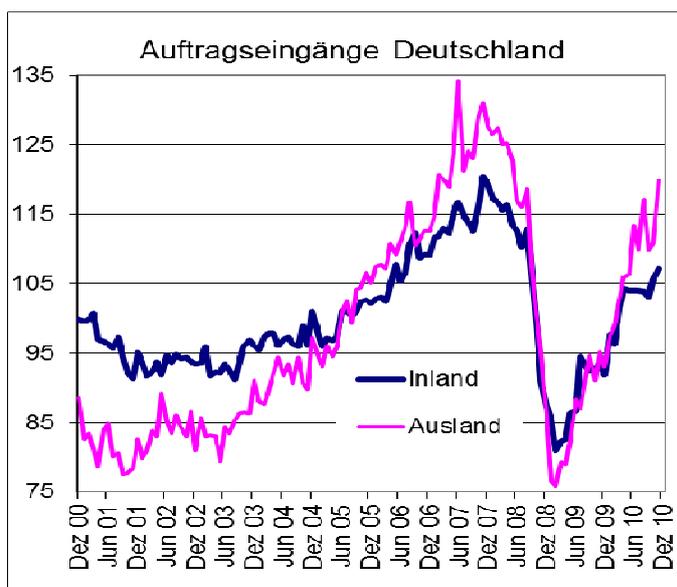




Jahresbericht 2010 / Perspektiven für 2011

„And the Winner is: Germany!“ Oder: Deutschland erhebt sich wie Phönix aus der Asche!

Wer hätte das gedacht! Nach einem beispiellosen Einbruch der deutschen Wirtschaft im Krisenjahr 2009 erhebt sich die „Michel-Republik“ wie Phönix aus der Asche und wächst mit einer Dynamik, die das Land zuletzt unter der Wiedervereinigungseuphorie zu Beginn der 90er-Jahre verzeichnen konnte. Einige unserer Nachbarn sahen die Entwicklung zunächst mit Argwohn und warfen Deutschland vor, es entwickle sich auf Kosten der anderen. Doch seit sich die Stimmung der Verbraucher verbessert, verstummte zunehmend die Kritik. So beginnt selbst der Konsum, der schon über Jahre hinweg ein Hemmschuh der konjunkturellen Entwicklung in Deutschland war, wieder anzusteigen. Davon profitieren auch unsere Nachbarländer. Nicht nur in nahezu allen Branchen der deutschen Industrien, sondern auch bei der Stimmung der Bevölkerung ist eine deutlich gehobene Laune festzustellen. Die Mehrheit blickt zuversichtlich ins neue Jahr. Und das bei einem Volksstamm, der eher zu den Pessimisten zählt und dessen Angehörige als Nörgler und Grantler bekannt sind.



Mutige Wirtschaftsforscher, wie jene des kleinen Instituts Kiel Economics, die im letzten Jahr mit ihren Prognosen goldrichtig lagen, sehen bereits Gefahren einer Überhitzung der deutschen Wirtschaft. Ja, Sie haben richtig gelesen, Gefahr einer Überhitzung. Gab es das schon mal in Deutschland? Die Älteren unter uns werden sich an die Wirtschaftswunderjahre in den 50ern erinnern, in denen, stimuliert durch den Marshall-Plan und Exportboom, Deutschland zu neuer Blüte aufstieg. Kann das aktuell als realistisch angesehen werden? Oder wird hier nicht schon der Braten zerlegt, bevor er in der Röhre liegt?

Die Zugpferde der gegenwärtig sehr positiven Entwicklung sind die Industrien rund um den Automobilbau. Dazu kommen verstärkt die Branchen des Maschinenbaus und der Elektrotechnik. Hier kann Deutschland Spitzentechnologie aufweisen und die ist insbesondere in den Schwellenländern hoch angesehen.

Automobilbau, die Nummer 1 in Deutschland

Deutschland ist eine Automobilnation und kann mit Stolz behaupten, gegenwärtig die zuverlässigsten und effizientesten Fahrzeuge mit einem hohen Imagewert, insbesondere in den Oberklassen, zu produzieren. Gerade die technikverrarenen Asiaten, so man diese Vereinfachung machen darf, legen nicht nur Wert auf hohe Funktionalität, sondern auch auf ein hohes Maß an Prestige. Genau da können die deutschen Premiumhersteller punkten. Auch wenn die Stadtregierung von Peking seit dem 24. Dezember die Neuzulassungen stark reguliert – seit diesem Datum dürfen nur noch

20.000 Fahrzeuge pro Monat in der Stadt neu zugelassen werden (30% des Rekordwerts von 2010) –, rechnen Shanghaier Experten, dass dadurch landesweit nur rund 1% weniger Autos verkauft werden. So halten auch die deutschen Hersteller ihre Absatzziele aufrecht. Doch auch in den USA laufen die Geschäfte wieder sehr gut an. Der mit erwarteten 11,6 Mio. Neuverkäufen in 2010 noch immer größte Automobilmarkt der Welt bietet gerade für die deutschen Hersteller beste Absatzchancen. So erwartet das Brancheninstitut IHS Automotive für 2011 und 2012 für VW in den USA ein Absatzplus von insgesamt 50% auf dann 500.000 Stück. Bis 2018 liegt die Erwartung bei sogar 1 Million VW-Fahrzeugen jährlich. Für den Gesamtmarkt in den USA erwarten Experten in den nächsten Jahren jeweils zweistellige Wachstumsraten, insbesondere das Premiumsegment soll demnach stark zulegen können. Davon werden Daimler, BMW und Audi besonders profitieren.

China wird bereits in diesem Jahr die USA als größten Automobilmarkt der Welt ablösen. Wie wichtig das Land bereits heute für die deutschen Hersteller ist, zeigen wiederum VW und deren Tochter Audi. Die Ingolstädter haben erstmals im letzten Jahr in China mehr Autos abgesetzt als im Heimatmarkt. Für den VW-Gesamtkonzern gilt das sogar schon länger. Das beliebteste Auto in China ist derzeit der VW Lavalida, der auf Basis der Golf-VI-Plattform gebaut wird und der chinesischen Vorliebe für Stufenheckfahrzeuge entgegenkommt. Der Erfolg macht sich auch in den Beschäftigtenzahlen bemerkbar. So wurden im Bereich der Metall- und Elektroindustrie – dazu gehört die Automobilbranche – von April bis Oktober 2010 25.000 neue Arbeitsplätze geschaffen.

Maschinenbau, die zweitwichtigste Branche in Deutschland

Nach dem herben Einbruch in der Krisenphase kann auch die zweite Schlüsselbranche in Deutschland wieder mit Zuversicht nach vorne blicken. Die letzten Zahlen, die für den November vorliegen, zeigen ein Plus von 43% gegenüber dem Vorjahresmonat. Der Hauptteil des Zuwachses stammt aus dem Ausland. Im Inland sind die Bestellungen jedoch immerhin um 23% gewachsen. Der größte Absatzmarkt für die deutschen Maschinenbauer ist, wen wundert es, China, danach folgten mit einigem Abstand die USA. Der Branchenverband ist zuversichtlich und erwartet in 2011 und 2012 weiter gute Zuwächse.

Elektroindustrie, Platz drei in der Rangfolge

Die deutsche Elektroindustrie kann inzwischen darauf verweisen, dass der Rückschlag aus der Krise fast vollständig aufgeholt werden konnte. In den ersten 11 Monaten des abgelaufenen Jahres lagen die Auftragseingänge nach Angaben des Verbands um 24% über dem Vorjahresniveau. Die Stimmung in der dritt wichtigsten Branche in Deutschland liegt auf dem höchsten Stand seit fast 4 Jahren. Über 90% der Unternehmen erwarten für das nächste halbe Jahr stabile oder noch bessere Geschäfte.

- **Insgesamt rechnen nach Angaben des Instituts der deutschen Wirtschaft (IW) von den 46 deutschen Branchenverbänden 35 mit steigenden Umsatzzahlen, 29 Branchen wollen wieder mehr investieren, 22 Branchen erwarten eine steigende Beschäftigung.**

Woher kommt diese positive Entwicklung?

