditionen zurückkehren und die Attraktivität eines Hauskaufs oder -baus wieder verringern. Durch die Fördermaßnahmen wurde unter dem vom Staat aufgespannten Schirm das Neugeschäft an Subprimekrediten bereits wieder auf über 420 Mrd. USD aufgebläht. Diese minderwertigen Kredite liegen noch vorwiegend bei den verstaatlichten Immobilienfinanzierern – das Risiko trägt der Staat.

Die Mehrzahl der von den Staaten gestützten Finanzinstitute und Banken konnte sich zwischenzeitlich verblüffend gut erholen und schon wieder Milliardengewinne erzielen. Dies war der quasi Nullzinspolitik der Notenbanken zu verdanken, denn hier konnten sich Banken bedienen und im Gegenzug Anleihen parken. Ob eine derartige Umkehr auch am Immobilienmarkt zustande kommen wird, darf stark bezweifelt werden. Hoch verschuldete oder arbeitslose Hausbesitzer können nicht auf Dauer ihre Zinsen stunden, auch nicht mit Hilfe des Staates. Nach Auslaufen der oben genannten Programme wird sich zeigen, auf welchen Füßen die Erholung des Segments steht. Im laufenden Jahr wird mit 2,2 Mio. Zwangsversteigerungen gerechnet, fast ein Drittel mehr als in 2009.

Aufgrund dieser Erkenntnis hat der amerikanische Staat gerade nochmals tief in die Tasche gegriffen und 14 Mrd. USD für Schuldenerlass und reduzierte Ratenzahlungen von Arbeitslosen locker gemacht. Da Banken auf Druck der Regierung den säumigen Schuldnern immer mehr entgegenkommen müssen, taxieren Experten den Bestand an Häusern, die eigentlich in Richtung Verkauf/Versteigerung gehen müssten, auf bis zu 5 Millionen Eigenheime!

## **Der Aufschwung**

Nach einer Phase mit eher uneindeutigen Signalen aus den Konjunkturdatenbanken scheinen gegenwärtig die Erkenntnisse der Zahlendeuter auf eine sich beschleunigende Erholung der Wirtschaft hinzuweisen. Am positivsten wird die Entwicklung in China gesehen. Für das Milliardenreich gehen die Konjunkturforscher bereits von einem selbsttragenden Aufschwung aus. Die Schwäche am Arbeitsmarkt scheint überwunden zu sein. Damit kann der Konsum weiter ansteigen. Bei Kraftfahrzeugen ist China mittlerweile zum weltweit größten Markt aufgestiegen (13,6 Mio. verkaufte Fahrzeuge in 2009), und obwohl China erst kürzlich zum Exportweltmeister gekürt wurde, liegen die Importe aktuell höher als die Exporte, sodass die Binnenkonjunktur immer mehr zur Triebfeder werden kann. Der Exportanteil am BIP liegt nur noch bei 27 %. Für exportlastige Länder wie Deutschland wird der dort steigende Binnenkonsum zu weiter steigenden Erträgen in den entsprechenden Industrien führen.

## **Ankurbelungsmaßnahmen in den USA zeigen Wirkung**

Im Gegensatz zu China kann in den westlichen Industriestaaten noch nicht von einem selbsttragenden Aufschwung gesprochen werden. Allerdings zeigen sich insbesondere in den USA, dem Land mit den größten Ankurbelungsmaßnahmen, deutliche Zeichen einer Besserung. Insbesondere verwundert es hierbei, dass der Konsum trotz hoher Arbeitslosigkeit (8,4 Mio. Arbeitsplätze gingen verloren) schon den fünften Monat in Folge anzieht und dies, obwohl die Sparrate der US-Bürger weiter bei nur etwa 4 % verharrt. Die sogenannten Abwrackprämien für Haushaltsgeräte, Autos etc. entfalten hier ihre Wirkung. Positiv können auch die erneut gestiegenen Industrienaufträge bewertet werden. Doch nicht nur die Auftragseingänge laufen gut, auch die Produktion ist im März so stark gestiegen wie seit 2004 nicht mehr.

