

CONCEPT

VERMÖGENSMANAGEMENT

"Der Euro ist unumkehrbar."

JAHRESBERICHT

2012

"DER EURO IST UNUMKEHRBAR."

Kein Geringerer als Mario Draghi, Präsident der Europäischen Zentralbank, spricht diesen Satz am 6. September letzten Jahres und setzt damit ein deutliches Glaubens- und Willensbekenntnis. Einige Wochen vorher hatte Draghi postuliert, die EZB werde "alles Notwendige tun, um den Euro zu erhalten". Damit hat sie ihren Aufgabenbereich in eigener Verantwortung um einen weiteren Aspekt – Kreditgeber der letzten Instanz – erweitert und reiht sich in die prominente Reihe anderer Notenbanken der Industrieländer ein, die bereits erhebliche Teile der Staatsfinanzierung übernommen haben: Japan, Großbritannien, USA. Angesichts der unmissverständlichen Kommunikation ist davon auszugehen, dass der Euro tatsächlich mit allen Mitteln verteidigt werden soll, koste es, was es wolle. Diese Prämisse ist fortan Grundlage unserer Überlegungen.

In der beschworenen Unumkehrbarkeit der Medaille, von der jede bekanntermaßen zwei Seiten hat, kann gleichzeitig ein symbolischer Gehalt gesehen werden: Seit dem Bestehen unserer Währung können wir beobachten, wie geschätzt die glänzende Seite ist, die einst ungehinderten Kapitalverkehr, ein angemessenes Zinsniveau und günstige Finanzierungsbedingungen versprach. Ungern dagegen wird ihre trübe Seite angeschaut, auf der in fetten Lettern prangt, dass eine Währungsunion, will sie dauerhaft Bestand haben, begleitet sein muss von einer – wenn nicht einheitlichen so doch – abgestimmten Wirtschafts- und Finanzpolitik. Sie müsste gleichfalls ein gemeinsames Einlagenversicherungssystem implementieren sowie letzten Endes eine nach außen dokumentierte gemeinsame Haftung anbieten, wie auch immer diese im Inneren auszugleichen wäre. In den Gründungsdiskussionen um den Euro vertrat Deutschland seinerzeit denn auch die "Krönungstheorie", wonach eine politische Union vorangehen müsse, bevor diese mit einer Währungsunion gekrönt werden dürfe. Diese Theorie wurde im Rahmen der deutschen Wiedervereinigung hintangestellt, hat aber an Überzeugungskraft bis heute nichts eingebüßt!

RÜCKSCHAU

Seit Ausbruch der Staatsschuldenkrise sind gewisse Beschleunigungstendenzen zu registrieren: Die Quantität marktrelevanter Nachrichten hat sich deutlich erhöht, der Aktivismus der politisch Verantwortlichen in mehreren Eskalationsstufen zugenommen. Die permanenten Impulse senken die Reizschwelle und im Rückblick erscheint das Jahr 2012, als hätte hier eine Trendumkehr mit anschließender Tendenzberuhigung stattgefunden. Dennoch hielt das zweite Halbjahr

durchaus erinnerungswerte Meldungen bereit, die uns auch in der weiteren Zukunft beschäftigen werden:

Europa:

So beginnt das zweite Halbjahr für Griechenland mit einem Hilfsstopp des IWF wegen augenscheinlich zu geringer Sparsbemühungen, so dass die Regierung sich zu weiteren herben Einschnitten für das Volk gezwungen sieht. Kurz vor Jahresende vollzieht Griechenland einen weiteren Schuldenschnitt. Europa stundet bzw. verringert die Zinsen aus bisheriger Unterstützung, Notenbankgewinne aus der Rettung werden wieder ins Land geschleust. Die damit verbesserte Ausgangslage quittiert Standard & Poors mit einer Ratinganhebung um sechs Stufen auf B-, was jedoch noch immer Ramschstatus bedeutet.

