



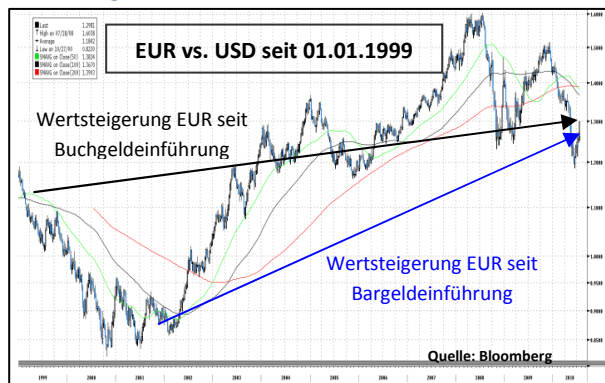
## Bericht zum 2. Quartal 2010

### Die Last des Euros – bricht Europa auseinander?

Vor nicht einmal 4 Wochen, schien es so – zumindest wenn man der Presse zum Thema glauben schenken wollte –, dass Europa mit einer Währungsunion wohl dem Untergang geweiht sei. Von einer Todgeburt von Anfang an war da zum wiederholten Mal die Rede, von einer Seuche oder von einer griechischen Krankheit. Der Euro war im freien Fall oder zumindest am Straucheln, und die kommende Geldentwertung und das Inflationsgespenst waren in aller Munde. Der Euro wurde plötzlich zur „schwachen Währung“ abgestempelt und manch ein verunsicherter privater Anleger, aber auch institutionelle Anleger verkauften massenhaft Euro und deckten sich mit Schweizer Franken oder US-Dollar ein.

Die Angst der Deutschen lässt sich ja noch plausibel nachvollziehen, zwei Währungsreformen mit Hyperinflation und eine Währungsumstellung in den letzten 100 Jahren sind im Volkswissen immer noch präsent. Allerdings war schon die „Angst vor dem Euro“ (Buchgeldeinführung 1999 und Bargeldeinführung 2002) auch aus heutiger Sicht unbegründet. In dieser Zeit hat der Wert des Euro im Vergleich zum US-Dollar oder zum Britischen Pfund zwar nicht immer kontinuierlich, aber per Saldo deutlich zugenommen.

Die Angst der internationalen Anleger und hierbei insbesondere der Beitrag zu dieser Angst – oder sagen wir besser das Schüren der Angst durch verschiedene Institutionen der USA – wirft allerdings schon einige brisante Fragen auf. Dazu werden wir noch Stellung nehmen.



Seit der Bargeldeinführung des Euro konnte der Wert gegenüber dem US-Dollar per Saldo zulegen (von 1,18 USD auf ca. 1,26 USD pro EUR am 02.07.10). Gegenüber dem britischen Pfund ging es noch stärker aufwärts. Im Vergleich zum USD konnte zwischenzeitlich sogar ein Zuwachs von ca. 50 Prozent verbucht werden. Und, was noch viel wichtiger wiegt, die Inflationsraten lagen niedriger als zu Zeiten der D-Mark. Sieht so eine schwache Währung aus?

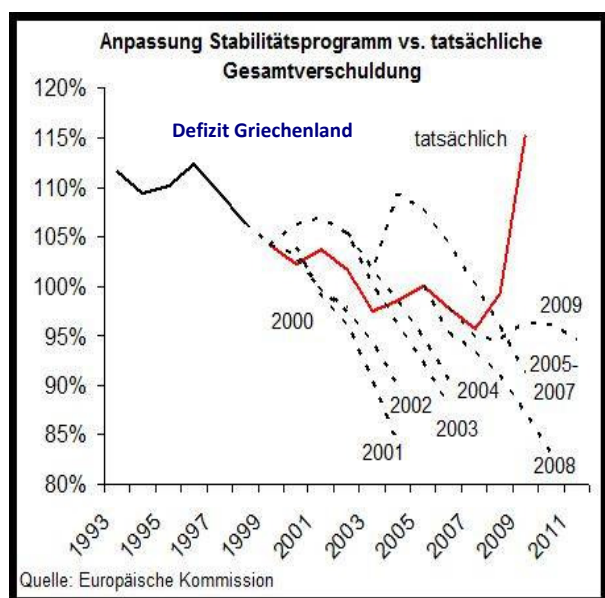
Natürlich lasten die teilweise enormen Haushaltsdefizite auf unserer Gemeinschaftswährung und der Rückgang im Vergleich zum USD von ca. 15 Prozent seit Jahresbeginn kann auch nicht vernachlässigt werden. Doch deswegen von einer schwachen Währung zu sprechen, scheint doch verfrüht zu sein. Experten sehen den Euro gegenwärtig im Außenverhältnis, nach dem Abbau der deutlichen Überbewertung, nun wieder fair bewertet. Zudem sind solche Schwankungen im Devisenbereich normal und schrecken Investoren nicht sonderlich.

Im Gegenteil, Anleger suchen immer wieder nach Abwertungsländern, denn die Börsen dieser Länder gehören oft zu den Gewinnern und können auch im Außenverhältnis, also nach Abzug des Währungsverlusts, oft ansehnliche Gewinne für die Anleger erwirtschaften. Deutschland ist gegenwärtig ein sehr gutes Beispiel dafür. Ein Großteil unserer Industrielandschaft kann in hervorragender Weise vom günstigen Euro-Dollar-Verhältnis profitieren. Auch dazu werden wir im Folgenden noch Bezug nehmen.

