

AUF MESSERS SCHNEIDE

Selten sind die Märkte so frohgemut in ein Jahr gestartet und so verunsichert aus ihm herausgegangen wie 2011. Selten drifteten Börsenentwicklung und Realwirtschaft so auseinander wie 2011. Das "Krisenjahr" schließt für Deutschland mit einem Wirtschaftswachstum von über 3 % ab, die Arbeitslosigkeit erreicht mit 6,5 % den niedrigsten Stand seit 20 Jahren. Europa insgesamt wächst mit 1,6 %. Auch global präsentiert sich die Wirtschaft mit einem Wachstum um ca. 3,5 % recht robust, die USA legen um 2 % zu, China kann – wie beabsichtigt – einen Boom vermeiden und bremst das Wachstum bei knapp unter 9 %.

Krise? Welche Krise also?

In der Wirtschaft meistern die Unternehmen die derzeitige Situation äußerst effizient, indem sie ihre Aktivitäten an das nachlassende Potential der Volkswirtschaften anpassen, in welchen sie präsent sind. Dagegen entwickeln sich jedoch die öffentlichen Körperschaften extrem schwach und es verstärkt sich der Eindruck, dass Politiker ihren Aufgaben zunehmend weniger gewachsen sind. In zurückliegenden Jahren war zu beobachten, dass die Politik nur einen geringen Einfluss auf die Kapitalmärkte ausübte, weil die Akteure auf Sicht immer Orientierung an den Unternehmensdaten suchten und "politische Börsen kurze Beine" hatten. Dass sich dies in der augenblicklichen Situation genau umgekehrt verhält, ist angesichts des Ausmaßes der Probleme gepaart mit offenkundiger Orientierungslosigkeit der politischen Klasse allzu verständlich und wird auch in den kommenden Monaten zu berücksichtigen sein.

- Schon im Winter setzt der so genannte Arabische Frühling ein. Ausgehend von Tunesien begehrt in 17 arabischen Ländern das Volk gegen die Regierungen auf, die meisten werden entmachtet und weichen zunehmend demokratisch legitimierten Organen.
- Am 11. März wird Japan Opfer einer dreifachen Katastrophe, als ein Erdbeben die Küstenregion erschüttert, die anschließend von einem Tsunami heimgesucht wird. Beides zusammen löst in vier Atommeilern den größten anzunehmenden Unfall aus.
- Im Mai muss für das zweite EU-Land, nämlich Portugal, ein über 78 Mrd. €

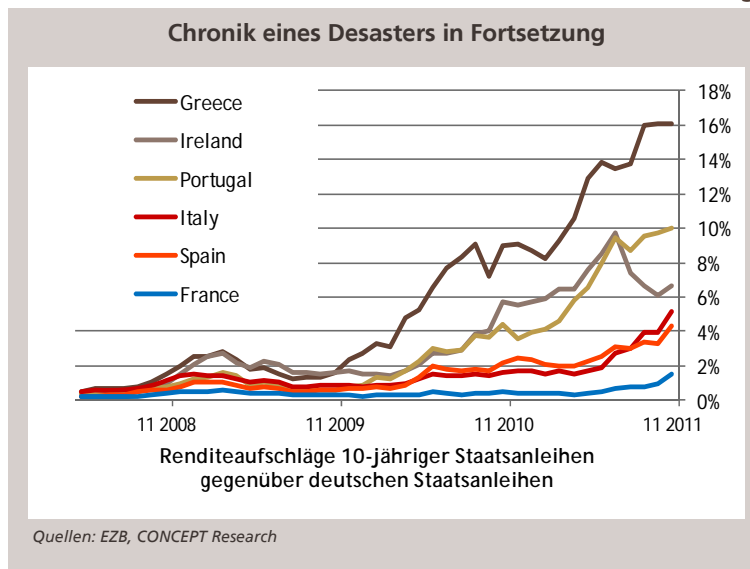
schweres "Hilfspaket" geschnürt werden.

- Im Juli erreichen die Renditeaufschläge für portugiesische und irische Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen Rekordhochs.

- Am 1. August, einen Tag vor Verstreichen der gesetzlichen Frist, einigen sich in den USA Repräsentantenhaus und Senat auf die erforderliche Anhebung der Schuldengrenze. Das Porzellan ist aber bereits zerschlagen, die Aktien-

märkte gehen in eine "Blitzbaisse" über.

- Der neuerliche Ausbruch der Krise lässt den Goldpreis im September auf ein Allzeithoch von 1.920 USD ansteigen. Die schweizerische Notenbank sieht sich veranlasst, eine Untergrenze für die EUR/CHF-Parität zu fixieren. Der DAX erreicht sein Jahrestief bei