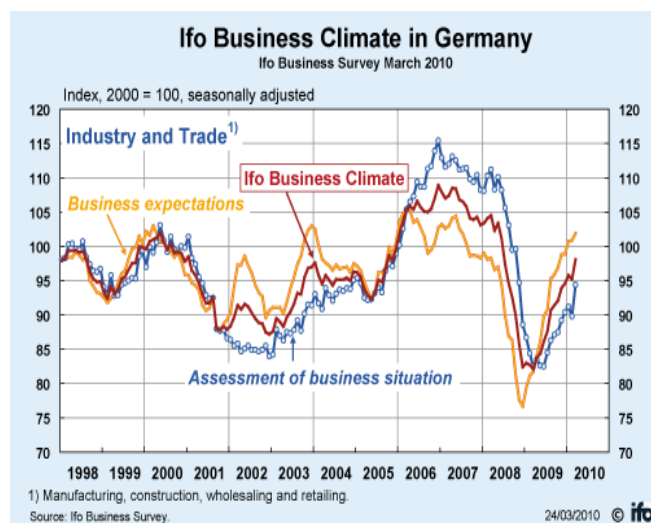
In dieses Bild passt zudem, dass die Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe zuletzt auf das niedrigste Niveau seit 2008 zurückgegangen sind. Auch die absolute Zahl an Arbeitslosen sinkt weiter, so wurden im abgelaufenen Monat etwa 180.000 neue Jobs geschaffen. Zur Relativierung muss allerdings das aktuelle Volkszählungsprogramm der USA ins Kalkül gezogen werden, das temporär Hunderttausende von Arbeitskräften beschäftigen wird.

## Der Optimismus in Deutschland steigt wieder

Eine aktuelle Studie der Allianz deutet auf eine wachsende Zuversicht der Deutschen hin. So ist der Anteil derer, die die Wirtschaftslage mit Zuversicht oder großer Zuversicht beurteilen, innerhalb eines Jahres von 14 auf 24 % der Befragten gestiegen. Die persönlichen Aussichten stufen 56 % der Teilnehmer der Studie mit Zuversicht ein. Nur 15 % sind besorgt hinsichtlich ihrer persönlichen Aussichten. Zurückzuführen ist diese Stimmungsverbesserung auch darauf, dass der befürchtete Stellenabbau bisher ausgeblieben ist und gegenwärtig aufgrund der positiven Meldungen aus der Wirtschaft nicht mehr in dem Maße erwartet wird. Dies deckt sich mit den Erwartungen des zweitwichtigsten Wirtschaftszweigs in Deutschland, dem Maschinenbau.

Als Exportvizeweltmeister (China liegt seit letztem Jahr vor uns) kann Deutschland aktuell von der Euro-Schwäche profitieren. Speziell der Maschinenbau, der besonders stark von der Krise betroffen war, verbucht steigende Aufträge, die im Februar um 26 % über den Vorjahreswerten lagen. Die Auslandsaufträge lagen dabei noch deutlich höher, wobei China, Indien und Brasilien die größten Nachfrager sind, aber auch aus den USA gehen steigende Aufträge ein. Kann sich dieser Trend fortsetzen, dann wird die Branche ihre Kurzarbeit weiter zurückführen und auf einen Stellenabbau verzichten können.

Die Automobilindustrie als der wichtigste Wirtschaftszweig in Deutschland hat zwar im Inland nach dem Auslaufen der Abwrackprämie deutliche Rückgänge zu verzeichnen, im Ausland hingegen läuft der Absatz recht ordentlich und kann die Inlandsschwäche überkompensieren.



Sowohl das ifo-Geschäftsklima, die Geschäftslage, als auch die Erwartungen sind wieder angestiegen. Auch die Geschäfte des für Deutschland sehr wichtigen Mittelstandes laufen überraschend gut. Das KfW-ifo-Mittelstandsbarometer verbesserte sich im März sprunghaft. Zuletzt wurden auch die Auftragseingänge der Industrie für den Januar nach oben revidiert, und die aktuellen Zahlen bestätigen die gute Lage. Volkswirte zeigen sich überrascht von den positiven Zahlen, denn nicht nur das produzierende Gewerbe, sondern auch der bislang dahin dümpelnde Dienstleistungssektor zeigt sich wieder dynamischer.

Weiterhin schwach präsentiert sich hingegen der Konsum in Deutschland. Im Jahresvergleich sanken die Umsätze im Februar um ein halbes Prozent. Der Einzelhandelsverband sieht hier noch keine Trendwende. Somit bleibt der Konsum die Schwachstelle des Aufschwungs in Deutschland, aber auch bei vielen anderen Industrieländern. Für einen selbsttragenden Aufschwung ist jedoch der Konsum entscheidend. Ohne Unterstützung durch den Konsum wird der begonnene Konjunkturfrühling möglicherweise bald wieder enden.

## Das konjunkturelle Muster

Ist der mangelnde Konsum ein Indiz dafür, dass der Aufschwung doch keinen idealtypischen Verlauf nimmt? Bringen die immensen Stimulusmaßnahmen doch nur eine Normalisierung, aber keinen neuen Aufwärtszyklus? Noch sind die Essenzen nicht ausgegoren, noch blubbern und schäumen die von den Regierungen angemischten Konjunkturstimulanzen. Ob das Ergebnis guter Wein oder alles nur Essig war, muss weiter abgewartet werden. Bleiben wir achtsam, denn die

Auslöser der Krise sind nicht geheilt worden. Auch weiterhin schwelen die „toxischen Papiere“ in den Bankenportfolien, auch ausgelagert werden die Schäden keine Peanuts sein.

