

REZSSION, DEFLATION, INFLATION, REFLATION ...?

Während das Jahr 2008 als eines der schlimmsten in die Weltbörsengeschichte einging, markiert das Jahr 2009 vielerorts die historisch stärksten Einbrüche in den Wirtschaftsaktivitäten seit Kriegsende. Insoweit scheint sich einmal mehr der oft zu beobachtende Verlauf der Börsen gegenüber der Konjunktur zu bewahrheiten.

Deshalb ein positiver Gedanke vorweg: Setzt sich diese Analogie fort, so steht die Weltwirtschaft vor einem Comeback und überrascht in diesem Jahr von der positiven Seite.

Weltweit hat sich im Jahr 2009 die Konjunktur spürbar abgekühlt. Die amerikanische Immobilienkrise und die Finanzkrise der Wirtschaftsnationen haben die meisten Länder rund um den Globus in Schockstarre versetzt. Amerika verlor ca. 2,5% BIP-Volumen, die europäischen Industrieländer im Schnitt etwa 4,5%. Bemerkenswerterweise haben etliche Schwellenländer wie z.B. China, Indien, Brasilien - trotz ihrer Exportabhängigkeit - keine Einbußen in der wirtschaftlichen Aktivität hinnehmen müssen, sondern konnten in vielen Fällen noch weiter deutlich wachsen. Außerdem kommt diesen Ländern eine ausgewogene Staats- und Haushaltsfinanzierung zugute. Man kann zweifelsohne feststellen, dass viele Länder, die wir als an der Schwelle zur Industrienation bezeichnen, in dieser Krise bemerkenswert viel Kraft schöpfen und ihre Vorteile - wie auch ihr Selbstbewusstsein - ausbauen konnten. Dies betrifft insbesondere Asien. Noch immer repräsentiert diese Region, in der etwa 3/5 der Weltbevölkerung lebt, lediglich ca. 15% der Weltwirtschaftsleistung und lediglich 10% des Weltkonsums. Jedoch ist die Dynamik in diesem Teil der Welt entfesselt, ein Wandel in Lebens- und Konsumgewohnheiten hat eingesetzt, die Angleichung an "westlichen Lebensstandard" steht weit oben auf der Agenda. Dies birgt Chancen für den internationalen Handel und für die globalisierte Welt, gleichzeitig aber auch enorme Herausforderungen an die Versorgungssicherheit in Bezug auf Rohstoffe und Nahrungsmittel wie auch an die Erhaltung der Lebensbedingungen auf unserer Erde. Mit dieser Feststellung sind gleich-

zeitig die Megatrends des begonnenen Jahrzehnts benannt.

UNVERHOFFT KOMMT OFT.

Ungeachtet des wirtschaftlichen Desasters, welches viele Länder im letzten Jahr bewältigen mussten, schlugen die Börsen ab März 2009 bereits eine ganz andere Richtung ein. Mitten im schwärzesten Nachrichtengewirr - China meldete gerade 20% Exportrückgang und General Electric verlor nach über 50 Jahren sein AAA-Rating - begann der Risikoappetit der Investoren wieder zu wachsen und die Börsen legten zu. Dies ist von den meisten nicht erwartet und von vielen bis heute nicht verstanden worden - umso stärker fielen die Gegenbewegungen auf die Kursverluste der vorangegangenen 18 Monate aus. Am Beginn des neuen Jahrzehnts gilt es in Bezug auf Anlagethemen nun auszuloten, welche Ursachen diese Börsenbewegungen hatten und ob sie sich fortsetzen oder eher andere Themen in den Vordergrund geraten werden.