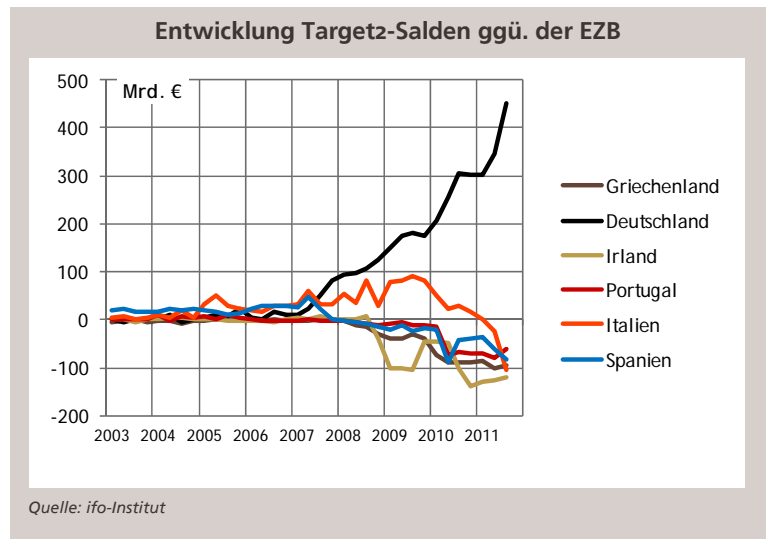
RÜCKSCHAU

Werfen wir einen kurzen Blick in den Rückspiegel, um uns zu erinnern, welche Ereignisse das abgelaufene Jahr geprägt haben:

4.966 Punkten, die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen markiert ein Allzeittief von 1,68%.

- Im Oktober gerät Italien aufgrund seiner nicht nachhaltigen Finanzarchitektur in den Fokus der Ratingagenturen. Zwei Wochen später wird auch Spanien heruntergerated.
- Im November werden Italiens Staatsfinanzen unter die Kontrolle von EU und IWF gestellt. Griechenlands Premierminister Papandreou tritt zurück. In Italien nimmt Silvio Berlusconi endlich seinen Hut. Nach Griechenland wird nun auch Portugal auf Ramschniveau herabgestuft. Vertrauenskrise bei den europäischen Banken, die von ihren angelsächsischen Geschäftspartnern keine Dollars mehr geliehen bekommen.
- Im Dezember senkt die EZB den Leitzins auf das Niveau vom Jahresbeginn und erlaubt europäischen Banken in unbegrenztem Umfang die Aufnahme von Liquidität.

Ein Vorgang ähnlicher Natur ist in den rasant ansteigenden Target2-Salden¹ bei der EZB zu sehen. Das System diente ursprünglich der schnelleren und taggleichen Abwicklung größerer Zahlungen innerhalb der EU. Es hat sich inzwischen als Überziehungskonto der EU-Peripherie etabliert und funktioniert so: Ein



DER EURO – OFFENE UND VERDECKTE RISIKEN

Das in sich geschlossene Finanzierungsmodell treibt inzwischen skurrile Blüten: Denn es ist nicht allein so, dass die Banken billigstes Geld von der Europäischen Zentralbank (EZB) zur Verfügung gestellt bekommen, um es hernach Eigenkapitalschonend und mit großem Zinsgewinn an europäische Staaten weiterverleihen zu können. Nein, als "Sicherheit" für ihre Ausleihungen akzeptiert die EZB seit Dezember nun Schuldverschreibungen der ausleihenden Bank, welche von der jeweiligen Regierung garantiert sind. So kann also Italien die Banca d'Italia um die Abnahme von Staatsanleihen bitten, welche die Bank mit dem Geld bezahlt, das ihr die EZB für die Hinterlegung von selbst emittierten und vom Staat garantierten Anleihen zur Verfügung stellt. Der Staat garantiert für seinen eigenen Kredit. So häufen sich im Euro-System weiterhin und mit höherer Drehzahl Schulden an, die mit Sicherheiten hinterlegt sind, welche sich im Ernstfall als nicht werthaltig erweisen und sich augenblicklich in Nichts auflösen werden.

griechischer Autohändler kauft in Deutschland einen Sattelzug mit Fahrzeugen eines bayerischen Herstellers. Dazu benötigt er einen Betriebsmittelkredit, den er nach dem Verkauf der Autos zurück bezahlen möchte. Seine griechische Bank kann und will sich am Anleihemarkt nicht refinanzieren: Zum einen sind die Zinsen mörderisch hoch und zum anderen gibt es Kredit bei der EZB ja zu nahe Null Prozent. Als Sicherheit genügt der EZB eine marode Griechenlandsanleihe, die am Markt sowieso niemand anderes mehr kauft.

Dieser Vorgang zieht einige Beobachtungen nach sich:

- Momentan werden die Einfuhren der Euro-Peripherie vermehrt mit "Anschreiben" gegenüber der EZB finanziert. Das exportierende Land bringt dem Importland das Geld für die Käufe über den Umweg EZB sozusagen gleich mit. Denn die nationalen Notenbanken drucken das für Importe benötigte Geld stellvertretend für die EZB. So sind über 80 % der Leistungsbilanzdefizite der PIIGS-Länder² über das TARGET2-System finanziert und

¹ Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System

² PIIGS: Portugal, Italien, Irland, Griechenland, Spanien

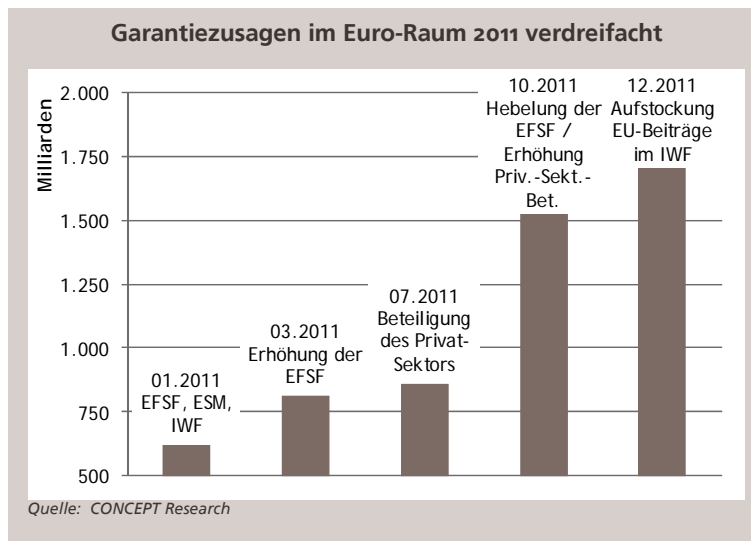
haben sich dort zu derzeit 464 Mrd. € aufsummiert.