Die deutschen Unternehmen haben in den letzten Jahren ihre Wettbewerbsfähigkeit deutlich gesteigert. Hierzu haben nicht zuletzt die für Deutschland härteren Wettbewerbsbedingungen beigetragen. Die für Deutschland in der Vergangenheit relativ hohen Zinsen (in Relation zu niedrigen Wachstumsraten), höhere Steuern und teurere Produktionskosten führten zu laufenden Anpassungsprozessen. Die dadurch entstandene Behauptungsstrategie hat die Unternehmen schlagkräftig gemacht. Nicht zuletzt hat jedoch auch die Agenda 2010 unter Kanzler Schröder dazu beigetragen, dass nun die Wirtschaft in Deutschland diese Kraft entwickeln kann.

Daneben ist Deutschland nie zu einem dienstleistungsdominierten Land wie die USA geworden. Nach einer Analyse von McKinsey kann unser Land genau das produzieren, was gegenwärtig von den wachstumsstarken Ländern nachgefragt wird. Nach deren Studien ist Deutschland neben den

USA die westliche Volkswirtschaft mit der besten Übereinstimmung von Nachfrage und Produktangebot. Die ausgezeichnete Wettbewerbsfähigkeit bietet Deutschland damit eine hervorragende Ausgangsbasis für die kommenden Jahre. Auch die den Deutschen zugeschriebene Mentalität der Vorsicht könnte einer der Gründe für die sich gegenwärtig freisetzenden Kräfte sein. Die Deutschen haben sich nie so verschuldet wie die Bewohner der Länder, deren Staatsfinanzen so katastrophal erscheinen. Vielfach gibt es dort auch eine sehr hohe Verschuldung der privaten Haushalte. Hierzulande gab es auch keine Immobilienblase, deren Folgen nun die Wirtschaft der Länder und die einzelnen Bürger so gravierend einschränken. Die Deutschen können mit vollen Sparkonten und guter Stimmung auf Shoppingtour gehen. Aufgrund der niedrigen (für das deutsche Wachstum zu niedrigen) Zinsen wird die Konjunktur weiter angekurbelt. Die Misere der Peripherieländer lässt ein schnelles Anheben der Leitzinsen durch die EZB nicht zu.

Deutschland entwickelt sich zum Zugferd der europäischen Wirtschaft

Der Verlust des Titels Exportweltmeister ist für Deutschland nicht bedeutend. Dieser Titel musste früher oder später an China gehen. Unvermindert produziert unser Land nicht nur Exportüberschüsse, für die es vielfach gescholten wird, sondern entwickelt sich auch zum starken Konsumenten.

Arbeitslose gesamt in Millionen,
Jahresdurchschnitt



Quelle: BA, ab 2010 Kiel Economics Prognose
Handelsblatt

Das deutsche Statistische Bundesamt berichtete kürzlich von den höchsten jemals gemessenen Importen. 75 Mrd. Euro betrug allein in November der Wert der importierten Waren. Aufgrund des schnellen Abbaus der angehäuften Kurzarbeitsverträge und des Abbaus der Arbeitslosigkeit kann Deutschland auch wieder über den Eigenverbrauch wachsen. Gerade das ist für einen selbsttragenden Aufschwung von großer Bedeutung. Kann der Exportmotor nicht durch den Inlandsmotor ersetzt werden, würde der Aufschwung nach einer gewissen Zeit zum Erliegen kommen. Diese Gefahr ist gegenwärtig jedoch nicht auszumachen. Experten erwarten nach Jahren relativ schwachen Konsums in Deutschland für

2011 einen Zuwachs von über 2% beim privaten Konsum. Beachtlich ist in diesem Zusammenhang auch, dass das von der EU-Kommission ermittelte Wirtschaftsvertrauen trotz der Schuldenkrise und aller Sparprogramme kürzlich auf den höchsten Stand seit Oktober 2007 gestiegen ist. Dies kommt nicht von ungefähr, unsere Nachbarn können inzwischen ebenfalls eine deutlich gestiegene Industrieproduktion vorweisen. In Irland, Italien und Holland erreichte sie zuletzt 5-, 6- und 7-Monats-hochs. Auch Spanien konnte nach einem schlechten November wieder deutlich bessere Werte aufweisen.

Hohe Barmittel der Unternehmen suchen nach Investitionsmöglichkeiten

Das Jahr 2010 war für das Gros der Unternehmen ein sehr erfolgreiches Jahr. Im Schnitt konnten die Gewinne gegenüber dem Vorjahr in Europa um mehr als 37% gesteigert werden. In den USA lag der Zuwachs ähnlich hoch. Dazu kam, dass viele Unternehmen die günstigen Zinsen nutzten, um ihre Kreditportfolien zu bereinigen und sich zu entschulden. Seit geraumer Zeit steigen somit die Kassenbestände der Unternehmen. Diese wurden bis dato kaum zu Produktionsausweitungen (Technologie und Automobil ausgenommen) genutzt, da die Kapazitätsauslastung immer noch relativ niedrig ist. Das gerade begonnene Jahr wird aller Voraussicht nach zu weiteren Ergebnissteigerungen führen und die Kassen der Unternehmen weiter füllen. Im Vergleich zu den USA schwimmen die deutschen Konzerne noch mehr im Geld als die amerikanischen. Allein die Barbestände der 30 DAX-Unternehmen belaufen sich auf über 138 Mrd. Euro. Zum Vergleich: Der Rettungsschirm für Griechenland beläuft sich auf 110 Mrd. Euro. Wir gehen davon aus, dass diese Überschussliquidität in Produktionsausweitung, also in Investitionen in Maschinen und Anlagen,

aber insbesondere auch zum Zukauf von Produktionsstätten, Firmenteilen oder Übernahmen von kompletten Unternehmen führen wird. Spezialisten aus der M&A-Branche (Käufe und Übernahmen) rechnen allein für Deutschland mit einer Steigerung der Umsätze in diesem Bereich um über 25%. Wir sind dabei, geeignete Investmentprodukte für unsere Vermögensverwaltung zu finden, die von diesem Trend profitieren.

Rückblick und Beurteilung unserer Einschätzung des vergangenen Jahres

Unser Hauptszenario im letzten Jahr (2010):

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

1. Stabile Wachstumsraten in asiatischen Ländern führen zu nennenswerten Exportzuwächsen
2. Verbrauchervertrauen und sich weiter verbessernde Stimmung stärken den Konsum
3. Aufschwung festigt sich zum Jahresende
4. Inflationsraten und Zinsen steigen leicht
5. Aktienmärkte mit etwas über 10% Potenzial bis Jahresende, aber zwischenzeitlich stärkere Rückschläge
6. Anziehende Rohstoffpreise, insbesondere Öl
7. Gold seitwärts bis leicht steigend

Ergebnis:

➤ Insgesamt lagen wir mit unserem Szenario gut im Rennen. Bis auf die unerwartet schwache Entwicklung der Peripherieländer (Griechenland und Irland mussten gestützt werden) sehen wir unsere Aussagen bestätigt.

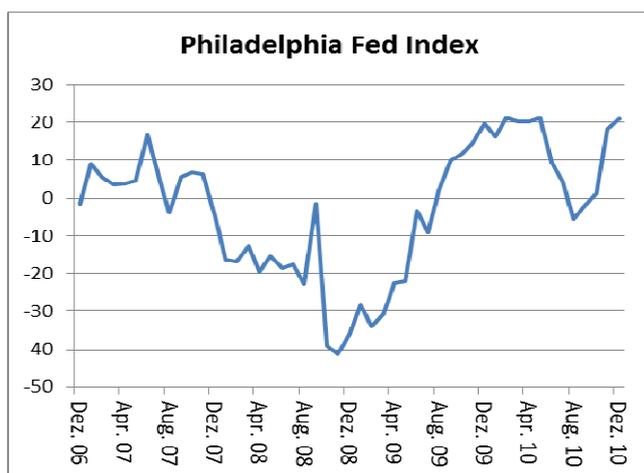
Hier die einzelnen Punkte:

1. Es ist weiterhin starkes Wachstum in Asien vorhanden. Die Exporte konnten insbesondere in Deutschland Rekordwerte erreichen.
2. Das Verbrauchervertrauen hat sich nach Rückgängen in den USA wieder verbessert, in Deutschland wiederum liegt es auf Rekordniveau.
3. In den wichtigsten Ländern der Welt hat sich eine Konjunkturerholung etabliert, zuletzt wurden die Wachstumsraten mehrheitlich nach oben korrigiert.
4. Schwellenländer kämpfen bereits mit höheren Inflationsraten, bei den Industrieländern halten sich die Raten noch in Grenzen, wenngleich im Euro-Raum mit 1,7 bis 2% zu rechnen ist. Die Zinsen gingen zunächst noch auf Tiefststände zurück, zogen dann aber zum Jahresende wieder an.
5. Der Rückschlag an den Aktienmärkten kam früher als erwartet. Bereits bis Februar mussten viele Märkte Abschlüsse von teilweise über 10% hinnehmen. Anfang Mai und Anfang Juni waren die Jahrestiefstände zu verzeichnen. Nach einer Zwischenerholung verlor der Eurostoxx-50-Index mehr als 18%. Per Saldo entwickelten sich die Aktienmärkte aber positiv. Die Ausnahme waren die europäischen PIIGS-Länder, die teilweise deutlich verloren (Griechenland -34%). Der Eurostoxx-50-Preisindex verlor auf Jahressicht knapp 6%. Der Weltaktienindex MSCI Welt konnte hingegen über 13% zulegen.
6. Die Rohstoffmärkte entwickelten sich in der Breite ebenfalls positiv. So konnte der UBS Commodity Total Return Index nach anfänglichen Rückschlägen das Jahr 2010 mit einer Rendite von knapp 15% abschließen. Der Ölpreis legte ebenfalls zu, jedoch nicht ganz so stark, wie wir es erwarteten. Der Brent Crude Oil Future lag etwas mehr als 10% im Plus.
7. Den Wertzuwachs von Gold haben wir letztendlich unterschätzt. Mit einer Performance von über 28% lag der Zuwachs doch deutlich über unserer Prognose.

Konjunktur in den USA: Auch das Double-Dip für die US-Konjunktur ist vom Tisch

Um fast 38% dürften die Gewinne der US-Unternehmen im abgelaufenen Jahr zugelegt haben. Den größten Swing haben dabei die Investmentbanken vollziehen können. Im Schnitt stiegen deren Gewinne um über 160%. Solche Steigerungsraten lassen sich natürlich nicht aufrecht erhalten, es wird eine Normalisierung eintreten.

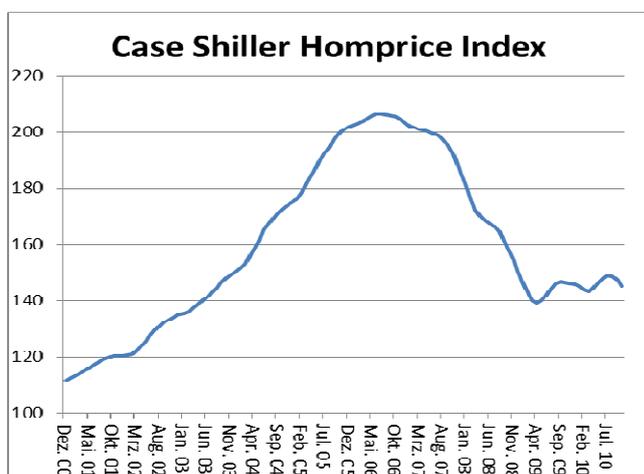
Dennoch deutet eine Reihe von Indikatoren darauf hin, dass die Talsohle der US-Wirtschaft nachhaltig durchschritten ist. Der abgebildete Philly Fed Index spiegelt die aktuelle konjunkturelle Lage wider. Eine erneute Delle oder gar ein Rückfall in ein Negativwachstum lässt sich gegenwärtig nicht ausmachen, obwohl in der zweiten Jahres-



hälfte eine Reihe von Wirtschaftsdaten erneut eine Schwäche anzeigten. So fielen z.B. die wichtigen Einzelhandelsumsätze, die Arbeitslosenzahlen und die Auftragseingänge. Wichtige Stimmungsindikatoren wie die Konsumentenstimmung, der Einkaufsmanagerindex und die Stimmung der institutionellen Investoren drehten ins Negative. Doch die anhaltend gute Weltkonjunktur und nicht zuletzt das 2. Aufkaufprogramm für Anleihen (QE II) der US-Notenbank, mit dem die Geldmenge verbreitert, die Zinsen niedrig und die Stimmung der Investoren wieder aufgehellt wurden, führten zu einer Verbesserung der

wirtschaftlichen Lage. Ganz entscheidend hat jedoch zuletzt die den Demokraten abgerungene Fortsetzung und Erweiterung des Steuererleichterungsprogramms und die darin enthaltenen besseren Absatzmöglichkeiten für Investitionen zur Fortsetzung des Aufschwungs geführt. Das Wachstum wird angekurbelt, aber auf Kosten der Verschuldung. Insgesamt wird die Verabschiedung dieses neuen Gesetzes den Haushalt bis 2012 um über 850 Mrd. Dollar belasten. Die USA verschulden sich immer mehr und gefährden damit auch ihr AAA-Bonitätsrating. Lesen Sie hierzu unsere Bewertung der Risiken.

Positiv für die US-Wirtschaft kann vor allem aber verbucht werden, dass das Inlandsgeschäft wieder besser läuft. Hierfür ist die Konsumentenstimmung sehr wichtig, die verschiedenen Erhebungen dazu zeigen Ermutigendes. Auch die Beschäftigtenzahlen zeigen, von kleinen Ausreißern abgesehen, leicht nach oben. Seit Anfang 2010 wurden in der Privatwirtschaft 1,3 Millionen neue Arbeitsplätze geschaffen, und das wird oft übersehen, wenn nur die prozentuale Veränderung beachtet wird. Die Unternehmen sind besser ausgelastet und planen, mit hohen Kassenbeständen im Hintergrund, neue Investitionen – allerdings nicht immer im eigenen Land.



Schwierig bleibt nach wie vor die Lage am Immobilienmarkt. Hier kann es im gerade begonnenen Jahr zu erneuten Rückschlägen kommen. Die Talsohle, so sind sich die meisten Experten einig, ist noch nicht ganz erreicht und das, obwohl die Häuserpreise seit Ausbruch der Krise im Schnitt um über 30% gefallen sind. Die große Verlustphase hat der Markt jedoch hinter sich. Ein Problem sind aber immer noch die anhaltenden Zwangsversteigerungen. Wieder positiver entwickeln sich die Daten zu den schwebenden Hausverkäufen, dies sind Verkäufe, die in den nächsten Monaten unterzeichnet werden.

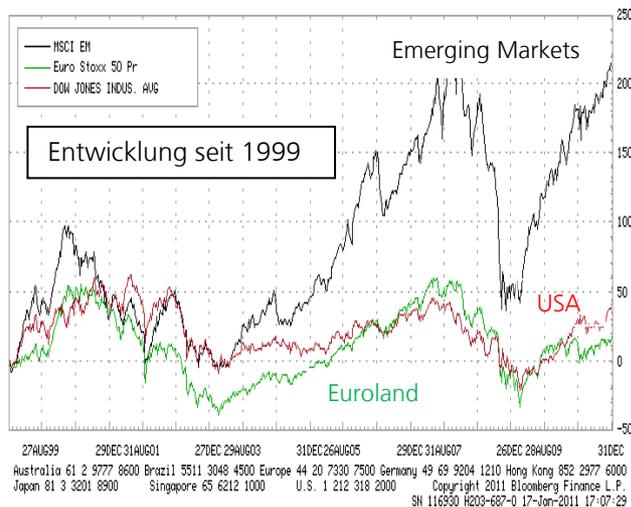
Damit ist zumindest ein Lichtblick gegeben. Auch bei den Gewerbeimmobilien sieht die Lage nicht mehr ganz so düster aus. Inzwischen können wieder große Transaktionen durchgeführt werden. Objekte, die teilweise aus Notverkäufen auf den Markt kamen, werden wieder mit deutlichen Aufschlägen weiterverkauft. Die noch zur Jahresmitte relativ kritische Situation bei den Gewerbeimmobilienkrediten kann sich dadurch ebenfalls leicht verbessern.

Per Saldo stellt sich die konjunkturelle Lage in den USA besser dar, als von vielen erwartet. Das Wachstum dürfte sich im laufenden Jahr sogar zwischen 3 – 4% einpendeln. Noch vor einigen Monaten wurden lediglich bis zu 2% erwartet. Das könnte dazu führen, dass sich die Aktien für amerikanische Unternehmen im laufenden Jahr deutlich besser entwickeln, als es viele Marktteilnehmer auf dem Radar haben. Eine umfassende Untersuchung zu den Bankenkrisen seit dem 14. Jahrhundert von Reinhart und Rogoff (This Time is Different) dazu zeigt auf, dass im dritten Jahr nach einer Bankenkrise das Wachstum deutlich zulegen kann und untermauert damit unsere These. Das Jahr 2011 könnte also positiver werden als erwartet.