BESTANDSAUFNAHME:

Tatsächlich hat die Weltwirtschaft etwa zur Jahresmitte 2009 die Talsohle durchschritten. Seitdem werden wieder Steigerungsraten registriert und gern überschwänglich bejubelt. Bei aller Freude gilt es aber, wachsam zu bleiben. Denn einem Absturz, der sich wesentlich rasanter als zum Ende der 30er Jahre vollzogen hatte, folgen nun lediglich erste Versuche, wieder auf die Füße zu kommen. So steigt zwar der Auftragseingang in der Industrie in Europa seit April je Quartal um ca. 5% und zuletzt so stark wie seit anderthalb Jahren nicht mehr. Nach einem Absturz seit 2007 um mehr als 30% liegen wir trotz der jüngsten Zuwächse aber noch immer 25%

unter dem seinerzeitigen Niveau. Ähnlich sieht es bei Ausrüstungsinvestitionen und in der gesamten Industrieproduktion aus. Lediglich im deutschen wie im amerikanischen Automobilbau wurden die strukturell notwendigen Anpassungen durch die Abwrackprämie um ein Jahr nach hinten verschoben, so dass hier die Talsohle erst noch zu befürchten ist. Gleichzeitig verbessert sich die Gewinnsituation in den Unternehmen. Während die börsennotierten Unternehmen (außer Banken) in 2009 Gewinne erzielt haben, welche etwa 37% unter dem Niveau von 2007 liegen, wird für 2010 im Durchschnitt ein Anstieg von 15% gesehen. Insgesamt befänden sich die Gewinne damit aber noch immer um ein Viertel unter denen des Jahres 2007. Entscheidend ist zudem nicht allein die Höhe der Gewinne, sondern deren Zustandekommen. So beruhten Verbesserungen der Gewinnsituation im vergangenen Jahr vornehmlich auf Sparmaßnahmen, Kapazitätsfreisetzungen und Entlassungen, selten dagegen auf Umsatzsteigerungen. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob die Kursrally an den europäischen Aktienbörsen seit März eine Folge verbesserter Fundamentaldaten in den Unternehmen darstellt, oder ob die Preissteigerungen bei Aktien, Rohstoffen und Immobilien zumindest weitere Ursachen haben.

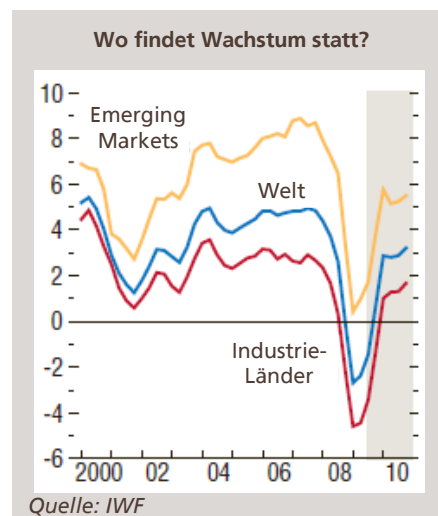
In diesem Zusammenhang geraten die 9.000 Mrd. USD in den Blickpunkt, mit denen den Banken weltweit rettend unter die Arme gegriffen worden ist. Diese Mittel sollten den ausgetrockneten Kapitalmarkt beleben und den sich gegenseitig nicht trauenden Banken die für die Finanzierung der Wirtschaft erforderliche Liquidität gewähren. Die Zielbestimmung konnten die Notenbanken noch formulieren, die daraufhin dann zweckdienliche Verwendung des Kapitals jedoch leider nicht mehr kontrollieren. Und so ging ein Großteil der überschüssigen Liquidität den Weg des geringsten Widerstands und floss wie durch ein Überlaufventil in das Sammelbecken Börse. Noch nie seit Kriegsende war es (für Banken) so leicht, Kredite zu nahezu Null Prozent Verzinsung zu erhalten und gewinnbringend in verschiedenste Anlageklassen zu investieren. Wir erinnern uns: Die

Banken wurden sogar gedrängt, das staatlicherseits zur Verfügung gestellte Geld anzunehmen. So erstaunt nicht, dass nahezu sämtliche Anlageklassen in nahezu sämtlichen Regionen der Erde seit dem Frühjahr letzten Jahres deutliche Preiserhöhungen verzeichnen. In naher Zukunft wird sich erweisen müssen, ob dieser Vorlauf durch die wirtschaftlichen und unternehmensspezifischen Fundamentaldaten gerechtfertigt werden wird. Insbesondere in den traditionellen Industrienationen sind die konjunkturellen Risiken noch immer sehr hoch und diese Frage kann noch nicht beantwortet werden.