Auch Spanien verabschiedet im September harte Einsparungen, um einem von der EU auferlegten Programm zuvorzukommen, welches mit einem Hilfspaket für die spanischen Banken verbunden wäre. Trotzdem – oder deswegen – verfehlt Spanien die Ziele für 2012 und verbucht ein Haushaltsdefizit von 7,4 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Spaniens Rating rutscht um zwei Stufen auf BBB-. Auch Spanien kämpft einen erbitterten Kampf 'Straße gegen Regierung', was angesichts eines Arbeitslosenheeres von 25 % (Maximum seit 1976 und stärkster Zuwachs seit 2008 in der EU) nicht verwundert.

In Kerneuropa wird außer für Deutschland, die Niederlande und Luxemburg auch das Rating für EFSF und ESM gesenkt. Lediglich Finnland bleibt bei seinem ungetrübten Spitzenrating. Das Herbstgutachten der EU-Kommission geht für 2013 von einer wirtschaftlichen Stagnation aus. Lettland beantragt den Beitritt zur Eurozone zum 1.1.2014.

Übersee

China wächst nach vielen Jahren äußerst kräftigen Aufschwungs mit geringerer Geschwindigkeit, die gleichwohl eine rasante Annäherung an westliche Verhältnisse herbeiführen wird.

Japans Wirtschaft kämpft anhaltend gegen Deflation und Rezession und verliert zudem an Wettbewerbsfähigkeit. Wie in den USA steuert auch hier die Notenbank mit der Bereitstellung von Liquidität gegen. Zweimal in 2012 erhöht sie das Volumen für Staatsanleihenkäufe auf insgesamt 883 Mrd. € bis einschließlich 2013.

In Amerika vollzieht der Häusermarkt eine Bodenbildung, was die Position der Privatanfrage stärkt, die dort bekanntermaßen den wichtigsten Konjunkturbeitrag leistet. Im September ergreift die Notenbank weitere Lockerungsmaßnahmen (QE3¹) und stößt nur drei Monate später QE4 an. Die FED kauft nun pro Jahr für etwas mehr als 1 Billion USD amerikanische Staatsanleihen.

Weltweit trüben sich die Wirtschaftsaussichten ein. Korrigiert der IWF noch im Juli seine Weltwachstumsprognose auf + 3,9 %, so muss er seine Annahme schon im Oktober auf 2 % revidieren.

DER EURO

Die Märkte für Währungen, Anleihen, Aktien und auch Rohstoffe haben sich beruhigt. Der Euro erreichte im Juli mit ca. 1,20 USD sein Jahrestief und wertet insbesondere seit der Draghi-Ankündigung von Anfang September deutlich auf. Bei Anleihen sind die Renditen insgesamt rückläufig und laufen zwischen der Euro-Randzone und den Kernländern wieder zusammen. Die Aktienmärkte haben ihre Jahrestiefs schon im Juni gesehen. Industrie-rohstoffe wie Öl und Kupfer haben sich ebenfalls bereits abgehoben. Die Fluchtwährung Gold konsolidiert auf dem erreichten Niveau. Interessanterweise gehen die steigenden Notierungen nicht mit wachsender Euphorie der Marktteilnehmer einher. Im Gegenteil, die Stimmung ist zurückhaltend, allenthalben wird vor den tatsächlich noch immer bestehenden Risiken gewarnt und viele Marktteilnehmer sind nicht investiert. Die EZB-Entscheidung "Der Euro ist unumkehrbar" hatte nicht nur Freunde. Kritiker – in erster Reihe Bundesbankpräsident Jens Weidmann – sehen in ihr die

Finanzierung von Staatsschulden über den Umweg des Kapitalmarktes. In jedem Fall aber bildet sie für die Wirtschaftsindividuen ebenso wie für Institutionen eine verlässliche Grundlage für längerfristige Entscheidungen. Die Zusage, in notwendigenfalls unbeschränktem Umfang Staatsanleihen im Euroraum aufzukaufen, ist mit dem Erfordernis einer vorangehenden Beteiligung des ESM und der damit verbundenen Duldung von Auflagen seitens der Empfängerstaaten verknüpft. Dies stellt jede Hilfe unter das Vernunftgebot, sie mit geeigneten Maßnahmen zur mittelfristigen Konsolidierung des betroffenen Staatshaushalts und im besten Fall mit Entwürfen für eine Wachstumsstrategie zu verknüpfen. Ein vermutlich wirksameres Angebot an Investoren, als die in immer kürzer werdender Abfolge platzierten Geldschüttungen der amerikanischen Notenbank auf dem dortigen Anleihenmarkt, deren Wirkungen von Mal zu Mal weniger messbar sind. Die Zusage hat zu gewachsenem Vertrauen beigetragen, welches sich in rückläufigen Target 2-Salden und fallenden Zinsen sowie in der Aufwertung des Euro niederschlägt. Interessant ist, dass die EZB bisher noch keinen einzigen Cent investieren musste, um diese Wende herbeizuführen. Allein die Überzeugungskraft der Willensbekundung genügt.