Was noch fehlt, sind Innovationen, die der wirtschaftlichen Entwicklung Schübe verleihen können. Daniel Stelter von der Boston Consulting Group (BCG) hat dazu in einer Studie ermittelt: Krisen und wachstumsschwache Zeiten münden häufig in einer Innovationswelle. Nachzulesen in seinem Buch: „Nach der Krise ist vor dem Aufschwung“

Die Schwellenländer könnten schon bald zu teuer sein

Die eigentlichen Hauptnutznießer des 2. quantitativen Lockerungsprogramms der USA sind die Schwellenländer. Schon die erste Geldmengenaufblähung der USA führte dazu, dass gewaltige Summen in die prosperierenden Schwellenländer flossen. Die überschüssige Liquidität sucht nach



rentablen Anlagemöglichkeiten, und da konnten diese Länder gleich mehrmals punkten. Auf der einen Seite mit Kurssteigerungspotenzial bei Aktien und auf der anderen Seite mit höheren Bondrenditen. Der Nettokapitalzufluss, der im letzten Jahr absolute Rekordwerte erreichte, brachte einen weiteren Effekt. Er wertete auch die Währungen der Länder auf. Länder wie Brasilien müssen sich bereits mit Strafsteuern schützen. Der ständige Kapitalzustrom bringt aber auch Inflation mit sich. Dies wird in absehbarer Zeit zu Zinserhöhungen führen und könnte die Konjunktur dort belasten. Steigende Zinsen führen aber in der Unternehmensbewertung auch zu höheren Kurs-/Gewinnverhältnissen (KGVs). Im Ver-

gleich zu den Industrieländern, von denen ebenfalls einige mit höheren Wachstumsraten glänzen können, zeichnet sich daher eine Verschiebung ab. Aufgrund der Marktbewertungen kann damit gerechnet werden, dass die Schwellenländer bald zu teuer erscheinen.

Der Rekordzufluss an Auslandskapital in diese Länder hätte im Normalfall zu deutlich höheren Zuwächsen führen müssen, doch gemessen an den Indexgewinnen war das Jahr eher verhalten. China und Brasilien mussten sogar Verluste hinnehmen. Eine außerordentlich hohe Zahl an Neuemissionen und Kapitalerhöhungen hatte das strömende Geld aufgenommen. Solche Phänomene werden oft in den Reifephase einer Hausse festgestellt. Wenn alles boomt, werden die Kapazitäten stark erweitert, und da Kapital leicht erhältlich ist, wird es in Anspruch genommen.

Wir erinnern uns an die Endphase der Technologiehaussa und die dabei aus dem Boden gestampften Börsengänge. Natürlich gibt es hier einige ganz fundamentale Unterschiede. Die Technologiehaussa mündete in hohen Überkapazitäten und einer gewaltigen Übertreibung. Die Schwellenländer haben im Allgemeinen eine derartige Haussa noch nicht hinter sich und bewegen sich nicht in extremen Bewertungssphären. Dennoch sollte die hohe Kapitalabsorption bei geringer Aufwärtsbewegung ein wenig vorsichtiger machen. Bei weiter hohem Emissionsvolumen in diesen Ländern könnten die Nettozuflüsse nur Geringes ausrichten. Auch eine Umkehr der Kapitalströme wäre im Bereich des Möglichen.

Lassen Sie uns ein paar Kennziffern anführen wie beispielsweise das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV). Es zeigt an, mit welchem Vielfachen des Gewinns die Gesellschaft (hier der Aktienmarkt) bewertet wird. Ausgangsbasis für die Daten sind die geschätzten Gewinne für 2011 aus Bloomberg. Daneben vergleichen wir die jeweilige Dividendenrendite und stellen dem die Wachstumsprognosen gegenüber.

Aktienmarkt (Index)	KGV geschätzt für 2011	KGV aktuell (2010)	Dividendenrendite in %	BIP-Wachstumsprognosen der Finanzinstitute
USA (S&P 500)	13,41	15,89	1,85	2,5 – 4,0%
Euroland (Eurostoxx 50)	9,67	12,27	3,67	1,5 – 2,0%
Deutschland (DAX 30)	11,10	14,70	2,69	2,0 – 3,5%
Schweiz (SMI)	11,85	14,51	2,77	1,0 – 2,5%
Frankreich (CAC40)	10,27	13,21	3,57	1,0 – 2,0%
China (SHSZ300)	14,37	19,01	1,13	8,0 – 9,0%
Brasilien (Bovespa)	11,23	14,31	3,05	3,5 – 5,5%
Indien (Sensex)	19,20	23,12	1,30	8,5 – 9,2%
Argentinien (Merval)	12,63	16,12	1,96	4,5 – 5,5%
Indonesien (Jakarta Cp.)	14,09	19,96	1,86	5,5 – 6,5%
Mexico (Mexico TR)	13,87	19,55	1,11	3,0 – 4,5%
Russland (RTS \$)	7,62	8,97	1,47	4,0 – 5,0%

Quelle Bloomberg, Stand 12.01.11

Unter den großen Emerging Markets, die im historischen Vergleich noch nicht sehr teuer sind, fällt insbesondere Indien mit einem sehr hohen KGV auf. Am anderen Ende rangiert Russland, das von vielen Investoren stark vernachlässigt wurde. Ohne diese Ausreißer sind jedoch aktuell deutlich höhere KGVs als bei den etablierten Märkten zu erkennen. Ob die für die Emerging Markets weiterhin sehr positiven Gewinn- und Wachstumsschätzungen eintreffen werden – diese führen zu den moderateren Zahlen bei den auf 12-Monatssicht geschätzten KGVs –, muss sich erst bewahrheiten. Die günstigen Bewertungen der Industrieländer werden von den hohen Dividendenrenditen jedenfalls untermauert. Daneben liegen die Kurs-Gewinn-Verhältnisse mehr als 25% unter ihren langfristigen Durchschnitten (Quelle: JP Morgan).

Die alte / neue „Normalität“ der Renditeverteilung für Staatsanleihen

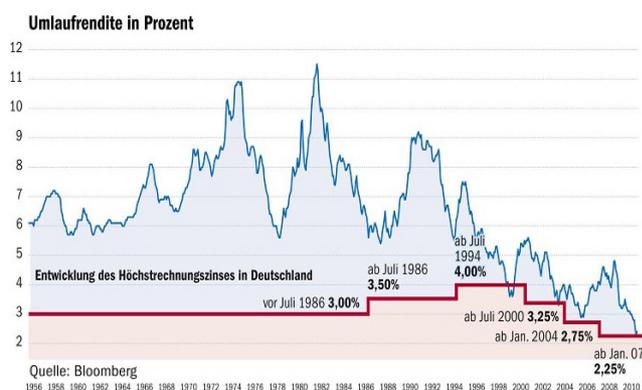
Viele von uns kennen aus dem letzten Börsenjahrzehnt nur die Niedrigzinsphase mit stetig fallenden Zinsen. Dass die Märkte auch ganz andere Zinssätze zeigen und damit auch leben können, ist vielen nicht mehr präsent bzw. haben die jungen Analysten in den Finanzinstituten bis dato einfach nicht erlebt. Dabei gab es selbst im stabilen Deutschland Zeiten, in denen der Renditezeiger für 10-jährige Staatsanleihen zweistellig war. Von 1978 bis 1981 stieg die Umlaufrendite (das ist die durchschnittliche Rendite aller von Deutschland herausgegebenen Anleihen) von 5,1% auf über 11,4%. In dieser Zeit war ein starker Inflationsanstieg zu verzeichnen. Die Preissteigerung erreichte in Deutschland im Jahr 1981 6,3% und lag damit nur leicht unter dem Rekordwert von 7,1% aus dem Jahr der Ölpreiskrise 1973.

Doch nicht nur aufgrund von steigenden Inflationsraten können hohe Zinsen bezahlt werden, auch die Bonität des Schuldners bestimmt die Zinshöhe, die ja bekanntlich die Entschädigung für ein eingegangenes Risiko darstellt. Das zu entschädigende Risiko bei Anleihen liegt also generell in zwei unterschiedlichen Quellen begründet. Besteht die Gefahr, dass die Zinszahlung eines Schuldners in der Zukunft unsicher wird, muss er mehr Entschädigung für dieses Risiko bieten. Dies zeigen die auseinanderlaufenden Renditen bei den Peripherie-Ländern. Das Über-einen-Kamm-Scheren der Euro-Länder wie bis vor zwei Jahren dürfte nach Griechenland wohl für lange Zeit der Vergangenheit angehören.