Währenddessen prosperieren die so genannten Emerging Markets; ein besonderes Gewicht liegt dabei auf China. Dort ist die Bruttowertschöpfung im vergangenen Jahr um gut 8% gewachsen, der Import hat um 56% zugenommen. Inzwischen ist China der welt-

weit größte Markt für PKW-Neuzulassungen und hat die USA hinter sich gelassen. Die gesamte Asien- und Pazifikregion profitiert von diesem Boom. Das Wachstum dort ist auf eine wesentlich breitere Basis gestellt, weil es zunehmend von der

Binnennachfrage und dem soziogeografischen Strukturwandel getragen wird. Während wir in den entwickelten Industrienationen weitgehend gesättigte Märkte wahrnehmen, besteht in der Region Asien und in Lateinamerika erheblicher Nachholbedarf. Während wir hüben mit Blick auf die Schuldenberge (ver)zweifeln, ist drüben der Finanzierungsspielraum nahezu uneingeschränkt, weil die Staatsverschuldung äußerst gering ist. Die Emerging Markets von gestern erscheinen heute als interessanteste Anlage-region. Leider ist ihr Gewicht noch zu klein, um die Weltwirtschaft im Ganzen zu stützen.

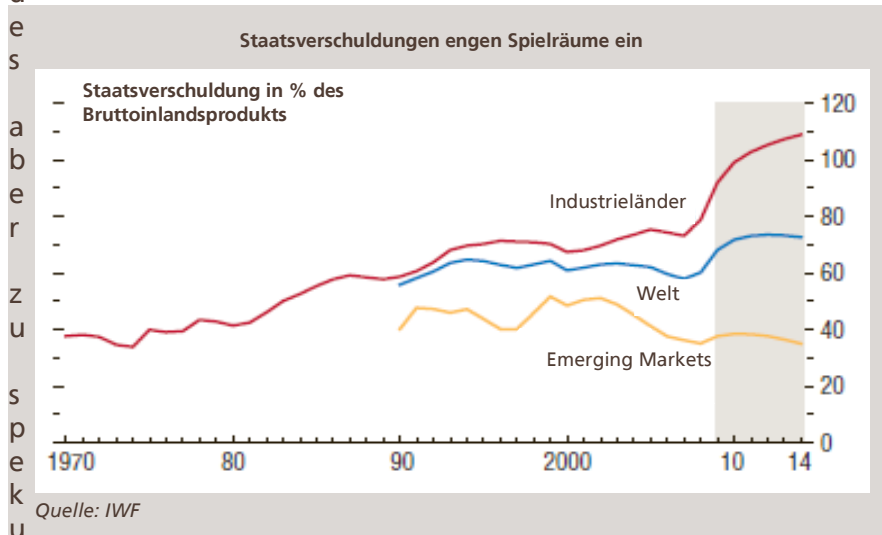


Gleichzeitig aber stößt das Wachstum dort auch nominell in Größenordnungen vor, welche einen erheblichen Einfluss auf die Nachfrage nach Rohstoffen und somit auf deren Preise ausüben. Aus diesem Grund stehen auch Länder mit reichen Rohstoffvorkommen wie Australien, Russland und Norwegen im Fokus.