- Diese im Eurosystem aufgebauten zusätzlichen Forderungsblasen werden nicht kommuniziert. Die EZB umgeht auch auf diesem Weg das Verbot der Finanzierung von Schulden der Mitgliedsländer. Größter TARGET2-Gläubiger ist Deutschland mit einem Saldo von derzeit 450 Mrd. €. Das entspricht der Hälfte unseres Auslandsvermögens und locker dem Doppelten der Garantieverpflichtungen Deutschlands aus der EFSF.
- Das Euro-System ist durch diese Forderungen extrem verletzlich, denn mit einem Zerbrechen des Euro stünden die EZB-Forderungen im luftleeren Raum, die EZB müsste rekapitalisiert werden. Die "Rettung" des Euro darf aus dieser Perspektive als reiner Selbsterhaltungstrieb verstanden werden.³

Es ist fraglich, wie lange diese perpetua mobilia noch ihren Dienst verrichten werden. Europa krankt weiterhin an den Geburtsfehlern des Euro, es wird mit zunehmender Hektik an den Symptomen herum laboriert und nur allmählich reifen Vereinbarungen, die der Ursache der Probleme näher rücken. Sie lassen bedauerlicherweise regelmäßig an Verbindlichkeit missen und werden in Detailverhandlungen wieder deutlich abgeschwächt.

ZEITGEWINN

Die Wirtschaftsindividuen gehen mit der prekären Situation vergleichsweise gelassen um, wengleich die Unsicherheit zunehmend



auf die Stimmung drückt und der Zenit wirtschaftlicher Prosperität zunächst überschritten sein dürfte. Denn Europa hat gewählt: Gegen Wachstum, für Sparen. Gegen höhere Eigenverantwortung, für sozialisierte Schulden und Ausweitung des Staatsdirigismus. Europa hat schlichtweg derzeit kein Geschäftsmodell. Das Kind ist in den Brunnen gefallen und in der Erkenntnis, ein Schutzgitter hätte dies verhindert, wird nun eifrig eines montiert und übersehen, dass das Kind so wird ertrinken müssen. Übertragen in die Wirklichkeit: Jetzt in den Krisenländern die Sparzwinge anzusetzen ist schlicht zu spät und läuft dem Ziel einer Konsolidierung der Staatsfinanzen diametral entgegen. Dies ist exemplarisch zu beobachten am Beispiel Griechenlands, wo in den vergangenen zwei Jahren die staatlichen Ausgaben (incl. Zinsen) um 15% gekürzt wurden. Dennoch nimmt die Verschuldung zu, weil das Korsett der Wirtschaft die Luft zum Atmen nimmt und die

Einnahmen noch stärker schrumpfen. Gleichzeitig wächst die Arbeitslosigkeit und die sozialen Unruhen nehmen zu. Ein Teufelskreis, in den man Griechenland gezwungen hat. Nun ist man gerade dabei, dieses Erfolgsmodell auch auf Spanien und Italien anzuwenden. Dabei wird übersehen, in den Ländern eine Perspektive zu vermitteln, aus den

Problemen herauszuwachsen.

Nach unserer Beobachtung hat Europa mit einer Verdreifachung seiner Garantiesummen allein in diesem Jahr die gewonnene Zeit teuer bezahlt, bisher aber nicht viel Gutes mit ihr angefangen. Zunehmend vermittelt die Krise den Handelnden das Gefühl, es müsse unverzüglich etwas passieren und endlich der große Wurf präsentiert werden. Das gipfelt in Aussagen wie jener von EU-Ratspräsident Van Rompuy: "Geschwindigkeit ist nötig, um die Glaubwürdigkeit zu erhöhen." Aus unserer Sicht das falsche Rezept! Wahr ist vielmehr, dass unter großem zeitlichem Druck und in

³ Die Diskussion um die TARGET2-Risiken wurde von Prof. Dr. Werner Sinn, Leiter des ifo-Instituts, angestoßen und hat Verfechter wie auch Widersprecher. Wir halten die Interpretation Sinn's für schlüssig und begründet. Ihnen wird im Übrigen von der EZB selbst zwar in der Schlussfolgerung die Risiken betreffend, nicht aber in Detailfeststellungen widersprochen.

mitternächtlichen Sitzungen, die kaum das Denkvermögen der Beteiligten steigern dürften, bei der Korrektur alter Fehler fortwährend neue gemacht werden. Noch Ende Dezember attestierte die Ratingagentur Fitch: "Eine umfassende Lösung für die Euro-Zonen-Krise ist technisch und politisch derzeit außer Reichweite." Diese Feststellung einer Krise ohne Perspektive – und nicht etwa eine amerikanische Verschwörung – ist der Grund, warum Standard & Poors zum Beginn des Jahres 2012 die Ratings von 9 der 17 Euro-Länder nach unten korrigiert hat.