Die von einigen Ländern geforderten gemeinsamen Euro-Anleihen, sollten sie denn eingeführt werden, werden nur einen Teil der Finanzierung der schwachen Länder übernehmen. Somit müssen die schwachen, aus Investorensicht, unsicheren Länder wohl lange Zeit mit hohen Zinsen leben, mit allen Folgen für ihre Volkswirtschaften. Dennoch könnten diese Länder davon deutlich profitieren – 40% ihrer Neuemissionen könnten, ginge es nach dem Vorschlag von Jean Claude Juncker, mittels dieser neuen Euro-Anleihen platziert werden. Der Zins läge hierbei in etwa zwischen 5 und 6%. Zum Vergleich: Der Zins für 10-jährige griechische Staatsanleihen lag kürzlich noch über 12,5%. Dies wäre eine deutliche Erleichterung für die schwachen Länder. Andererseits würde dies natürlich die Bonität der starken Länder wie Deutschland belasten und auch hierzulande zu höheren Zinskosten führen. Experten sehen hierdurch einen Zinsaufschlag von 100 bis 200 Basispunkten (1 – 2%) – das würde auf alle ausstehenden deutschen Anleihen Mehrkosten von bis zu 17 Mrd. Euro verursachen. Doch auch ohne diese neuen Euro-Anleihen stellt sich die Frage, ob die niedrigen Zinsen für Bundesanleihen noch gerechtfertigt sind. Denn Deutschland trägt die Hauptlast der Kredite, und je länger sich diese Krise hinzieht, umso teurer wird es für Deutschland werden. Damit könnten die Bundesanleihen den Status als Referenz für sichere Staatsanleihen verlieren und dauerhaft selbst Aufschläge auf den noch sehr niedrigen Zins bezahlen müssen.

Unabhängig davon, ob solche gemeinsamen Euro-Anleihen an den Markt kommen, konvergierende Zinsen, wie wir sie bis zur Euro-Einführung und danach bis zum Beginn der Griechenlandkrise hatten, wird es auf längere Sicht nicht mehr geben. Das haben – mit Verspätung – auch die Ratingagenturen erkannt und stellen inzwischen ganz unterschiedliche Risiken bei den Ländern fest. Entsprechend divergieren nun auch wieder die Ratings der Euro-Länder und last but not least die für unterschiedliche Risiken zu bezahlenden Zinsen. Je nach Haushaltslage kann eine solche Abstufung auch weitere Länder treffen. Der Euro als Deckmantel taugt in diesem Sinne nicht mehr. Daher sollten Anleger sehr genau abwägen, wohin sie ihr Geld tragen.

Insbesondere die Versicherer, die ja den Großteil der Altersvorsorge der Bevölkerung abdecken, sollten auf der Hut sein. Sie haben gegenwärtig gleich mit drei Problemen zu kämpfen. Zum einen

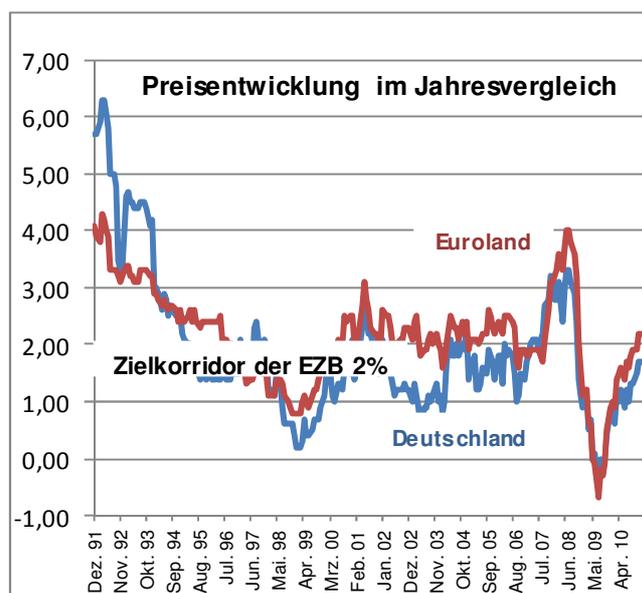


gehören sie zu den Gläubigern der deutlich abgewerteten PIIGS-Ländern und sitzen auf hohen Buchverlusten, zum anderen sitzt die Branche auf Verpflichtungen mit hohen Garantiezinsen von 4%. Am Rentenmarkt werden aber gegenwärtig mit 10 Jahren Laufzeit nicht einmal 3% erzielt. Berücksichtigt man dabei noch die laufenden Verwaltungskosten und den Vertriebsaufwand der deutschen Versicherungsbranche, lässt sich unschwer erkennen, dass dies nicht lange durchzuhalten ist. Nicht umsonst will das Finanzministerium den bereits gesenkten

Garantiezins von 2,25% auf den geringen Satz von 1,75% senken. Da jedoch Verträge teilweise 50 bis 70 Jahre laufen, müssen die alten Verträge weiter mit den hohen 4% verzinst werden. Die neuen hätten nur den sehr niedrigen Garantiezins. Unschwer auszudenken, dass das Neugeschäft darunter gewaltig zu leiden hätte. Auf der anderen Seite würde ein möglicher Zinsanstieg nicht nur zu Verlusten in den Beständen führen, sondern Kunden auch zu den Konkurrenzprodukten von Banken bewegen.

Maßgebliche Faktoren in den Industrieländern weisen nicht auf Inflationsgefahren hin

Auch auf die nächsten 12 Monate hin werden die US-Zinsen die Richtung und die absolute Höhe unserer Zinsen bestimmen. In den USA ist die Kernrate der Inflation (die um Energie und Lebensmittel bereinigte Inflationsrate) weiter fallend. Eine nachhaltige Umkehr und damit einhergehend steigende Zinsen können trotz Preissteigerungen bei Lebensmittel und Energie noch nicht ausgemacht werden. Zu groß ist immer noch das Output Gap, die so genannte Produktionslücke. Nach einem Tief von -6% liegt die Lücke immer noch bei ca. -4%. Das bedeutet, dass immer noch eine gewaltige Überkapazität vorhanden ist und die Industrie noch großen Spielraum bis zu einer normalen Auslastung hat. Ohne ein Überschreiten einer solchen Auslastungsschwelle werden jedoch Neueinstellungen weiter bescheiden ausfallen. Damit aber fehlen drei wichtige Komponenten für ein Anziehen der Inflation. Erstens: ein knappes Angebot an Waren und Dienstleistungen (Überkapazität), zweitens eine Verknappung der zur Verfügung stehenden Arbeitskräfte (Überangebot) und drittens: ein stärkerer Konsum (schwacher US-Konsum), der durch höhere Beschäftigung ausgelöst würde.



Ein ebenfalls wichtiger Faktor in der Preisentwicklung leitet sich aus der Entwicklung der Assetpreise ab. Hier fand nicht nur am Aktienmarkt eine hohe Kapitalvernichtung statt, sondern insbesondere am für Amerikaner besonders wichtigen Immobilienmarkt, unter dessen Folgen nach dem Platzen der Blase die globalen Finanzmärkte noch immer leiden. Doch während sich der Aktienmarkt bereits wieder stark erholt hat, sieht die Lage am Immobilienmarkt nach wie vor düster aus. Kann sich der Immobilienmarkt nicht deutlich erholen, wovon wir in den nächsten 12 Monaten ausgehen, werden sich ein allgemeiner Preisdruck und damit einhergehend steigende Zinsen in den USA stark in Grenzen halten. Weiterhin hohe Leerstandsquoten bei Wohnungen und Häusern, fortgesetzte Zwangs-

versteigerungen und eine weit über 3 Millionen liegende Zahl von zum Verkauf stehenden Häusern werden eine schnelle Erholung des amerikanischen Immobilienmarktes nicht zulassen. Studien belegen zudem, dass nur durch das 2. quantitative Lockerungsprogramm (QE II) eine Deflation verhindert wurde.