Der weitere Verlauf in der übrigen Welt hingegen ist gekennzeichnet von vielen Fragen, die noch nicht geklärt oder gelöst sind: In Teilen der Weltwirtschaft hat sich eine Bodenbildung vornehmlich deshalb vollziehen können, weil Staaten und Notenbanken wirklichkeitsentfremdende Drogen in Form von billigem Kapital und Konjunkturprogrammen bereitstellen. Die Dosis ist nicht mehr steigerbar. Vielmehr muss zwangsläufig Entzug folgen; der kann schmerzhaft werden, ganz abgesehen von der Frage, ob es den Beteiligten gelingt, zum richtigen Zeitpunkt umzuschwenken. Etliche für die Finanzkrise verantwortliche Probleme werden weiterhin ausgeblendet und notwendige Lösungen weiterhin vertagt. Verdeutlichen wir an dieser Stelle noch einmal erinnerungshalber die - inzwischen nicht bezweifelten - Ursachen der Krise: Dies waren zum einen die Handelsungleichgewichte zwischen Amerika und China und der mit ihnen verbundene Kapitalabfluss in Richtung Asien. Zum zweiten die viel zu reichlich und viel zu billig zur Verfügung gestellte Liquidität, welche schon die 2000/02er Krise heilen sollte, letzten End

lativen Übertreibungen am amerikanischen Immobilienmarkt geführt hat. Zum dritten waren dies die Deregulierung und die Intransparenz der Kapitalmärkte, die bei vielen Marktteilnehmern den Eindruck erweckten, jedes Handeln sei ohne (persönliches) Risiko und sie zu Transaktionen veranlasste, deren Auswirkungen nicht mehr kontrollierbar waren. Was Punkt Eins betrifft, so ist Besserung in Sicht, weil China aufgrund der boomenden Binnenkonjunktur inzwischen etwa die Hälfte mehr importiert als vor Jahresfrist. Amerika dagegen verbraucht trotz Konsumrückganges fortgesetzt mehr, als es selbst erwirtschaftet. Zum zweitgenannten Krisenfaktor ist festzustellen, dass es anerkanntermaßen notwendig war, die Liquiditätsversorgung der Wirtschaft und das Vertrauen in das Finanzsystem durch eine Flutung der Kapitalmärkte sicherzustellen. Das angewandte Gießkannenprinzip erlaubte jedoch keine effektive Steuerung des Liquiditätsflusses. Und so versickert vieles oder kommt in falschen Kanälen an. Wie schon bei vorangegangenen Rettungsmaßnahmen erreicht ein Großteil der Liquidität eben wieder jene Stauseen, die als potentiell bruchgefährdet und krisenauslösend bekannt sind. Nur darf dieses Mal den Akteuren aufgrund der gemachten Erfahrungen unterstellt werden, dass sie wissen, was die Konsequenzen ihres Tuns sein können. Davon unberührt ist man bei der notwendigen Regulierung der Finanzmärkte und der Herstellung von Transparenz über Absichtsbekundungen bisher leider nicht wesentlich hinaus gekommen. So sind die Derivatepositionen der Banken weltweit heute bereits wieder höher, als vor dem Ausbruch der Krise und die durch staatliche Hilfen gerettete Branche verbucht vielerorts wieder beachtliche Gewinne. Noch immer ist der Finanzmarkt völlig intransparent und die Aufsichtsbehörden beklagen, kein Bild über die Konzentration der Risiken gewinnen zu können.

Darüber hinaus sind bisher nicht im Ansatz Wege identifiziert,



wie die Kosten der Krise in Form ausufernder Staatsverschuldungen während der nächsten Jahre aufgefangen und wieder abgebaut werden können, ohne gesellschaftlichen Widerstand heraufzubeschwören. Die Fragilität des weltwirtschaftlichen Gebäudes ergibt sich aus der Tatsache, dass ihm in den letzten Jahren das Fundament weitestgehend entzogen und lediglich durch einige höchstbelastete Stützbalken ersetzt worden ist, die sich nun wie Fragezeichen biegen. Es fällt leicht, verschiedene Szenarien zu entwickeln, die dazu beitragen könnten, mindestens einen dieser Stützbalken wie Streichhölzer brechen zu lassen. Dazu zählen wieder anziehende Zinsen, eine Dollarkrise, explodierende Rohstoffpreise, der Zusammenbruch eines weiteren großen (systemrelevanten) Bankhauses oder auch der Bankrott eines oder mehrerer Staaten. Alle diese Gefahren sind sehr real; gleichzeitig ist es möglich (und wünschenswert), dass keine von ihnen Realität wird.