Noch immer fehlt es den Akteuren am Mut zur Wahrheit, am Mut unpopulärer Maßnahmen, am Mut als richtig Erkanntes zu sagen und das Notwendige zu tun, auch wenn es politisch nicht opportun erscheint.

CHANCEN IN DER KRISE

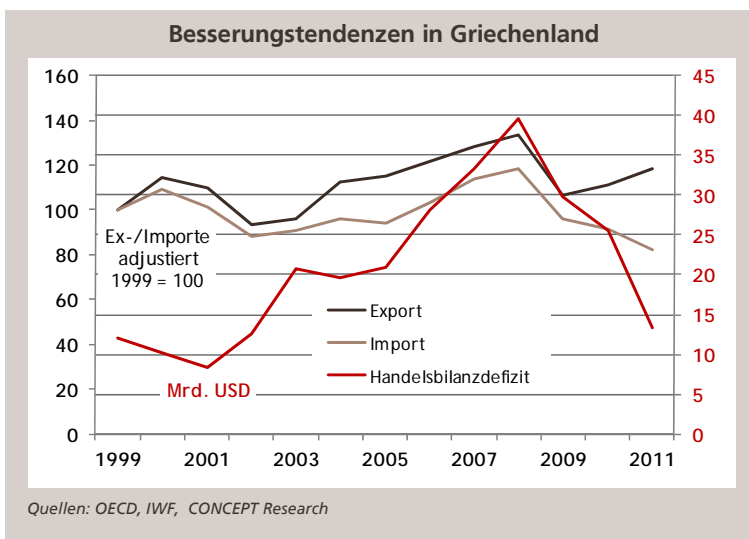
In Europa treten die Fehlplanungen der zurückliegenden Laissez-faire-Philosophie offen zu Tage, verursachen Orientierungslosigkeit und Ansätze von Panik, lassen die Politiker wie einen Heringschwarm erscheinen, in den ein Schwertwal eingebrochen ist. Diese Adrenalinausschüttungen zeigen jedoch Wirkung und zwingen dazu, endlich dringend notwendige Veränderungen zu erkennen und anzugehen. Vermutlich wird sich dieser Prozess länger hinziehen, als wünschenswert ist. Aber Anfänge sind gemacht und zarte Keime erster Erfolge werden sichtbar. In Europa werden nun die Weichen für eine insgesamt dynamischere Wirt-

schaft gestellt. Die Länder haben damit begonnen, ihre Wettbewerbsfähigkeit und den Zustand ihrer öffentlichen Haushalte zu verbessern. Ein Beispiel ist, dass es Griechenland in den letzten beiden Jahren vom Markt scheinbar unbemerkt geschafft hat, seine Nettoexporte deutlich auszubauen. Gleiches gilt für Irland, Spanien und Portugal. Der Brüsseler Think Tank *The Lisbon Council* kommt zu dem Ergebnis: "Wenn es der Eurozone gelingt, verlorenes Vertrauen zurückzugewinnen, kann sie in einiger Zeit wirtschaftlich erheblich besser dastehen als alle anderen großen Regionen der Welt."

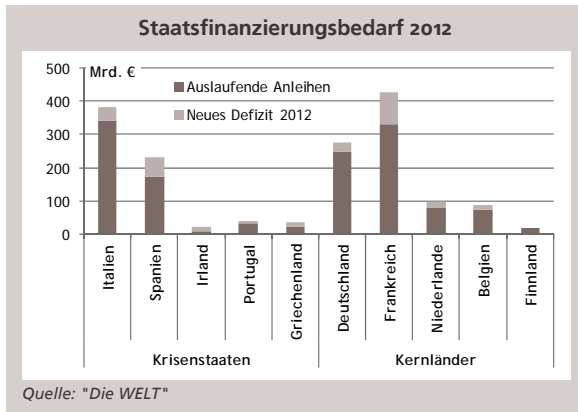
SCHICKSALSJAHR 2012

Auch 2012 wird die Eurokrise alle anderen Themen überschatten. Ausschlaggebend dürfte in den nächsten Monaten sein, wie Europas Banken und Regierungen ihre fällig werdenden Anleihen refinanzieren können. Die Finanzinstitute in Europa müssen in den nächsten Monaten 500 Mrd. € auslaufende Bankanleihen refinanzieren und – Resultat des letzten Stress-tests – ihr Eigenkapital um insgesamt ca. 100 Mrd. € aufstocken. In diesem Umfeld ist das notwendige Refinanzierungsvolumen der Krisenländer und Frankreichs in Höhe von ca. 700 Mrd. € nicht gerade eine Unterstützung. Mit den Kern-Euroländern zusammen ergibt sich ein Refinanzierungsbedarf von über 1.600 Mrd. €.