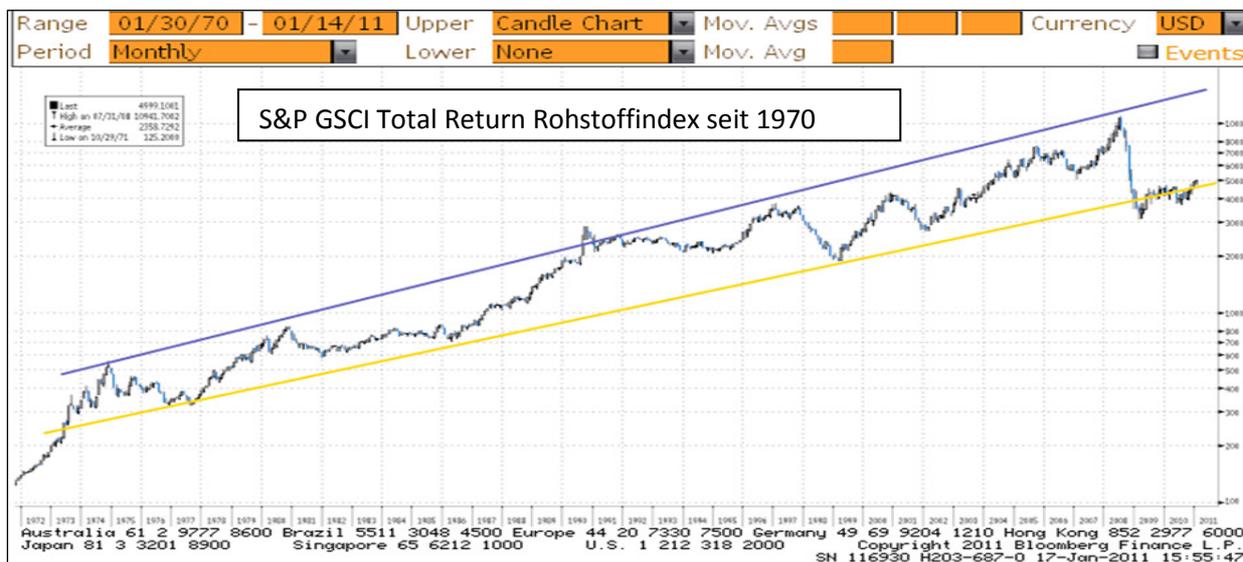
Selbst wenn in Europa die zuletzt gemessenen Preissteigerungsraten etwas höher liegen – sie befinden sich immer noch im Zielkorridor der EZB von 2% –, werden sich die Kapitalmarktzinsen an denen der USA orientieren. Die europäische Schuldenkrise, die sicher noch lange nicht ausgestanden ist, wird jedoch in Europa zu stärker schwankenden Renditen führen. Dies wird insbesondere dann der Fall sein, wenn sich weitere Staaten unter den Rettungsschirm flüchten müssen. Oder wenn erstmals die sogenannten Euro-Anleihen emittiert werden.

Konjunktur und geringe Lagerbestände sprechen für weiter steigende Rohstoffpreise

Bis Sommer 2008 lief an den internationalen Rohstoffmärkten eine beispiellose Hausse. Namhafte Rohstoffexperten wie Jim Rogers propagierten den Superzyklus und sahen die Notierungen für Rohstoffe immer weiter steigen. Doch es kam anders: Die Immobilienblase verursachte auch ein Kollabieren der breiten Rohstoffindizes. Von Sommer 2008 bis März 2009 kam es an diesen Märkten nicht nur zu Preisverlusten ähnlich denen der Aktienmärkte, nein, trotz der in der modernen Portfoliotheorie propagierten Diversifizierungseffekte und den geringen Korrelationen zu den anderen Anlageklassen mussten all jene, die auf positive Effekte durch den Rohstoffeinsatz gesetzt hatten, teuer bezahlen. Zwischen den Extrempunkten lag eine Differenz von über 70%, nicht nur

bei einzelnen speziellen Rohstoffen, nein, der breite Goldman Sachs Commodity Index GSCI hatte diesen extremen Verlust in weniger als 6 Monaten erzielt. Es schien, als würde die verarbeitende Industrie keine Rohstoffe mehr benötigen, und die Anleger selbst verfielen in tiefen Pessimismus.

Inzwischen hat jedoch auch bei den Rohstoffpreisen eine neue Aufwärtsbewegung eingesetzt. Die Preise, gemessen am GSCI, haben jedoch erst jene Levels erreicht, die vor 5 Jahren erstmals überschritten wurden. Ähnlich wie bei den Aktienmärkten, die jedoch mehrheitlich bereits wieder nahe den absoluten Höchstkursen notieren, stellt sich die Frage, ob die Aufwärtsbewegung der Rohstoffe untermauert ist. Wir denken ja! Und wir gehen davon aus, dass die Rohstoffindizes vor einem positiven Jahr stehen. Unser Optimismus gründet auf unserem Basisszenario (s. Seite 13).



Hier gehen wir von einem anhaltenden globalen Aufschwung aus, der weiterhin von den Schwellenländern getragen wird und Unterstützung von einigen wichtigen entwickelten Ländern bekommt. Dadurch wird eine beständig hohe Nachfrage aus den Schwellenländern vorhanden sein, die für den Aufbau ihrer Länder mehr verbrauchen als die alten Industrienationen. China produzierte 2010 ca. 500 Mio. Tonnen Stahl, das ist so viel wie USA, Euroland, Japan und Russland zusammen. Beim Zementverbrauch kommt China bereits jetzt auf ein höheres Volumen als der Rest der Welt insgesamt. Dies zeugt von einem anhaltend hohen Aufbau von Infrastruktur, für den auch alle anderen Industrierohstoffe nötig sind.

Von uns geschätzte Experten ermitteln gegenwärtig für nahezu die Hälfte der Einzelmärkte ein Marktdefizit. Das bedeutet, dass für diese Rohstoffe die Lagerbestände gering sind und die Nachfrage das Angebot übersteigt. Dies sind ideale Voraussetzungen für weitere Preissteigerungen. Selbst die hohen Lagerbestände für Rohöl wurden sukzessive verringert. In der Branche ist zu hören, dass die großen, in Tankern auf See gehaltenen Lagerbestände bereits abgebaut wurden. Die neuen großen Vorkommen, die gerade erschlossen werden, liegen meist in der Tiefsee. Die Förderung dieser Vorkommen ist sehr aufwendig und mit hohen Risiken verbunden. Das musste die Welt im letzten Frühjahr durch die Bohrkatastrophe im Golf von Mexiko schmerzlich erfahren. Eine Konsequenz dieser Katastrophe waren Bohrverbote, die jedoch teilweise wieder gelockert wurden, aber auch deutlich verschärfte Sicherheitsvorschriften. Diese wiederum werden die Förderung und nachgelagert auch die Abgabepreise noch teurer machen! Wir erwarten daher, sollten keine neuen Katastrophen über unser Wirtschaftssystem hereinbrechen, überproportional steigende Ölpreise, wemgleich eine Frühjahrskonsolidierung nochmals Rückschläge bringen kann.

Gold zählen wir nicht zu den herkömmlichen Rohstoffen

Würde Gold mit Rohstoffen wie Aluminium oder Kupfer verglichen, wäre es bereits jetzt viel zu teuer. Bei Gold und Silber gibt es einen relativ hohen Marktüberschuss, der nur durch Finanzinvestoren aufgenommen werden kann. So war das vergangene Jahr glänzend für die Edelmetalle.

Den ersten Schub brachte die Nachfrage aufgrund der Griechenlandkrise, später kamen Irland und die neuerliche quantitative Lockerung der USA hinzu, die mit ihrem Programm die Geldmenge um 600 Mrd. USD ausweiten wollen. Unsicherheit, Angst und Schutz vor Inflation bzw. Geldentwertung sind die Treiber dieser begehrten Ersatzwährungen. Und noch immer ist die Stimmung für Gold sehr gut, doch sollten die realen Zinsen wieder anziehen (Nominalzins minus Inflation = Realzins), dann wird die Attraktivität für Ersatzwährungen wieder geringer, die Opportunitätskosten steigen, und Anleihen würden wieder eine angemessene Verzinsung bieten. Noch sehen die Anleger jedoch die Welt zu Recht voller Risiken für ihre Ersparnisse. Deshalb wird der Run auf Gold noch nicht zu Ende sein. Für eine Blase beim Goldpreis ist auch noch reichlich Luft. Dennoch sehen wir Gold eher als teuer an und rechnen nicht mit übermäßigen Zuwächsen. Die Goldhausse noch einmal richtig in Fahrt bringen könnte jedoch ein Auseinanderbrechen des Euro – wovon wir in den nächsten 12 Monaten aber nicht ausgehen. Daneben könnte auch die weiter in die Höhe schießende Staatsverschuldung der USA, die um einiges alarmierender ist als die der Eurozone, zu einer erneuten Flucht in Gold führen, insbesondere bei einem daraus resultierenden US-Dollarverfall. Aus heutiger Sicht werden wir in Gold investiert bleiben und betrachten diese Anlage weiterhin als Risikopuffer. Deutlichere Rückschläge würden wir jedoch zu Zukäufen nutzen.