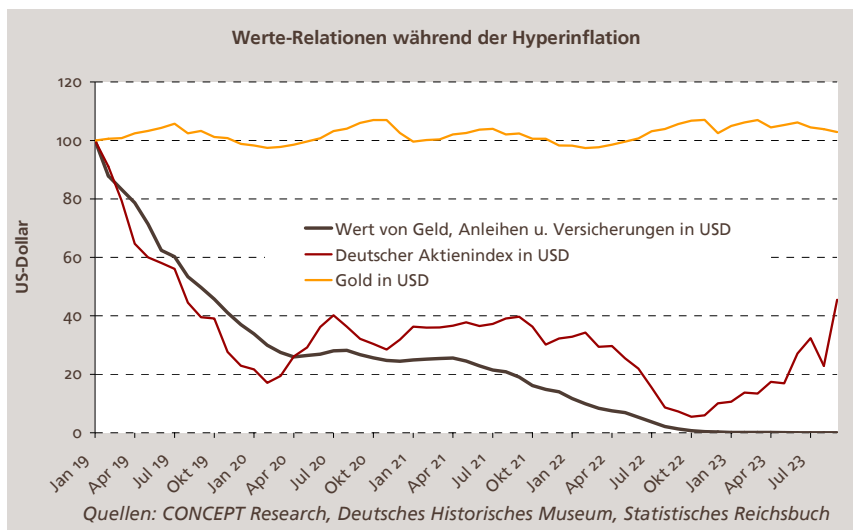
Wir können in diesem Überblick nicht alle zu berücksichtigenden Aspekte beleuchten, aber ein letzter sei hier benannt: Die Staaten weltweit vollziehen derzeit eine reflationäre, also eine aggressiv auf die Vermeidung von Deflation ausgerichtete, Geldpolitik. Wirtschaftspolitische Zwänge wie die Ausgeglichenheit des Staatshaushalts, die Nachhaltigkeit des Staats- und Sozialwesens oder die Stabilität des Geldwertes werden bewusst ausgeblendet. Vor diesem Hintergrund vollzieht sich derzeit eine Vermögensinflation, die zu Preisanstiegen bei Aktien und Anleihen, bei Immobilien und bei vielen Rohstoffen führt. Es ist vorstellbar, dass sich diese Influenza auch auf die Preisentwicklung von Gütern des täglichen Bedarfs auswirkt. Bei staatlich festgesetzten Preisen (für öffentlich zur Verfügung gestellte Leistungen) ist diese Entwicklung schon länger zu beobachten. Die latente Inflationsgefahr wird besonders vor dem Hintergrund steigender Energiekosten, krisenbedingt verknappter Produktionskapazitäten und nicht zuletzt auf

der Basis der geschaffenen Staatsschulden virulent. Allein der staatliche Druck auf die Notenbanken, im Hinblick auf die angespannten öffentlichen Haushalte die Zinsen lange niedrig zu halten, könnte inflationsbeschleunigend wirken. Auch für dieses Bild gilt: das tatsächliche Eintreten einer solchen Entwicklung ist nicht vorhersagbar, aber die Märkte spiegeln diese Gefahr bereits eindrucksvoll wider.

UNERWARTETES KALKULIEREN, ENTSCHLOSSEN HANDELN.