Da fügt es sich gut, dass die EZB den Banken kurz vor Weihnachten unbegrenzt Dreijahres-Liquidität zur Verfügung gestellt hat – zu einem Zinssatz in Höhe von 1 %. Die Banken hatten beherzt zugegriffen und knapp 500 Mrd. € abgerufen. Im Februar möchte die EZB noch einmal eine Ausschüttung spendieren, ebenfalls im geplanten Volumen von ca. 500 Mrd. €. Damit ist ein großer Teil der o.g. Beträge bereits im Markt. Den Rest könnte die EZB im Bedarfsfall selbst abfischen, so dass die Chancen für einen glimpflichen Verlauf dieser Herausforderung gut stehen. Die von einigen Beobachtern noch geforderte Aufrüstung mittels der "Bazooka", womit der unbegrenzte Aufkauf von Anleihen der Krisenstaaten seitens der EZB gemeint ist, erscheint nicht mehr nötig. In Form der dargestellten Abfolge zwischen zuerst den Geschäftsbanken günstigst angebotenen Darlehen, die anschließend wie-



derum von jenen zu wesentlich attraktiveren Zinsen den Regierungen zur Verfügung gestellt werden, ist die gewünschte Funktionsweise bereits realisiert, wenn auch mit Zweifeln nähenden Begleiterscheinungen: Denn zum einen wird dem "Wutbürger" zu erklären sein, warum Europa für sich selbst kein Geschäftsmodell zu entwickeln vermag, jenes der Banken aber



fortgesetzt begünstigt. Denn die Gewichte von Chance und Risiko werden nach dem praktizierten Muster zunehmend ungleich verteilt. Zum Anderen löst die Flutung mit Kontogutschriften kein Problem, sondern hebt es lediglich auf eine höhere Ebene. Es wird wieder Zeit gewonnen um den Preis immer größerer Fallhöhe.

Euroland bleibt darum weiterhin ein Experiment mit offenem Ausgang und für alle Akteure ein Ritt auf Messers Schneide. Folgende Szenarien erscheinen aus heutiger Sicht denkbar:

- A) Der Euro wird gemäß offizieller Politik mit viel neuem Geld gerettet. Die Sparanstrengungen werden intensiviert. Es wird das Ziel ausgegeben, innerhalb von 20 Jahren Europaweit wieder auf max. 60 % Staatsschulden im Verhältnis zum BIP zurückzukehren. Der Anpassungsprozess erfolgt ausschließlich über die Realwirtschaft, über Preise und Löhne. Die Zinsen werden verordnet niedrig gehalten. Italien muss zwanzig Jahre lang pro Jahr 3 % des BIP weniger ausgeben als es einnimmt. Dies würde zu einer Entwicklung ähnlich der großen Depression der 30er Jahre führen und wird darum vom Volk abgewählt. Der ursprüngliche Sparplan scheitert.
- B) Denkbare Variante 2 ist der Unfall im Euroraum, mithin eine begrenzte Abspaltung von Griechenland und von Portugal. In die-

sem Zusammenhang muss auch Italien als gefährdet angesehen werden. Das dadurch ausgelöste Gewitter lässt es schon ordentlich krachen. Etliche Banken und Versicherungen gehen pleite. Sie müssen von privaten Investoren und von Staaten aufgefangen werden. Die Garantien aus der EFSF werden gezogen, die EZB erleidet starke Verluste, welche die nationalen Notenbanken decken müssen. Deutschland verliert durch die Erhöhung seiner Schulden das AAA-Rating, für die Eurozone steigen die Zinsen. Der nunmehr als relativ gesichert verbleibende Euro steigt. Die Kernländer der Eurozone müssen dennoch den Anstieg ihrer Verschuldungen durch eine restriktive Ausgabenpolitik zurückführen, was die Konjunktur über Jahre schwächt.

- C) Die unkontrollierte Insolvenz Griechenlands löst über Portugal, Spanien und Italien eine Kettenreaktion aus, die keine europäische Bank überlebt. Auch Deutschland bricht unter seiner freiwillig aufgenommenen Last aus den zahlreich ausgegebenen Garantien in Höhe von 560 Mrd. € (Bundeshaushalt: 300 Mrd. €) zusammen. Die nunmehr wieder autonomen Notenbanken drucken Geld, um ein neues Finanzsystem zu etablieren. Länder mit Leistungsbilanzdefiziten werten stark ab. Die Inflation steigt, vermutlich mit Ausnahme von Deutschland, Holland und Finnland, wo der Kapitalzulauf die Währung nach oben treibt und damit die Vorsprünge an Wettbewerbsfähigkeit der vergangenen Jahre neutralisiert. Die Weltwirtschaft stürzt in eine tiefe Krise. Der Schock müsste jedoch nicht von langer Dauer sein, das Wachstum könnte auf erniedrigter Basis recht bald wieder anspringen. Zu dieser Eskalation würde es aber nicht kommen. Konzentrierte Aktionen der amerikanischen, japanischen und europäischen Notenbank würden die Spirale stoppen, spätestens nachdem Italien gefallen ist.

Technisch gesehen haben alle drei Szenarien die gleiche Eintrittswahrscheinlichkeit. Keines ist angenehm, eine schmerzfreie Lösung der Krise ist nicht dabei. Dies gehört zu den Wahrheiten, die wir zur Kenntnis nehmen müssen. Politisch erscheint uns Variante A wahrscheinlicher als die anderen.