## Die langen Schatten der Verschuldung

Große Ereignisse werfen ihre Schatten voraus. Diese Redewendung, ursprünglich aus der Ballade „Lochiel's Warning“ von Thomas Campbell, kann bedeutungsschwer die Situation innerhalb der Europäischen Währungsunion beschreiben. Kaum dass die Welt nach der Lehman- und folgenden Finanzkrise wieder Atem geholt hatte, erschien ein neues Schreckgespenst namens Staatspleite am Horizont.

Griechenland, der Anführer unter den PIIGS-Ländern (wir berichteten), war nicht mehr in der Lage, am Kapitalmarkt Anleihen zu platzieren, also Geld aufzunehmen. Dieser Schatten, der nicht nur über der Ägäis lag, breitete sich über die ganze Welt aus. Nicht nur die griechische Börse, von deren Anleihen ganz zu schweigen, brach ein, sondern alle europäischen, amerikanischen und in geringerem Maße auch asiatischen Börsen mussten Federn lassen. Das lag jedoch nicht daran, dass die globalisierte Welt nun starke Handelsverflechtungen mit Griechenland hätte – die Angst lag vielmehr darin begründet, dass ein Zahlungsausfall Griechenlands die anderen PIIGS-Länder mit in den Strudel reißen würde. So wurden die bereits bekannten Defizitprobleme verschiedener Länder der Eurozone nicht nur von den Analysten und der Finanzpresse auf die Titelseiten transportiert, sondern auch von den internationalen Ratingagenturen. S&P, Moodys und Fitch, allesamt mit Hauptsitz in den USA, hatten das Thema mit höchster Priorität auf ihre Agenda genommen.



Dabei ist die Defizitproblematik in den Peripherieländern der EU grundsätzlich nichts Neues. Bereits beim Beitritt der Griechen zum gemeinsamen Währungsraum war bekannt, dass Griechenland die Maastrichtkriterien (Neuverschuldung und Schuldenstand), mit buchhalterischer Sorgfaltspflicht betrachtet, nicht erfüllt. Nur mittels „einfallsreicher Gestaltungsvarianten“, unter anderem durch Mithilfe der amerikanischen Großfinanz namens Goldman Sachs (die sich anscheinend prächtig im Verstecken von Schulden auskennt), konnten die Zahlen für die Beitrittsverhandlungen schön gerechnet werden.

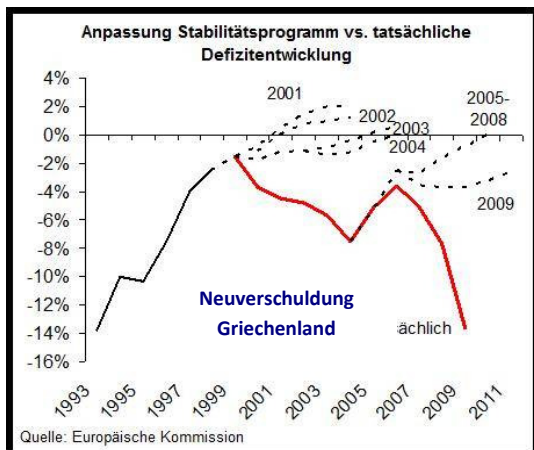
Im Nachhinein konnte die New York Times sogar die Summe von 300 Millionen Euro veröffentlichen, die Griechenland an Goldman Sachs für den Schuldendeal bezahlte.

Seltsam nur, dass alle, ja wirklich alle Ratingagenturen, deren Auftrag und ureigenstes Geschäft das Prüfen und Bewerten von Bilanzen ist und deren hochqualifizierte Experten anhand dieser Ergebnisse die zukünftige Zahlungsfähigkeit oder -unfähigkeit von Emittenten einschätzen müssen, bei den PIIGS-Ländern und allen voran bei Griechenland über Jahre hinweg ein Rating von A (was im Allgemeinen gute Bonität bedeutet) fortlaufend für angemessen hielten.

Selbst ein Laie würde sich doch fragen, wie es sein kann, dass nach Prüfungen der europäischen Statistikbehörde Eurostat die Neuverschuldung für Griechenland ständig gegenüber den amtlichen griechischen Zahlen nach oben korrigiert werden musste. Schon 2004 wurde bekannt, dass bereits zum Eurobeitritt das Haushaltsdefizit über der Maastrichtgrenze lag. Für 2002, also ein Jahr nach der Euroeinführung, wurde das Defizit von den amtlichen -1,4 Prozent durch Eurostat zweimal nach oben korrigiert und lag dann bei offiziellen -4,8 Prozent. Eine Veränderung um über 340 Prozent.

Auch die verschiedenen Stabilitätsprogramme, die die Griechen auf Druck der EU ankündigten, konnten die Neuverschuldung nicht im Zaum halten.