## **Die Banken und neue Immobilienrisiken**

Das Größte haben die Banken hinter sich gelassen und teilweise sogar schon wieder gigantische Quartalsergebnisse eingefahren. Doch inzwischen ziehen Risiken in ähnlichen Dimensionen auf. Nicht aufgrund möglicherweise zahlungsunfähiger europäischer Staaten – Griechenland ist im Vergleich dazu ein Zwerg. Die immer näher rückende Herausforderung heißt Gewerbeimmobilienfinanzierung. In den USA wurde im Boom deutlich über den Bedarf hinaus gebaut, mit der Folge, dass die Leerstände immer größer werden. Fehlende Mieten führen zu steigenden Abwertungen und in Folge zu einer Unterfinanzierung der Immobilien. Bis 2013 werden 1,4 Billionen USD Hypothekenkredite und -anleihen zur Weiterfinanzierung fällig. Analysten der Deutschen Bank schätzen, dass 65 % dieser Volumina ausfallbedroht sind! Bisher sind in den USA ca. 216 Banken geschlossen worden. Sollten weitere Belastungen in diesem Ausmaß die Finanzindustrie treffen, kann die bisher vermeldete Zahl der Bankpleiten erst als Anfang gesehen werden. Harvard-Professoren schätzen, dass aufgrund hoher Volumina an Gewerbeimmobilienkrediten bis zu 40 % der amerikanischen Banken in ihrer Existenz bedroht werden. Verschärft wird die Situation weiterhin auch aus der Ecke der Subprime-Immobilienkredite. Auch hier müssen zunehmend Kredite refinanziert werden, dieser Zyklus dürfte im laufenden Jahr einen neuen Höhepunkt erreichen – neue Abschreibungen sind vorprogrammiert!

## **Die Märkte steigen, die Risiken auch**

Das erste Quartal 2010 zeigte sich an den Finanzmärkten von seiner positiven Seite. Mehrheitlich konnten Kurssteigerungen verzeichnet werden. Globale Aktien, gemessen am MSCI Welt, konnten in USD gemessen 3,2 % zulegen. Die europäischen Börsen bewegten sich ähnlich, mit Ausnahme der griechischen und der spanischen Börse, die zwischen sechs und acht Prozent verloren. Aber auch Staats-, Unternehmens- und Wandelanleihen konnten sich positiv entwickeln. Auszuklammern sind hier jedoch auch wieder die griechischen Anleihen, die Anfang März erneut deutlich verloren.

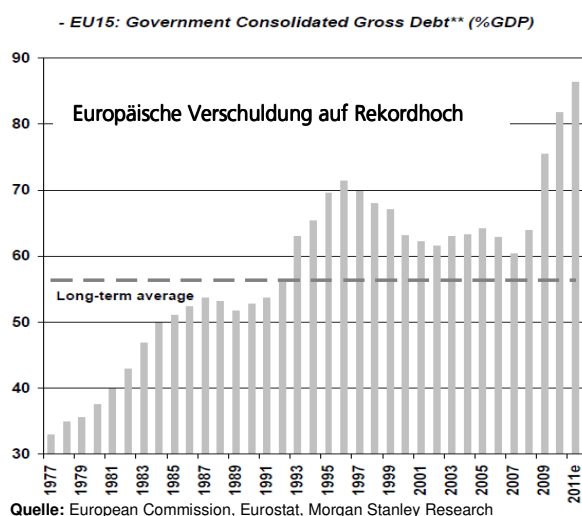
Das Bonitätsrisiko Griechenlands scheinen die Märkte momentan einzupreisen, trotz des Hilfsabkommens der EU und des möglichen Beistands des Internationalen Währungsfonds IWF. Doch wie sieht es mit den betroffenen Gläubigern aus? Zum Jahreswechsel beliefen sich die Staatsschulden Griechenlands auf 284 Mrd. EUR. Davon liegen 215 Mrd. EUR bei ausländischen Investoren, insbesondere bei Banken. In Deutschland sind es ca. 40 Mrd. EUR, in Frankreich doppelt so viel. Noch läuft die Erholungsrallye bei den Banken, auch wir haben davon profitiert, denken aber bereits wieder an den Verkauf.