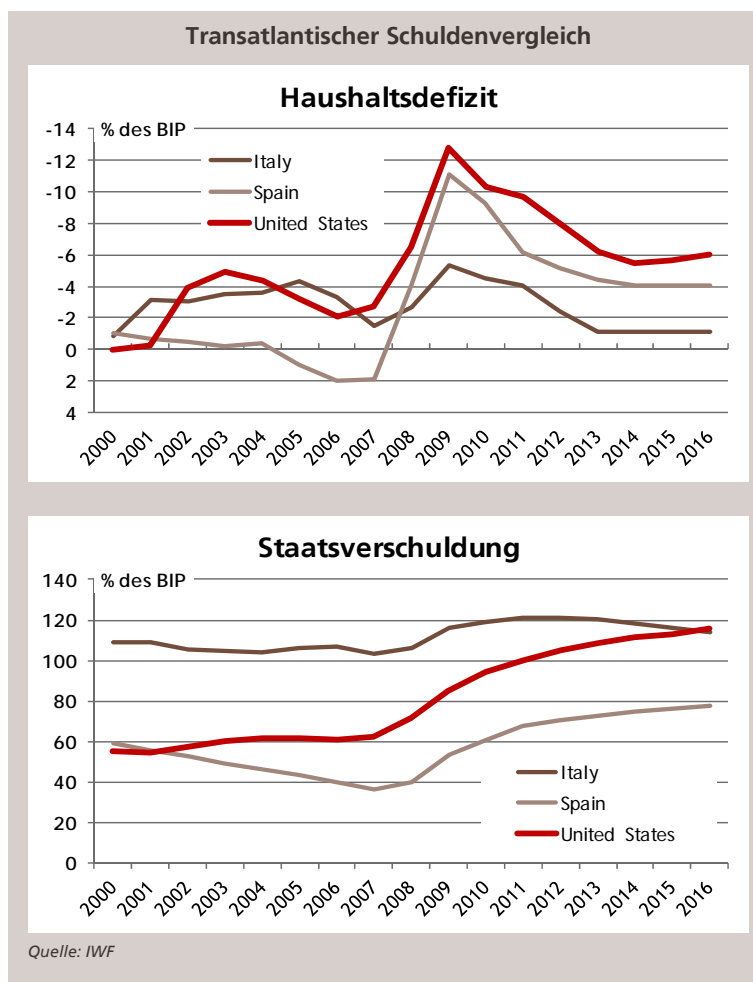
DIE SCHULDENKRISE IST GLOBAL

Während Amerika im August ein Anwachsen seiner Schulden auf 13.000 Mrd. € (13.000.000.000.000 € = 16 Bio. USD) beschloss, ohne dies mit Steuererhöhungen oder konkreten Ausgabenkürzungen zu flankieren, sind die PIIGS-Staaten mit etwa "lediglich" 2.700 Mrd. € verschuldet und legen sich mit jedem weiteren Krisengipfel neue Sparkorsette an. Der Schuldenstand der Krisenländer Europas ist im Vergleich zu ihrem Bruttosozialprodukt mit 103 % nur marginal höher als die relative Staatsverschuldung Amerikas (100 %). Die USA werden ihren Schuldenstand in diesem Jahr mit einem Haushaltsdefizit von knapp 10 % um weitere 1.080 Mrd. € aufstocken. Im Krisen-Europa werden dies im Vergleich dazu 150 Mrd. € sein, ein Defizit von im Durchschnitt 5,2 %⁴. Will sagen: Was um uns herum zu hektischer Lösungsfindung Anlass gibt, lockt in Amerika niemanden hinter dem Ofen hervor. Während in den USA die Zinsen für Staatsanleihen auf nahe Null gefallen sind, werden im Euro-Raum insgesamt steigende Zinsen verlangt. Wundern darf dies indes nicht, kann der internationale Investor doch davon ausgehen, dass letzten Endes immer die amerikanische Notenbank Geld drucken wird, um das Staatsfinanzierungsrisiko zu decken. Während in den USA die Notenbank die letzte Kredit gebende Instanz ist (der so genannte lender of last resort), wird

dies nach Lage der Dinge in Europa Deutschland sein.

Die vermeintliche Leichtigkeit der US-Schuldenfinanzierung ist jedoch ein rein psychologisches Phänomen und beruht im Wesentlichen auf der Verschuldung in eigener Währung. Denn an harten Zahlen gemessen stellt sich die Situation für Amerika kritischer dar, als für die Europa-Peripherie. Einige Bundesstaaten sind längst de facto pleite und werden nur durch den US-internen "Länderfinanzausgleich" über Wasser gehalten. Bilder aus den Straßen von Arizona, Ohio oder Maine dokumentieren dies in erschütternder Eindrücklichkeit. Hier spielt sich das in Europa beobachtete Phänomen spiegelbildlich ab: Eine eher konsumierende als investierende Nation importiert mehr als sie selbst produziert und im Weltwaren- oder im Dienstleistungsverkehr zur Verfügung stellt. Gleichzeitig sinken sowohl Realeinkommen als auch Sparquoten. Die nach Amerika exportierenden Länder bringen über Staatsanleihenkäufe die Mittel zur Finanzierung des Konsums sozusagen mit, die Verschuldung Amerikas gegenüber dem Ausland steigt exorbitant. Insofern

wird auch im Falle Amerikas das Risiko eines Bruches immer größer. Nach Einschätzung des IWF wird Amerika 2015 eine Staatsschuldenquote von 115 % des Bruttoinlandsprodukts erreicht haben. Das Haushaltsdefizit wird während der kommenden fünf Jahre durchschnittlich 6,25 % betragen. Mancher mag einwenden, das träfe auf Japan bereits seit langem zu (Staatsschulden i.H.v. 233 % des BIP), ohne dass das Land in den Kollaps gestürzt sei. Jedoch profitierte Japan von einem Boom im Rest der Welt, der wie



⁴ Quelle: IWF, Internationaler Währungsfonds

ein Konjunkturprogramm für die exportabhängige Nation wirkte. Dennoch leidet Japan seit Beginn der 90er Jahre unter einem zunehmend depressiver werdenden Konjunkturszenario mit wachsenden Haushaltsdefiziten und einem Schuldsaldo auf Weltrekordniveau, der nur deshalb zu stemmen ist, weil die Zinsen bei null Prozent liegen. Hier müsste nur jemand ein Streichholz (in Form steigender Zinsen) an das Pulverfass halten.