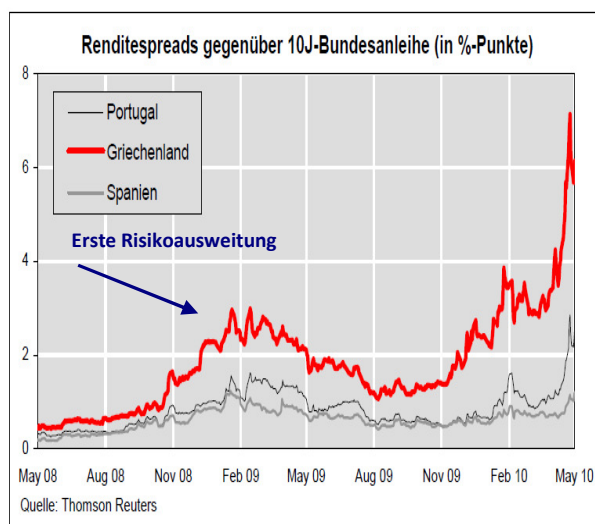
In den Grafiken sehen Sie anhand der gestrichelten Linien die verschiedenen Soll-Verläufe aufgrund der beschlossenen Stabilitätsprogramme und den tatsächlichen Verlauf der Verschuldung.



Haben die Ratingagenturen die Augen davor verschlossen? Kann es wirklich sein, dass alle erfolglosen Versprechen, den Haushalt zu konsolidieren, über Jahre hinweg ungeahndet blieben? Wenn schon nicht die EU im Stande war, adäquate Maßnahmen zu ergreifen, so hätten zumindest die Ratingagenturen ange-messen reagieren müssen. Können falsche Buchhaltung, ja Bilanzfälschung, und nicht eingehaltene Versprechen als Lohn zur Bestätigung des Status „prinzipiell sichere Anlage“ für Bonds solcher Länder führen?

Erst im September und Dezember 2009 begannen die Agenturen, ihre Bewertungen

zu revidieren. Doch bereits im Februar/März 2009 mussten am Markt nahezu 300 Basispunkte Renditeaufschlag zu deutschen Staatsanleihen bezahlt werden. Der Markt hatte also seine Bewertungsänderung längst vorweggenommen. Die Ratingagenturen reagierten zu dieser Zeit nicht. Die Herabstufungen fanden alle von Dezember bis April und zuletzt von Moodys im Juni bis auf „Ramschniveau“ herunter statt. Griechische Anleihen werden damit übersetzt mit der Einstufung „sehr mäßige Deckung von Zins und Tilgung“ bewertet.



Eine Erklärung für dieses Timing lässt sich auf der anderen Seite des Atlantiks finden. Die Vereinigten Staaten von Amerika müssen nach Schätzungen von Morgan Stanley im laufenden Jahr 2.400 Mrd. US-Dollar zur Finanzierung der Staatsverschuldung aufnehmen. Dabei war, ebenfalls nach Recherchen von Morgan Stanley, im letzten Jahr ein deutlicher Rückgang ausländischer Investoren an den Emissionen von 76 Prozent auf 46 Prozent zu verzeichnen. Da wundert man sich kaum, wenn deshalb US-Staatsanleihen mit Werbeslogans wie „Sag ja zu AAA“ beworben werden müssen. Hervorragend in die Kampagne passt dazu auch das Leid der Europäer. So kann sich die US-Notenbank über das Pech der Europäer nur ins Fäustchen lachen.

Insbesondere aber über den „Zufall“, dass just im Vorfeld der großen Emissionen Europa als großer Konkurrent um Anleiheninvestoren ein solch desaströses Bild abgibt. Der Euro ist auf Talfahrt und die Risiken von Anlagen in den PIIGS-Ländern sind kaum mehr tragbar, ja geradezu vom Untergangsszenario bedroht – dabei wird der Euro gleich mit eingeschlossen. Wer mag denn diesen Pleitiers noch Geld geben?

Wie gut lässt sich es da mit den US-Treasuries oder US-Bills leben. Die beste Bonität, zumindest wenn man die Bewertung der amerikanischen Ratingagenturen heranzieht, ein starker US-Dollar und eine erneut erstarkte Finanzindustrie, die wie Phönix aus der Asche emporstieg. Also doch die beste der Investmentwelten. Eine erwartete Staatsverschuldung für 2010 von über 94 Prozent, bezogen auf das BIP, in Zahlen 13,78 Billionen Dollar, können die Investitionsbereitschaft doch nicht schmälern! Und die wenigen US-Bundesstaaten (teilweise gewichtiger als Griechenland) und die Städte, die ihre Lehrer und Beamten nicht mehr bezahlen können, gehören hier doch nicht erwähnt. Wunderbar, dass die Ratingagenturen dem Land der unbegrenzten Möglichkeiten da mehr zutrauen. Selbst Kalifornien, das im laufenden Jahr eine Finanzierungslücke von 19 Mrd. USD aufweist und nur mit Hilfe der Zentralregierung finanziert werden kann, wurde kürzlich von der Ratingagentur S&P auf A- hochgestuft. Bis April des Jahres lag das Rating noch bei BBB!

Zum Vergleich ziehen wir nochmals die Verschuldung in Europa heran: Die gesamte EU inklusive den PIIGS-Ländern wird 2010 eine Verschuldungsquote von 78 Prozent aufweisen – das ist natürlich auch keine schöne Zahl, aber doch deutlich geringer als die der USA. Und im Gegensatz zu den USA haben sich die Europäer der Schuldenreduktion verschrieben. Die Verschuldungsprognosen für die USA gehen in Richtung 115 Prozent bis zum Jahr 2015. Dennoch pfeifen es die Spatzen von den Dächern: Der Euro-Raum bricht zusammen, und die USA sind der Hort der Sicherheit! Ob sich da nicht noch manche wundern werden?