Nicht nur Gold schützt vor Inflation

Um sich vor den Auswirkungen von Inflation zu schützen, ist es sogar sinnvoller, in die so genannten Industriemetalle zu investieren. Untersuchungen zeigen, dass solche Rohstoffe stärker mit den Inflationsraten zusammenhängen als Gold. Dies ist auch naheliegend, denn solche Rohstoffe stellen die Grundlage der Produkte dar, die wir konsumieren und einsetzen. Steigende Rohstoffpreise führen im Normalfall zu steigenden Inflationsraten. Normalerweise wird hier davon ausgegangen, dass Verknappung und Verbrauch zu steigenden Preisen führen und weniger die Investorenstimmung. Ergo: Wer sich vor Inflation schützen oder auf Verbrauch und Verknappung setzen will, investiert in Rohstoffe; wer sich vor anderen Risiken schützen will, liegt mit Gold besser.

Währungsentwicklung USD vs. EUR

Wir gehen weder davon aus, dass der Euro auseinanderbricht, noch dass der US-Dollar aufgrund der Haushaltsmisere ins Bodenlose fällt. Die von uns skizzierte positive Konjunkturentwicklung in den USA sollte im Gegenteil dazu führen, dass der Greenback im Jahresverlauf sogar etwas an Stärke gegenüber dem Euro gewinnen kann. Wie jedoch bereits in den letzten Jahren ist kaum mit einer stetigen Entwicklung zu rechnen. Das Bewegungsband kann durchaus wieder mehr als 20% betragen. Hier dürfte zunächst vor allem der Fortgang der Verschuldungskrise von Portugal und Spanien auf der Agenda stehen. Je nach Stichtag werden solche Währungsveränderungen auch die Performancemessung bezogen auf Euro wieder deutlich beeinflussen.

Darstellung der Risiken:

Dem aus unserer Sicht doch sehr positiven Wirtschaftsszenario stehen jedoch gravierende Risiken gegenüber, die die erfreuliche Entwicklung sehr schnell umkehren könnten. Diese werden wir besonders im Auge behalten.

Lieferengpässe / Lieferantenketten

Eine akute Gefahr für den Aufschwung in Deutschland und die Ertragslage der Unternehmen stellt eine unzureichende Absicherung der Lieferkette dar. Das schließt nicht nur eine ausreichende Lagerhaltung (siehe strenger Winter oder die den Luftverkehr behindernde Aschewolke) ein, sondern auch die Sicherung der ununterbrochenen Versorgung mit den Rohstoffen. Deutschland ist hier leider bereits deutlich ins Hintertreffen geraten und wurde erst wachgerüttelt, als China den Export der sogenannten „Seltene Erden“ stark eingeschränkt hat (siehe letzter Quartalsbericht).

Steigende und stark schwankende Rohstoffpreise

Die Finanzindustrie selbst wird zwischenzeitlich zu einer Gefahr für die Produktivindustrie. So beteiligen sich mittlerweile große Banken selbst an der Rohstoffspekulation. Banken kaufen über

die Londoner Rohstoffbörse Kupfer auf und horten dies, was zu einer zusätzlichen Verknappung führt und die Preise weiter auf neue Rekordlevels treibt. Die Spieler sind hierbei JP Morgan, Goldman Sachs, Deutsche Bank und andere. Hintergrund dieses Interesses sind neue Finanzprodukte auf Kupfer wie z. B. ETCs mit physischer Hinterlegung des Rohstoffs. Dies wird nicht zu einer dauerhaften Überteuering der Güter führen, aber die dadurch stark schwankenden Notierungen können erhebliche Probleme der verarbeitenden Abnehmer verursachen. Was beispielsweise starke Ölpreisschübe bewirken können, haben wir bereits dreimal seit 1970 schmerzlich erfahren dürfen. Auch wenn die Abhängigkeit vom Öl im Vergleich zu damals nicht mehr so hoch ist, wirkt ein solcher Mechanismus auch bei anderen wichtigen Rohstoffen.

Eskalierende Verschuldungskrise

Auch die Verschuldungskrise im Euroraum wird lange nicht vorüber sein. Die rigorose Sparpolitik, die den Ländern auferlegt worden ist, verhindert eine schnelle Wende hin zu positiven Wachstumsraten. Ein schrumpfendes BIP führt jedoch zu anteilig weiter steigender Verschuldung. Langfristig bleibt keine andere Wahl als die Begrenzung der Ausgaben. Ob alle diese Maßnahmen aber nicht zu spät kommen, kann kaum ein Experte beurteilen. Es besteht hier weiterhin die Gefahr, dass weitere Länder wie Portugal unter den Rettungsschirm müssen. Dies könnte wiederum auch Spanien noch stärker in Mitleidenschaft ziehen, und Spanien ist immerhin die zwölftgrößte Wirtschaftsnation der Welt. Eine Eskalation dieser Problematik würde den Euro und die Zinsen für den Euroraum nochmals stärker tangieren. Hier liegt die Gefahr aber insbesondere an der Einschätzung der Börsen. Die Beurteilung der Marktteilnehmer ist entscheidend für ein solches Krisenszenario. Märkte tendieren zu Übertreibungen, natürlich auch im negativen Sinne. So könnten sich daraus ergebende Kursturbulenzen – insbesondere am Staatsanleihenmarkt – auch die Banken wieder in große Schwierigkeiten bringen. Ein so genannter Schuldenschnitt ohne Rückendeckung für die Banken hätte gravierende Folgen, nicht zuletzt auch für unsere Lebensversicherer.

Veränderte Wahrnehmung der US-Verschuldung

Vor kurzem bekam es die US-Regierung schwarz auf weiß: die Warnung vor dem Verlust der besten Bonitätsnote AAA von der Ratingagentur Moodys. In den Vereinigten Staaten gibt es eine Verschuldungsobergrenze. Diese lag bis vor kurzem bei 14,3 Billionen US-Dollar. Bereits im Februar vergangenen Jahres musste die Grenze angehoben werden. Nun war eine erneute Anhebung erforderlich, um nicht in die Gefahr einer kurzfristigen Zahlungsunfähigkeit zu kommen. Insgesamt liegt die Verschuldung der USA inklusive der Schulden von Kommunen und Bundesstaaten bei 55 Billionen USD, eine Zahl mit zwölf Nullen!

Bereits jetzt sind viele Gemeinden und Bundesstaaten kaum mehr in der Lage, ihren Verpflichtungen nachzukommen. Lehrer werden entlassen, Gehälter werden gekürzt oder gestundet oder mit Schuldscheinen bezahlt! Damit kam die europäische Schuldenkrise der amerikanischen Politik sehr gelegen – die Öffentlichkeit zeigte auf die Europäer – ,doch das könnte sich wieder verändern, mit deutlichen Folgen für die Staatsfinanzierung und Verlusten bei den Anleihekursen.

Mögliche Verschärfung des Irankonflikts

Durch die Wikileaks-Veröffentlichungen kamen auch Protokolle der Saudis zutage, die auf erschreckende Weise offenlegten, wie Saudi-Arabien die USA dazu gedrängt hatte, den Iran anzugreifen. War beim Golfkrieg die Frontenlage im Vorfeld noch nicht ganz geklärt, Russland verhielt sich zurückhaltend, so sähe es bei einem Irankonflikt ganz anders aus, da die Interessen der drei Großmächte sehr unterschiedlich sind. Der Iran hat mit China umfangreiche Abkommen geschlossen, Öllieferung und Förderung sind die wichtigsten. Ähnlich gestaltet sich die Beziehung zu Russland. Ein Angriff der Amerikaner und deren Verbündeten würden unabsehbare Folgen nach sich ziehen. Diese würden sicherlich nicht gleich zu globalen kriegerischen Auseinandersetzungen führen, der Welthandel, Schiffsrouten, Luftverkehr und nicht zuletzt das Internet wären jedoch betroffen. Die Scharmützel zwischen Nord- und Südkorea waren damit verglichen ein Sturm im Wasserglas.