WACHSTUMSMÄRKTE

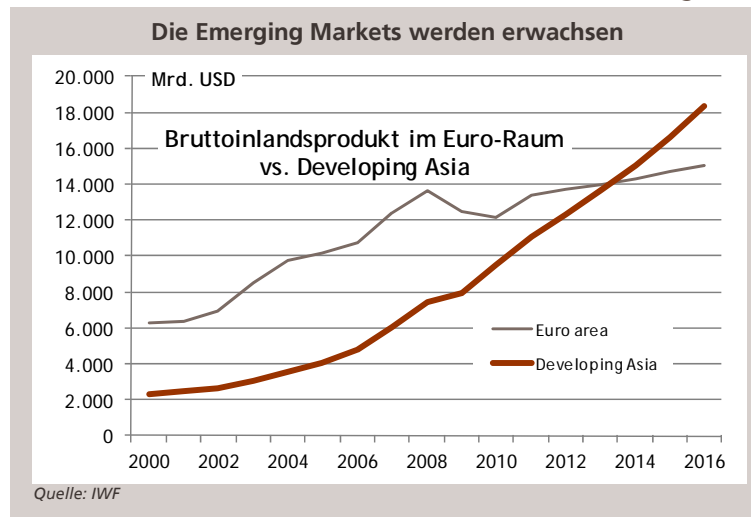
Beide Regionen, die USA wie Japan, sind als mögliche Auslöser kommender Krisen im Blick zu behalten. Die kritische Masse wird jedoch voraussichtlich in 2012 nicht erreicht, zumal die Zinsen niedrig gehalten werden. Vielmehr gilt Amerika auch im begonnenen Jahr als Konjunkturstütze, die schließlich schon in 2011 mit einem Wachstum von 2,2 % zu überraschen vermochte. Zuversichtlich stimmen der beginnende Rückgang der Arbeitslosigkeit (ausgehend von einem historisch sehr hohen Niveau) und die Verbesserung im Häusermarkt, welcher als Auslöser der 2008er Krise gilt. Der Konsum ist dank sinkender Sparquote wieder leicht angestiegen; hier begrenzen aber rückläufige Realeinkommen das weitere Potential. Hochpreisige Luxusgüter geraten darum zugunsten preislich attraktiverer Güter des täglichen Bedarfs in den Hintergrund, die Investitionsquoten bleiben angesichts geringer Kapazitätsauslastung zurück.

Größeres Potential wird fortgesetzt den so genannten emerging markets beigemessen, die sich unverändert dynamisch entwickeln. Während noch im Jahr 2000 das in USD gemessene BIP der "Developing Asia" nur ein Drittel der Eurozone betrug, schätzt der IWF diese Relation als bereits in 2013 ausgeglichen. Allein China

wuchs in 2011 wieder um 9 %. Fortgesetzt funktionieren amerikanische wie auch europäische Technologieunternehmen als Wegbereiter der Veränderung asiatischer und lateinamerikanischer Konsumgewohnheiten. Besonders Amerika und Kerneuropa profitieren von ihrem technischen Know How und der Skalierbarkeit vieler ihrer Geschäftsmodelle in andere Umgebungsbedingungen. Von dem Auseinanderdriften der Einkommen, vom Wachsen der Klasse der Reichen und Superreichen, profitieren weltweit die Hersteller von Luxusartikeln, wie Autos, hochwertiger Bekleidung und Unterhaltungselektronik sowie Schmuck.

Gleichwohl darf man sich hinsichtlich der Sogwirkung dieser Region für unsere Märkte nicht täuschen. Insbesondere das Schwergewicht Deutschland setzt 40% seiner Exporte auf dem europäischen Binnenmarkt ab, weitere 10% in den USA. Wir exportieren mehr nach Österreich als nach China und auch nach Spanien mehr als nach Brasilien und Indien zusammen. Dem Ausgang des Euroexperiments ist für hiesige Unternehmen also eine unverändert hohe Bedeutung beizumessen. Aus diesem Grund sehen wir "zuverlässigere" Investments im amerikani-

schen Markt, wo wir insbesondere Konsumwerte im unteren Preissegment sowie Technologietitel bevorzugen. Europa würden wir solange stark untergewichten, bis sich ein als solches zu bezeichnendes Lösungsszenario herauskristallisiert.