Lassen Sie uns nochmals zu unserem gemeinsamen Europa kommen, genauer gesagt zum Euroraum, dessen Sterben ja mit seherischen Fähigkeiten bereits seit der Einführung des Euro wieder und wieder beschworen wurde und der seit dem „Griechendefizit“ unter Trommelfeuer steht. Vielleicht gelingt uns über den Schwenk zur Geschichte eine etwas andere Sichtweise zur normativen Kraft des Faktischen.

### **Europa liegt in den „Wehen“**

Europa liegt in den Wehen und nicht etwa auf dem Totenbett. Diese mutige und gleichermaßen provokante Aussage des Publizisten G. Steingart gibt uns zu denken. Doch wenn wir die Historie bemühen, lassen sich für die Geburt – oder den Zerfall – von Staaten immer wieder ähnlich unvorhersehbare vorausgehende Ereignisse erkennen, die mehr an Zufallsergebnisse als an Ergebnisse politischen Willens erinnern.

Für den Zerfall der österreichisch-ungarischen Donaumonarchie war unter anderem die Ermordung des Thronfolgers Franz Ferdinand verantwortlich. Nach dem Ersten Weltkrieg wurden die Grenzen neu gezogen, und veränderte Machtgefüge entstanden.

Der Gründung der Vereinigten Staaten von Amerika gingen ebenfalls viele nicht zu planende Ereignisse voraus. 1775 bis 1783 sagten sich immer mehr Kolonien von ihrem Mutterland ab, und es herrschte der Unabhängigkeitskrieg. 1783 wurde letztendlich die Souveränität der Vereinigten Staaten von Amerika anerkannt. Sechs Jahre später wurde aus dem losen Staatenbund eine föderale Republik mit eigener Verfassung.

Die offizielle Einführung des Dollars als Zahlungsmittel erfolgte dann 1792. Wobei der Dollar nicht in Amerika entstand, sondern bereits im 16. Jahrhundert in Spanien unter dem Namen Dolaro. Vor der Dollareinführung waren die verschiedenen Währungen der Kolonialmächte im Umlauf. Ohne den Druck des „Zusammenstehens“ der einzelnen Kolonien und der vorausgegangenen Zerwürfnisse mit England wären die Vereinigten Staaten nicht entstanden.

Bei allem intellektuellen, planenden und berechnenden Streben des Menschen kann daher immer wieder festgestellt werden, dass der Wunsch sowie Papier und Verträge nicht genügen, um Großes entstehen zu lassen. Es gehört immer noch eine Prise Schicksal dazu!

Schon die Vorläufer der EU wurden nicht aus Überzeugung ins Leben gerufen, sondern durch Mangel, Krisen, Angst und Zwang. So stammt von Konrad Adenauer die Aussage, Europa sei weniger Traum und Hoffnung, sondern vielmehr eine Notwendigkeit für alle. Die EGKS, die Europäische Gemeinschaft für Kohle und Stahl, entstand, um die Rivalitäten Deutschlands und Frankreichs um die damals entscheidenden Güter beizulegen. Durch die Unterzeichnung der Römischen Verträge kamen weitere Länder hinzu und die EWG (Europäische Wirtschaftsgemeinschaft) wurde gegründet. Diese entstand, um den Handel und die wirtschaftliche Entwicklung zu fördern. Bereits zuvor wurden erste gemeinsame supranationale Institutionen geschaffen. Dabei standen Sozialharmonisierung, Abbau von Handelsbeschränkungen und ein gemeinsamer Markt im Fokus.

Auch für diese weitere Einigung waren wieder Ängste antreibend. Der Aufstand in Ungarn und die Suezkrise führten den Regierungschefs die Notwendigkeit der Zusammenarbeit deutlich vor Augen.

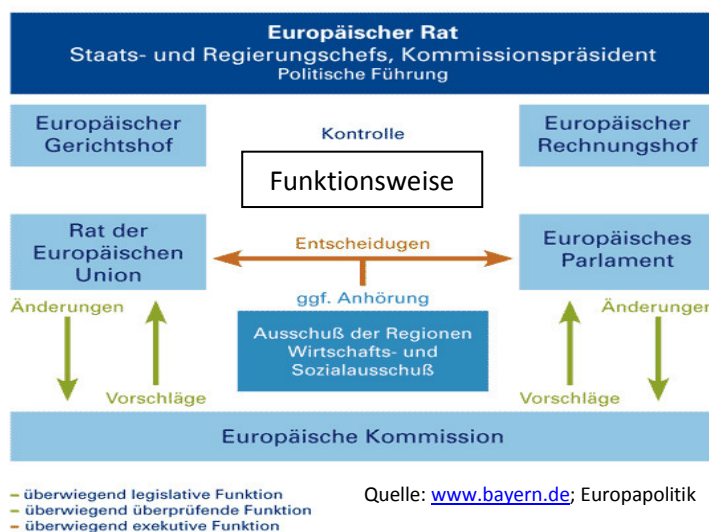
Mit dem Vertrag von Maastricht wurde schließlich die Europäische Union gegründet, die nunmehr weitreichende politische und wirtschaftliche Kompetenzen besitzt. Der Vertrag von Lissabon übernahm die wesentlichen Inhalte des Verfassungsvertrags von Rom, der aufgrund zwei Referenden nicht ratifiziert werden konnte, und stellt nunmehr den EU-Grundlagenvertrag dar.