Platzen der Kredit- und Immobilienblase in China

China hat Inflations Sorgen und versucht durch eine restriktivere Geldpolitik, diese in den Griff zu bekommen. Hierzu wurden der Mindestreservesatz, den die Banken halten müssen, und die Zinsen

erhöht. Ziel ist es, den Immobilienmarkt und die Konjunktur an sich abzubremesen. Im Zuge der Immobilienkrise in den USA hatte China noch das größte Stimulationsprogramm für die chinesische Wirtschaft auf den Weg gebracht, ohne dass im Land selbst ein starker Einbruch der Wachstumszahlen bemerkbar war. Damit wurde insbesondere der Immobilienboom stark angefeuert. Der Eifer der Provinzregierungen führte überdies dazu, dass jede Provinz ihr Wachstumsziel zumindest erfüllen wollte. Da sich die Provinzen an sich nicht verschulden dürfen, wurden von vielen spezielle Entwicklungsgesellschaften gegründet, die mit Land unterlegt sind. Diese Gesellschaften konnten sich dann Gelder zum Bau von Immobilien besorgen. Das erinnert an die SPV-Gesellschaften (Zweckgesellschaften) der internationalen Banken. Die Zweckgesellschaften hatten schließlich die verbrieften Immobilienkredite in den Büchern. Obwohl in den Bankbilanzen die Risiken nicht ersichtlich waren, hatten solche Risiken letztendlich den Zusammenbruch von Instituten verursacht. Sollte China eine so genannte weiche Landung – von der gegenwärtig die Analysten ausgehen – nicht gelingen und eine Kreditblase platzen, würde das insbesondere die exportstarken Länder wie Deutschland stark in Mitleidenschaft ziehen.

Inflation in den Schwellenländern

In unserem Kapitel zu den Schwellenländern wurde der Mechanismus bereits aufgezeigt. Der hohe Kapitalzustrom in diese Länder, die boomende Wirtschaft und steigende Rohstoffpreise sind ein explosives Gemisch hinsichtlich Inflation. Erste dämpfende Schritte wurden vielfach durch Zinserhöhungen vollzogen. Sollten die Preissteigerungen aus dem Ruder laufen, droht nicht nur ein Abwürgen der Konjunktur über die Geld- und Zinspolitik, sondern es drohen vielerorts Unruhen und Aufstände. Tunesien war ein erstes Beispiel dafür. Dort begann der Aufstand gegen die Regierung aufgrund von stark gestiegenen Lebensmittelpreisen.

Unsere Haupt-Szenarien für 2011

1. Festigung des Aufschwungs → hohe Wahrscheinlichkeit (Basisszenario)

1. Die bisherigen Ankurbelungsmaßnahmen der Notenbanken und Staaten münden in einen von Konsum, Export und Industrie getragenen Aufschwung
2. Deutschland mit seiner Sonderkonjunktur wird die Nachbarländer positiv beeinflussen
3. Inflationsraten und Zinsen werden ansteigen
4. Restriktivere Geldpolitik auf längere Sicht, Schwellenländer sind Vorreiter
5. Fallende Bondpreise, leichter Zinsanstieg
6. Anleger sind bereit, wieder Risiken einzugehen, Aktienquoten steigen an
7. Goldpreis kann unter Inflationsszenario und aufflammender Verschuldungskrise weitere Schübe bekommen, sonst jedoch eher schwacher Verlauf
8. Weiter positive Entwicklung an den Aktienmärkten; DAX-Potenzial bis zu 15% plus
9. Steigende Rohstoffpreise, insbesondere Öl und Agrar-Rohstoffe
10. Risiken erwachsen aus hohen Energiepreisen und möglichen stärkeren Bremsmanövern der chinesischen Regierung

2. Das chinesische Wachstum fällt über die Erwartungen hinaus stark zurück → mittlere Wahrscheinlichkeit

1. Andere asiatische Länder sind stark betroffen
2. Haupttriebfeder der deutschen Exportwirtschaft bricht weg
3. US-amerikanischer und europäischer Autoboom fallen zusammen
4. Arbeitslosigkeit steigt wieder
5. Bessere Binnenkonjunktur kann Wirtschaft aber stabilisieren
6. Zinsen fallen – Anleihen steigen
7. Aktienmärkte mit großen Schwankungen bis Jahresende leicht im Minus
8. Value-Unternehmen können leicht zulegen
9. Solide Unternehmensbilanzen und hohe Kassenbestände machen widerstandsfähiger
10. Rohstoffpreise fallen wieder (insbes. Industriemetalle u. Energieträger)
11. Gold wenig verändert

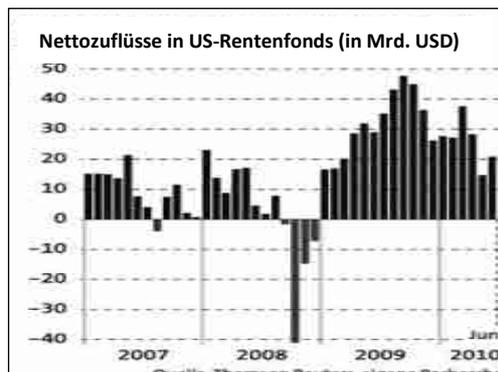
3. Schuldenkrise weitet sich aus, Eurozone bricht auseinander → geringe Wahrscheinlichkeit

1. Schuldenkrise in Europa weitet sich aus – Euro bricht auseinander
2. Flucht in Sicherheit führt zu stark steigenden Goldpreisen
3. Der Kauf von Gold und abgeleiteten Produkten wird verboten
4. Schuldenkrise der USA wird deutlich
5. Allgemeine Wirtschaftskrise, da Kapital zur Ankurbelung fehlt
6. Deflation, Nullzinspolitik wird fortgeführt
7. Nur die Staatsanleihen der minimal verschuldeten Länder bieten Stabilität
8. Deutlicher Renditeanstieg bei stärker verschuldeten Länder
9. Rohstoffpreise fallen
10. Aktienkurse in den von der Schuldenkrise betroffenen Länder brechen ein
11. Auch Schwellenländer sind durch Abzug von Anlagegelder betroffen
12. Zahlungsfähigkeit der Konsumenten schwindet – Kreditausfälle

Fazit

Wir sind optimistisch. Wir denken, dass die meisten Prognosen der Wettbewerber übertroffen werden können – aus guten Gründen. Zum einen glauben wir, dass China den richtigen Weg für ein Soft-Landing beschreitet. Selbst mit 7 – 8% Wachstum ist China ein Motor des globalen Handels und der Wirtschaft. Wie die letzten Zahlen aus dem Reich der Mitte zeigen, steigt der Import. Das deutet auf eine sich entwickelnde Binnenkonjunktur hin.

Zum anderen führen wir die USA an: In der mit Abstand immer noch wichtigsten Volkswirtschaft der Welt bewirkt insbesondere das verlängerte und ergänzte Steuererleichterungsprogramm einen neuen Schub. Wenn auch noch nicht so ganz offensichtlich, so werden doch erkennbar neue Arbeitsplätze geschaffen – das ist entscheidend für eine vom Konsum getragene Wirtschaft. Nicht nur an der steigenden Stimmung der Konsumenten, auch an den Umsätzen und der wieder sinkenden Sparrate ist das abzulesen.



Die Investoren von festverzinslichen Papieren sehen sich erstmals seit langem mit fallenden Bondkursen konfrontiert. Die Perspektiven für die Rentenmärkte sind nicht mehr positiv. Der große Investitionsdrang in die Rentenmärkte – zunächst aus Sicherheitsgründen, später mit Aussicht auf fallende Zinsen und steigende Bondkurse – ist zu Ende! Die Angst vor einer Zinswende und steigenden Inflationsraten – ob nun gerechtfertigt oder nicht – wird die Anleger wieder aus diesen Papieren treiben. Gleichzeitig sinkt die Risikoaversion. Gute Perspektiven also für Aktienanleger.

- **Bei einer solch positiven Sichtweise ist es jedoch unerlässlich, immer wieder die Gegenposition einzunehmen. Wo haben die Skeptiker recht, vergrößern sich die erwähnten Risiken, kommen neue hinzu, was ist nicht bedacht worden? Diese und ähnliche Fragestellungen werden uns im Laufe des Jahres immer neu beschäftigen. Es wird spannend bleiben.**

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. Etwaige Empfehlungen stellen lediglich Meinungen dar, 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.