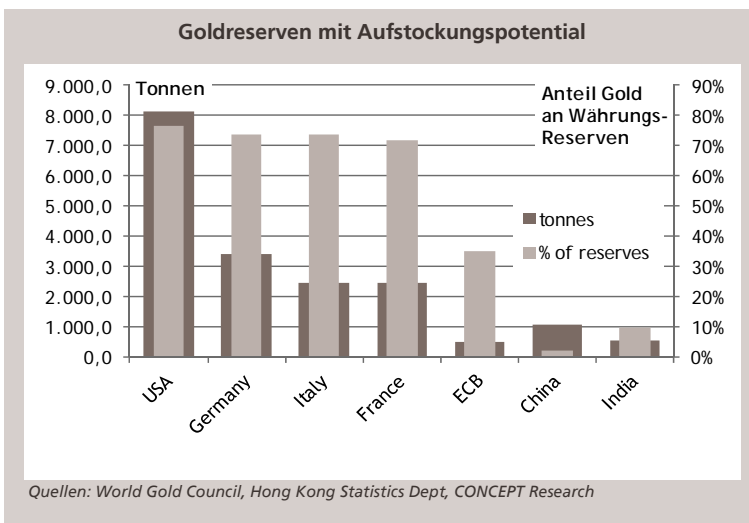
ROHSTOFFE

Darüber hinaus halten wir es unverändert für sehr wahrscheinlich, dass Edelmetalle gesucht bleiben. Insbesondere Gold stellt weiterhin und gerade in dieser unsicheren Datenlage die einzige werthaltige Währung dar. Es profitiert außerdem von der Unattraktivität von Alternativen wie zum Beispiel Anleihen. In einem Umfeld extrem niedriger Zinsen und darüber liegender Inflationsraten verlieren Inhaber von

"sicheren" Staatsanleihen real Geld. Dass Gold in solchen Phasen an Wert gewinnt, ist nicht nur historisch belegt sondern erscheint plausibel. Nicht zuletzt sind die Notenbanken und Staatsfonds der zunehmend reicher werdenden aufstrebenden Länder extrem daran interessiert, den im Vergleich zu Industrieländern deutlich unterdurchschnittlichen Anteil von Edelmetallen an ihren Devisenreserven aufzustocken. Die bisher stark wachsenden Zukäufe seitens Chinas werden vermutlich weiter zunehmen, denn bisher liegen rund 2/3 der chinesischen Auslandsguthaben in US-Dollar, was das Land sehr anfällig gegenüber einer im Kalkül zu behaltenden Dollarkrise macht. Der Anteil in Gold beträgt in China nur ca. 2 % der Gesamtreserven, verglichen mit 77 % für die USA und durchschnittlich 55 % für Kerneuropa.

Für den Anleger ist neben der Analyse des Status Quo genauso bedeutsam, wie viel der gewonnenen Erkenntnisse und der erkannten Risiken im Markt bereits adäquat beurteilt werden und darum eingepreist sind, welche Risiken dagegen geeignet sind, ein größeres Ausmaß anzunehmen, als vom Markt unterstellt. Nicht zuletzt kann "Risiko" auch auf der positiven Seite liegen und die Börsen könnten mit einem satten Aufschwung die dann tatsächlich folgende vorläufige Auflösung der Krise vorwegnehmen. Es wäre nicht das erste Mal, dass die Börsen sich an der "Mauer der Sorgen" empor hangeln, um neue Horizonte in den Blick zu nehmen.

Darum und aufgrund der schlechten Renditen von Anleihen halten wir eine Risikoaversion gegenüber Aktien nicht für ratsam. Die Unternehmensbilanzen haben sich in den letzten Jahren vielfach stark verbessert, die Verschuldungsgrade sind gesunken. Viele Unternehmen halten sich mit Investitionen bislang zurück, die Kassen sind gut gefüllt. Dennoch unterstellen wir stark schwankende Aktienbörsen mit am Ende jedoch positivem Jahresergebnis. Für den Investor könnte es klug sein, die vorgesehene Aktienquote erst in Irritationsphasen voll auszunutzen und Phasen, in denen die Märkte nur gute Nachrichten berücksichtigen zur geringeren Gewichtung zu verwenden. Dabei würden wir Technologiewerten, nicht zyklischen Konsumtiteln und regional Asien den Vorzug geben. Edelmetalle – insbesondere Gold – sollten vor dem Hintergrund der enormen Risiken des Weltfinanzsystems gesucht bleiben. Dies gilt besonders vor dem Hintergrund anhaltend negativer Realzinsen. Anleihen von Staaten des Euroraums sowie von Amerika und Japan sind weiterhin zu meiden, sinnvoll erscheint die Ergänzung der eigenen Währung durch Norwegische, Kanadische und Australische Anleihen. Insgesamt gilt: Je unsicherer die Zeiten und je schwieriger eine Prognose, desto wichtiger ist eine hohe Diversifikation des zur Anlage bestimmten Kapitals.



EMPFEHLUNGEN

2012 wird zum Schicksalsjahr. Alles ist möglich, eine Fortsetzung des Booms nach leichter Delle ebenso wie ein Totalabsturz, der historische Größenvergleiche sprengt. Die Eurozone bleibt im Fokus des Weltinteresses. Ihre Herausforderung besteht darin, ein Währungssystem mit zentral festgelegten Zielen aufrechtzuerhalten, währenddessen die Mitglieder noch unterschiedliche fiskalpolitische Ansätze verfolgen. Der politische Handlungsspielraum für die Lösung des strukturellen Staatsschuldenproblems wird von Woche zu Woche kleiner. In einem derart flüchtigen Umfeld ist eine treffsichere Prognose unmöglich, eine allein auf deren Eintritt fußende Anlagepolitik äußerst riskant.

CONCEPT Vermögensmanagement GmbH & Co. KG
Welle 20 • 33602 Bielefeld
Tel. 0521 - 92 59 97-0 • eMail: info@c-vm.com
Sitz: Bielefeld • Registergericht Bielefeld HRA 14497
BAFin-Reg-Nr. 118.788
Geschäftsführer:
Uwe Johannhörster, Matthias Steinhauer,
Jochen Sielhöfer