„Europa“ hat also immer noch keine Verfassung, sondern einen verfassungsähnlichen Grundlagenvertrag. Daneben hat Europa zwar ein vom Volk gewähltes Parlament, doch sind dessen Befugnisse sehr beschränkt.



Ein gravierendes Problem für alle Angelegenheiten der EU, die in die Hoheitsrechte der einzelnen Länder wirken, ist das Kompetenzgerangel. Hier gibt es zum einen das Europäische Parlament, die vom Volk gewählte Interessenvertretung. Zu dessen Aufgaben gehören Gesetzgebung, Kontrolle der EU-Organe und Haushaltsbefugnisse. Zum anderen gibt es den Rat der Europäischen Union, der sich aus den jeweiligen Ministern der Länder zusammensetzt. Innerhalb des Rats findet auch eine Beschlussfassung über die Wirtschafts- und Finanzpolitik der EU statt, in Grundzügen auch über die Wirtschaftspolitik in den Mitgliedsstaaten! Da jedoch die einzelnen Staaten nur Teile ihrer Hoheitsrechte an die EU-Institutionen abgetreten haben und der Rest sich in einer sogenannten zwischenstaatlichen Zusammenarbeit bewegt,

können bis dato keine Beschlüsse gefasst werden, die in die Rechte der einzelnen Staaten eingreifen. Beispiel Budgetpolitik der Mitgliedsstaaten: Es können zwar Strafen und Sanktionen verhängt werden, deren Erfolg hängt aber meist vom guten Willen der Länder ab.



Die Europäische Kommission wiederum, deren Mitglieder Kommissare genannt werden, ist das Exekutivorgan der Gemeinschaft und für das Tagesgeschäft, die Durchführung und Umsetzung der Beschlüsse verantwortlich. Im Zusammenhang mit der Haushaltspolitik ist natürlich auch noch die Europäische Zentralbank als Pfeiler der gemeinsamen Geldpolitik zu nennen. Nur die Geldpolitik mit ihrem Primärziel der Geldwertstabilität wurde damit in eine eigenständige supranationale Institution von den Mitgliedsländern überführt.

Unter dieser, nennen wir sie mal Koordinationsbehörde EU, bewegen sich alle Mitgliedsländer bis auf die abgegebenen Hoheitsrechte weiter auf ihrem eigenen Terrain. Griechenland konnte so in

der Vergangenheit, wie oben beschrieben, trotz Sanktionen und den von der EU veranlassten Sparprogrammen das Haushaltsdefizit immer weiter ausweiten. Mit einer eigenen Währung hätte das Land wohl immer weiter abgewertet und hätte sich schon längst nicht mehr finanzieren können. Nur unter dem warmen Mantel des Euro, der für die Griechen quasi eine Versicherung darstellte, waren Anleger noch sehr lange Zeit bereit, Anleihen des Landes zu erwerben.

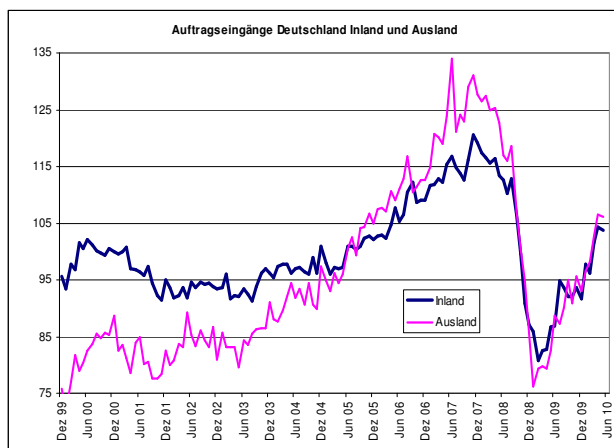
Trotz des im Vertrag von Maastricht abgeschlossenen Schuldentransfers trat später genau das ein, wovon viele Finanzteilnehmer ausgegangen waren. Die Euroraumländer in Zusammenarbeit mit der Zentralbank und dem IWF deckten die Schulden der Griechen, sozusagen durch eine Bürgschaft. Damit wurde nicht nur der Euro gerettet und eine Staatspleite verhindert, sondern auch einer neuen Bankenkrise vorgebeugt – Banken sind die Hauptgläubiger der Griechen. Für insgesamt 750 Mrd. EUR wurde gebürgt, davon stehen 110 Mrd. als direkte Kredite für die PIIGS-Länder zur Finanzierung bis 2013 zur Verfügung.

Am 9. Mai 2010, dem – wie es der Zufall so will – 60. Geburtstag der Europäischen Union, wurde in Brüssel im Rahmen der Tagung des Rates der EU und der 27 Regierungsvertreter der Mitgliedsstaaten dieser einmalige Beschluss gefasst. Über dessen wirkliche Tragweite sind sich gegenwärtig nur sehr wenige im Klaren.