Die erkennbaren Risiken lassen sich nicht nur durch neue mögliche Abschreibungen aus dem Finanzsektor herleiten. Im zweiten Quartal wird ein Großteil der Stimulusmaßnahmen auslaufen. Die aktuell in positivem Licht erscheinenden Konjunkturindikatoren und -daten können aufgrund des noch nicht selbsttragenden Aufschwungs auch wieder negative Vorzeichen bekommen. Dies würde für die Aktienmärkte sicherlich mehr als nur eine kurze Belastung bedeuten. Die Märkte sind im Vertrauen auf und mit dem Schub der guten Daten bereits wieder ein gutes Stück vorausgelaufen. Dies lässt sich an den Bewertungen, die noch recht moderat ausfallen, nicht ablesen. Aktuell wird in der laufenden Dividendensaison in Deutschland eine Rekordsumme von 20 Mrd. Euro ausgeschüttet, teilweise aber aus der Substanz. So schüttete die Deutsche Telekom 3,4 Mrd. EUR aus, verdiente im letzten Jahr jedoch nur rund 350 Mio. EUR. Thyssen-Krupp schüttet noch 139 Mio. EUR aus, obwohl ein Verlust von 1,8 Mrd. EUR in den Büchern steht! Gehen die Umsätze wieder zurück, wird dieser Substanzverlust durch Ausschüttungen zu einem Problem. Daneben werden die Wertpapieranalysten in Folge von Umsatzrückgängen ihre Prognosen nach unten korrigieren müssen – bisher wurden die Prognosen stetig nach oben korrigiert. Korrigierte

Schätzungen führen dann aber zu höheren Bewertungen der Märkte, was bedeutet, dass die Aktien dann für die reduzierten Geschäftserwartungen bereits zu teuer wären.

## Die neue (veränderte) Welt

Bisher war die Anlageentscheidung, zumindest wenn bei den sicheren und wertstabilen Anlagen die mit den geringsten Risiken gesucht wurden, einfach. Sicherheit hieß für einen europäischen Anleger deutsche Staatsanleihen oder mit kleinem Renditevorteil Euro-Anleihen von Ländern der europäischen Währungsunion, wie zum Beispiel Griechenland. Dass ein Land des Euro-Raums „pleitegehen“ könnte, war nahezu ausgeschlossen und wurde in keinem Szenario durchgespielt. Ein Blick auf die aktuellen Ratings von Ländern und Firmen legt nahe, dass die über Jahrzehnte geltende Regel, „Staatsanleihen von Industriestaaten sind sicher“, nicht mehr zutrifft.



Sicherheit in Bezug auf Finanzkraft und Wahrscheinlichkeit von Zins- und Tilgungszahlung kann nach den Analysen der Kredit-Ratingagenturen nun immer häufiger in den so genannten Schwellenländern gefunden werden. Aber auch immer mehr Unternehmen finden sich in der Kategorie der besten Schuldner wieder. Während die Industriestaaten in den letzten Jahren ihre Verschuldung massiv ausweiten mussten, um das Kollabieren der Märkte zu verhindern, bietet das künstlich geschaffene Niedrigzinsszenario solide finanzierten Unternehmen die Möglichkeit, sich am Markt günstig zu refinanzieren. Aktuelle Zahlen aus der Kreditwirtschaft zeigen, dass Unternehmen in der unsicher gewordenen Welt ihre Schulden zudem deutlich zurückführen. Wir berichteten über das sogenannte „Deleveraging“ in unserem Jahresbericht.

Ähnlich verhält es sich mit den Schwellenländern. Da deren Finanzsysteme so gut wie keine Belastung aus der Immobilienkrise erfahren hatten und Bankenrettungen eher selten waren, können sich die Staaten dort auf Wachstum konzentrieren und die Mittel entsprechend einsetzen. Aufgrund des hohen Wachstums und der Handelsbilanzüberschüsse steigen die Währungsreserven. Die Länder kommen mit der Rückführung ihrer im Vergleich zu den Industriestaaten geringen Staatsschulden damit deutlich schneller voran als die Staaten, deren Wachstum aufgrund der hohen Verschuldung auf Jahre hinaus begrenzt sein wird. Die neue Welt bringt Stabilität und Solidität in den Schwellenländern, aber auch bei einzelnen finanzstarken Unternehmen. Wogegen sich Unsicherheit und bisweilen Instabilität bei etablierten Industrieländern ausweiten werden.

## Fazit

Das Wirtschafts-, Finanz- und Anlageumfeld bleibt in einem kritischen Stadium. Zwar deuten viele Indikatoren in Richtung einer Wirtschaftserholung, dennoch kann noch nicht von einem stabilen Trend gesprochen werden. Zu viele Risiken, verhindern gegenwärtig seriöse Prognosen. Daher bleiben wir weiter sehr wachsam und werden gegebenenfalls Möglichkeiten zur Risikoreduzierung einsetzen. Eine aggressive Anlagepolitik erscheint uns nicht opportun.

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