Dies alles berücksichtigend ergibt sich für den Betrachter das Bild eines Hochseilaktes, bei dem aufgrund des im Zirkuszelt aufsteigenden Bühnennebels weder ersichtlich ist, in welcher Höhe das Sicherheitsnetz angebracht ist, noch ob überhaupt eines existiert. So ergibt sich für den Anleger die Notwendigkeit, weiter "auf Sicht" zu fahren und gleichzeitig auf das Eintreten "unwahrscheinlicher Ereignisse" vorbereitet zu sein. Dies macht aus unserer Perspektive folgende Konsequenzen notwendig:

Aufgrund der zunehmenden Inflationsgefahr in vielen wichtigen Ländern und im Rückblick auf die Erfahrungen, welche die Menschen in vorangegangenen Phasen machen mussten, ist - gerade mit dem Ziel des Kapitalschutzes - eine **Höhergewichtung von Sachwerten** angeraten. **Aktien und Edelmetalle** haben in



den vorangegangenen Inflationsszenarien jeweils vermögenserhaltend gewirkt. Dies nicht ohne Nachteile: Aktien machten die Talfahrt im ersten Moment häufig erst einmal mit, während der Besitz oder Erwerb von Edelmetallen gern staatlich sanktioniert wurde. Aber in der Summe waren dies in Inflationsszenarien neben Immobilien die einzigen werthaltigen Anlagen. Wir gehen in den nächsten Monaten von einer wechselhaften Nachrichtenlage aus, die stark von geld- und haushaltspolitischen Maßnahmen und von der Diskussion um die Nachhaltigkeit von Finanzierungsgebilden geprägt ist. **Geldmarktnahe Anlagen** versprechen nach Inflation eine negative Verzinsung und sind deshalb vornehmlich auf kurz- und mittelfristige Liquiditätserfordernisse zu **reduzieren**. Was die Gewinnentwicklung der Unternehmen betrifft, so sind die Schätzungen der Analysten für dieses Jahr in vielen Fällen sehr ambitioniert, was die Börsen auch in den Kursen widerspiegeln. Dennoch sind vor dem Hintergrund weiter hoher Liquidität und der niedrigen Zinsen weitere Kurssteigerungen sehr gut möglich. Im Hinblick auf die relative Attraktivität der Märkte dürfte sich das Interesse fortgesetzt in Richtung der sich entwickelnden Märkte verschieben. Dort verfestigt sich das hohe Wachstumspotential durch den zunehmend erwachenden Binnenmarkt. Für den nüchternen Betrachter gewinnt vor dem Eindruck der letzten beiden Jahre zusätzlich

an Bedeutung, dass viele dieser Länder eine gesündere und nachhaltigere Finanz- und Haushaltsarchitektur als "entwickelte Länder" aufweisen. Nicht zuletzt vergrößern sich durch das exponentielle Wachstum auch Einfluss und Marktmacht dieser Regionen. In den **Emerging Markets** einen markanten Investitionsschwerpunkt zu setzen, erscheint folgerichtig.

Wir beabsichtigen eine opportunistische Investmentpolitik, die sich von den Strömungen tragen lässt, gleichzeitig aber sehr wachsam und reagibel bleibt.

Diese Ausrichtung verfolgen wir derzeit selbstverständlich auch mit unserem Investmentfonds CONCEPT Aurelia Global. In diesem Fonds konnten wir die Risiken des letzten Börsenjahres sehr gut umschiffen. So erreichten wir mit einem Plus von 22,7% die Performance der breiten Aktienindices, ohne allerdings die Talfahrt der ersten drei Monate mit durchlitten zu haben. Augenblicklich sind wir zu ca. 60% in Aktien investiert, weitere 20% sind in Edelmetallen angelegt. Wir haben die Zuversicht, mit einem wachen Blick für die Chancen und Risiken der Märkte vor dem übergeordneten Ziel des Vermögenserhalts auch in 2010 gute Ergebnisse zu erreichen.