Was hier wiederum aus dem Zwang der Fakten geboren wurde, kann als der erste Beschluss einer Wirtschaftsregierung Europas gedeutet werden. Natürlich steht damit die Souveränität der Einzelstaaten zur Disposition, und genau deshalb werden alle diese Deutung verneinen, aber genau das, was insbesondere Frankreich seit langer Zeit fordert und Deutschland vehement ablehnt, wurde in dieser Nacht begonnen – die Koordinierung der Geld- und Haushaltspolitik der EU. Griechenland hat damit bereits seine Budgethoheit an die EU verloren!

Wiederum hat eine Krise zum Zusammenrücken geführt – vielleicht wird später einmal den Griechen auch die Geburt des „Neuen Europas“ zugeschrieben werden. Möglicherweise werden sie dann diesem Euro-Europa nicht mehr angehören (siehe unser Marktkommentar „Euroraum – Maßnahmenpaket“), doch eines kann schon jetzt bestätigt werden: Ohne diese Krise wäre ein solches Zusammenrücken niemals möglich gewesen. Bleiben wir neugierig auf das, was sich da den Weg ebnet. Eine Währungsunion ohne politische Union funktioniert auf Dauer nur in einer Schönwetterphase. Das haben inzwischen auch die Hardliner erkannt. Harren wir der Dinge, die da kommen auf dem Weg zu einem europäischen Bundesstaat.

## Die Profiteure der aktuellen Euroschwäche



Um es gleich vorweg zu nehmen, Deutschland ist nicht nur der größte Finanzier der Krisenländer, sondern gegenwärtig auch einer der größten Profiteure des billigen Euros. Die deutsche Industrie erlebt gegenwärtig einen regelrechten Boom, seien es nun Autos, Lastwagen, Maschinen oder andere Technologieprodukte.

Die deutschen Hersteller haben prall gefüllte Auftragsbücher und kommen mit der Produktion kaum noch hinterher. Noch bestehende Kurzarbeit wird zurückgenommen und Neueinstellungen folgen, teilweise wird schon wieder vom Fachkräftemangel gesprochen.

Im Gegensatz zu den meisten europäischen Ländern und auch im Vergleich zur USA, kann Deutschland sogar ein beachtliches Jobwunder aufweisen. Hatte der IWF noch vor einem Jahr für

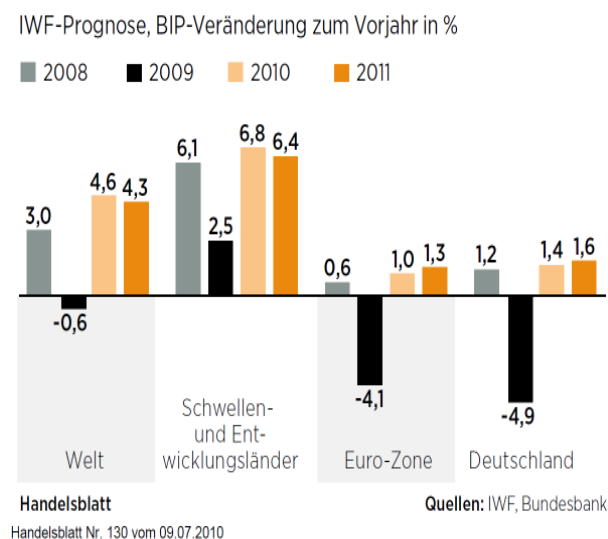
Deutschland eine Arbeitslosenzahl von über 5 Mio. vorhergesagt, so liegt die aktuelle Zahl bei 3,2 Mio., wobei die Prognosen bereits für ein Unterschreiten der 3-Millionen-Grenze sprechen. Nicht nur aufgrund der Wechselkursveränderung sind deutsche Güter wettbewerbsfähiger geworden, auch die jahrelange Lohnzurückhaltung (im Vergleich zu den Nachbarn) und stetige Effizienzgewinne, die durch den lange Zeit steigenden Euro zwangsweise gefordert wurden, bewirken jetzt diesen Wettbewerbsvorteil. Und nicht zuletzt hat die Krise die deutschen Unternehmen widerstandsfähiger werden lassen.

Selbst der ewige Kritiker des Standorts Deutschland Hans-Werner Sinn vom Ifo-Institut kommt nun ins Schwärmen: „Deutschland wird als der Gewinner der Weltrezession hervorgehen!“ So stehen die Ifo-Konjunkturindikatoren aktuell auf Boom. Auch unsere Aussagen aus den letzten Quartalsberichten, dass in den wenig verschuldeten Ländern zukünftig das stärkere Wachstum stattfinden wird, sehen wir damit bestätigt. Die deutschen Spitzenmanager strotzen vor Optimismus, titelte kürzlich eine namhafte Wirtschaftszeitung.

Die von Droege & Comp. regelmäßig durchgeführte Umfrage unter jenen Spitzenmanagern kam zu dem Ergebnis, dass 72 Prozent der Manager den Geschäftsverlauf im ersten Halbjahr besser als von ihnen erwartet einschätzen. Für 2011 erwarten 58 Prozent der Befragten, dass sich die Geschäfte noch besser als in 2010 entwickeln werden. Dazu passen auch die oben dargestellten Indikatoren zum Auftragseingang. Insbesondere aus dem Ausland stammen die erfreulichen Orders, und dort ist wiederum starkes Wachstum in Asien und speziell in China als Grund anzuführen. Aber nicht nur Deutschland, auch unsere Nachbarländer können ebenfalls von den für den Export günstigen Währungsrelationen profitieren.

## Wachstum auf globaler Ebene

Der Internationale Währungsfonds IWF hat gerade die globalen Wachstumsprognosen angehoben. Demnach werden die Schwellenländer sowohl in diesem als auch im nächsten Jahr mit Raten von 6,8 und 6,4 Prozent wachsen. Auch wir rechnen weiterhin mit überproportionalem Wachstum bei den Schwellenländern und sind dazu mit einem Investment, das die hohe Volatilität dieser Märkte reduziert, innerhalb des Segments gut positioniert.



Das globale Wachstum wurde vom IWF von 4,2 auf stolze 4,6 Prozent nach oben korrigiert, wie die nebenstehende Grafik illustriert. Vergleicht man hier die Prognosen für Deutschland mit denen anderer Wirtschaftsforscher, die bei zwei Prozent liegen, lässt sich feststellen, dass trotz der Prognoseerhöhung vom IWF sehr konservativ geschätzt wird. Während aktuell wieder Diskussionen über ein mögliches Double-Dip aufblühen, also einer nochmaligen Rückkehr der Rezession, halten wir ein solches Szenario für nicht sehr wahrscheinlich. Natürlich ist feststellbar, dass die gerade auslaufenden Konjunkturstimulusmaßnahmen eine Eintrübung verursachen. Einige Frühindikatoren wie Einkaufsmanagerindizes und Sentimentindikatoren sind

wieder gefallen – auch in China. Doch dies stellt aus unserer Sicht einen normalen Verlauf dar. Auch wenn die oben aufgezeigten starken Wachstumsraten (Auftragseingänge und Export) nicht beibehalten werden können, so sollte sich später eine Stabilisierung auf niedrigerem Niveau einpendeln.

## **Konjunkturprogramme, Wechselkurse und Haushaltskonsolidierung im Widerstreit**

Obwohl auf dem G8-Treffen in Huntsville und dem folgenden G20 Gipfeltreffen in Toronto (insbesondere auf Drängen der Europäer und Kanzlerin Merkel) allgemeine Vorgaben zum Schuldenabbau beschlossen wurden, gehen wir nicht davon aus, dass die Ziele einer Halbierung der Defizite bis 2013 und ausgeglichener Etats bis 2016 auch nur annähernd erreicht werden. Zu groß sind die Ressentiments der Amerikaner unter Barack Obama. Maßgebliche Berater, unter ihnen auch der anerkannte Wirtschaftsnobelpreisträger Paul Krugman, propagieren weiter ein „Deficit Spending“, also eine weitere Verschuldung und eine expansive Geldpolitik, um die Wirtschaft auf einen stabilen Pfad zu führen.

Der Sparwille in Europa scheint hier insbesondere unter dem Eindruck der griechischen Tragödie größer zu sein. Selbst die Briten, die weder zum Euroraum gehören, noch einen besonderen europäischen Integrationswunsch hegen, unternehmen große Sparanstrengungen. Unter ihrem neuen Premierminister wurde ein Nothaushalt beschlossen, der das fast griechische Dimensionen erreichende aktuelle Defizit von 11 Prozent bis 2015/16 auf 0 Prozent zurückführen soll.

In Deutschland soll nach einer Rekordneuverschuldung von 65,2 Mrd. Euro im laufenden Jahr bis 2014 die Neuverschuldung auf 24 Mrd. Euro gedrückt werden. Allein die Ausgaben müssen dabei um 20 Mrd. reduziert werden. Insgesamt sollen über Subventionsabbau, Finanzmarkttransaktionssteuer, Brennelementesteuer, Sozialabbau, Einsparungen im Verwaltungsbereich und andere Maßnahmen bis 2014 rund 82 Mrd. Euro zusammenkommen.

Hat Prof. Krugman recht, wenn er sagt, dass wir uns damit in die Rezession sparen? Sein Argument, dass der Aufschwung noch nicht trägt und weiterer Unterstützung bedarf, scheint, wenn man sich aktuelle Frühindikatoren ansieht, nicht aus der Luft gegriffen. Vielleicht ist für die USA eine weiter stimulierende Fiskalpolitik eher angebracht, für Europa jedoch sieht die Situation anders aus.

Volkswirte bewerten die stimulierende Wirkung der europäischen Konjunkturprogramme für das laufende Jahr noch positiv. Im nächsten Jahr werden per Saldo die bremsenden Kräfte etwa 0,6 Prozent des Wachstums kosten. Für die PIIGS-Länder bedeuten die beschlossenen Maßnahmen etwa 1,5 Prozent weniger Wachstum. Diese Zahlen, für sich genommen, würden in der Tat einen deutlichen konjunkturellen Rückschlag bedeuten, sofern sich die anderen Bedingungen nicht verändern würden. Doch die bereits beschriebene und von wichtigen globalen Playern geschürte Eurokrise wirkt für die Euroraum-Konjunktur in die Gegenrichtung. Eine solche Euroabwertung um 10 Prozent (nicht nur gegenüber dem US-Dollar) führt, wie von der OECD kürzlich berechnet, im ersten Jahr, also in 2010, zu einem zusätzlichen Wachstum von 0,7 Prozent und im zweiten und dritten Jahr jeweils sogar zu einer Steigerung um 1,3 Prozent.

Des einen Freud, des anderen Leid, der schwächere Euro hilft der Konjunktur stärker, als die Konsolidierungsprogramme im Euroraum dämpfen. Und obwohl die großen Profiteure Exportländer wie Deutschland sind, kann deren Zugkraft auch den Peripherieländern helfen. Der stärkere US-Dollar hingegen kann die US-Konjunktur dämpfen, doch die US-Konjunktur stützt sich zu 70 Prozent auf den Binnenkonsum, also dürfte die dämpfende Wirkung nicht sonderlich ins Gewicht fallen.

## **Der Mut zur Richtung fehlt**

Weder die Volkswirte und Konjunkturprognostiker noch die Portfoliomanager können sich entscheiden: Geht es nun aufwärts oder geht es nun abwärts? Im bisherigen Jahresverlauf nahmen die Aktienmärkte der Industrienationen bereits drei Anläufe für einen beginnenden negativen Markttrend, aber ebenfalls drei Anläufe (der dritte läuft gerade) auf eine Fortsetzung der Aufwärtsbewegung, die nach den Tiefpunkten im März 2009 ihren Anfang fand.



Ein Teil der Börsenteilnehmer ist immer noch oder bereits wieder aufs Neue beschäftigt mit den Konjunkturzweifeln der Volkswirte oder mit den Risikofaktoren Verschuldung, Geldmengen- ausweitung und den daraus abzuleitenden zukünftigen Inflationsgefahren oder aber mit der Wirkungskette Schuldenrückführung, Deleveraging und den daraus abzuleitenden Deflations- gefahren. Nicht zuletzt starren viele auf den chinesischen Markt, der zunehmend über seine Frühindikatoren zum stimmungsbestimmenden Faktor für die Anleger wird.

Der andere Teil der Marktteilnehmer richtet sein Augenmerk dagegen auf die sprudelnden Unternehmensgewinne, die hohen Auftragseingänge, die niedrigen Marktbewertungen und die reichliche, immer noch vagabundierende und nach Anlagemöglichkeiten suchende Liquidität. Auch die fehlenden Anlagealternativen am Rentenmarkt einerseits und die immer noch hohen Dividen- denrenditen andererseits machen Aktieninvestments für sie sehr interessant.

Beiden Anlegergruppen wohnt eine eher kurzfristige Betrachtung der Marktperspektiven inne, und so kommt es, dass die Märkte innerhalb kurzer Zeit starke und schnelle Bewegungen in die eine oder andere Richtung in die Wege leiten.

Ein weiterer Teil der Anleger lässt sich zu den besonnenen Marktteilnehmern zählen. Diese sind ihrer Einschätzung gemäß längerfristig positioniert und lassen sich durch die aufkommenden Emotionen wie Hysterie und Euphorie nicht so schnell anstecken. Aus eigener Sicht würden wir uns zu dieser dritten Gruppe der Marktteilnehmer zählen. Mit unserer breiten Aufstellung der verschiedenen Portfolios, die unterschiedlichste Anlageklassen und Investmentstile kombinieren, aber auch die verschiedenen Währungen in die Allokation mit einbeziehen, ist der Anleger für holprige Börsenphasen gut gerüstet.

Aus unserer Sicht befinden sich die Börsenmärkte in einer Transformationsphase. Hierbei werden nach und nach die unsicheren Marktteilnehmer abgeschüttelt. Ähnlich kann die volkswirtschaftliche Blickweise auf den weiteren konjunkturellen Verlauf gesehen werden. Auch hier stecken Volkswirte in dem Dilemma, aus den gegenwärtig sehr widersprüchlichen Daten wie z.B. glänzende Unter- nehmensgewinne, steigende Investitionen und volle Auftragsbücher auf der einen Seite und fallende Stimmungs- und Frühindikatoren auf der anderen Seite eine belastbare Prognose aufzu- zeigen. Auch von deren Seite werden wir im zweiten Halbjahr klarere Aussagen vorfinden.

Wir bleiben bei unserer zu Anfang des Jahres geäußerten Meinung eines per Saldo guten Aktienjahres. Auf welchem Level die zwischenzeitlichen Tiefststände liegen werden, wäre wohl Kaffeesatzleserei. Für die konjunkturelle Entwicklung sehen wir ein Szenario mit geringeren Wachstumsraten für das zweite Halbjahr auf globaler Ebene als wahrscheinlich an. Die hohen Zuwachsraten, die natürlich auch aufgrund der niedrigen Basis nach dem Wirtschaftseinbruch optisch hoch ausfielen, werden sich insbesondere bei nachlassender Wirkung der Stimulanz- programme auf niedrigerem Level stabilisieren.

Auf der Risikoseite sollten die bis dato eingeleiteten Maßnahmen der Haushaltskonsolidierung und die strikten Sparprogramme der PIIGS-Länder den Markt entlasten können. Griechenland wurde jüngst von den EU-Aufsehern für die bereits umgesetzten Maßnahmen gelobt. Nach Zwischen- berechnungen der EU sollte die aktuelle Neuverschuldung der Griechen gegenwärtig sogar auf 8 Prozent gefallen sein. Dennoch sind wir hier und bei anderen Themen nicht vor neuen Über- raschungen gefeit und werden sehr wachsam bleiben.

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

Ihr Team von DR. HELLERICH & CO