Natürlich ist die Entscheidung der Notenbank nicht frei von Risiken. Diese liegen zunächst auf juristischer Ebene. Denn zum einen hat die EZB ihr Mandat möglicherweise überdehnt, weil nur durch eine extreme Dehnung des Begriffs "Geldpolitik" eine solche Maßnahme überhaupt staatsvertraglich gedeckt ist. Zum anderen setzt die EZB durch die Verknüpfung von Anleihekäufen mit vorausgehenden ESM-Entscheidungen ihre Unabhängigkeit aufs Spiel. In jedem Fall aber wird die Menge umlaufenden Geldes erhöht und einmal mehr Liquidität in den Geldkreislauf gepumpt. Es liegt auf der Hand, dass aus einem höheren Geldangebot bei unveränderter Gütermenge Inflationsgefahren drohen. Und es ist zu unterstellen, dass eben das der politische Wille ist, um dem Schuldenproblem Herr zu werden. Man versteckt dies schamhaft hinter dem Feigenblatt der Geldpolitik, denn die oberste Pflicht der Notenbank Europas ist die Wahrung der Geldwertstabilität. Im Übrigen ist zu bedauern, dass die Ankündigung der EZB Entscheidungsdruck von der Politik genommen hat. Der Vorteil des Zeitgewinns dürfte

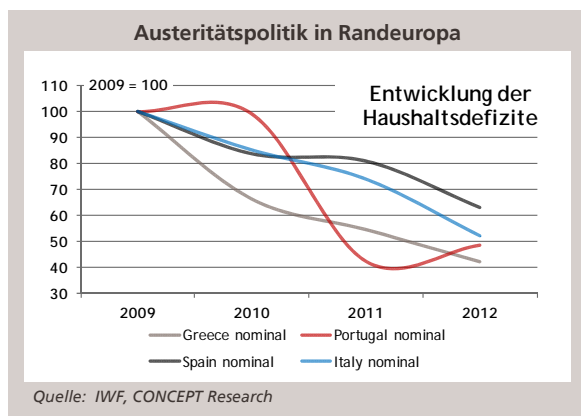
¹ QE = Quantitative Easing (Erleichterungen für Wirtschaft und Finanzmarkt durch billiges Geld)

überkompensiert werden von der Tendenz, sich nun weiter durchzuwursteln und andere Dinge für wichtiger zu nehmen.

Das größte Risiko liegt nunmehr darin, dass die EZB wanken und an irgendeiner Stelle die Konditionen ihres Angebots aufweichen könnte. Nicht gelöst ist die Frage, wie lange die EZB Anleihekäufe finanzieren könnte, ohne dass ihre Möglichkeiten infrage gestellt würden. Die Antwort könnte in einer von den Mitgliedstaaten eingeforderten Kapitalaufstockung liegen.

EUROPA

Die von der Schuldenkrise betroffenen Staaten haben begonnen, Ihre Hausaufgaben zu machen. Sie haben – den Vorgaben ihrer jeweiligen Ressort-Kollegen aus den Kernländern folgend – mit rigorosem Sparen begonnen, zum Teil die Steuern erhöht. Die Haushaltsdefizite sind daraufhin markant zurückgegangen, haben sich teilweise halbiert. Dies geschieht jedoch vor dem Hintergrund einer starken Rezession. So erreicht Griechenland heute 15% weniger Wirtschafts-



leistung als noch im Jahr 2009. Die Staatsschulden gemessen am BIP sind bisher – trotz "freiwilligen" Schuldenschnitts in Griechenland – in keinem Euro-Land reduziert worden. Damit konnte das wichtigste mit den Spardiktaten der Troika² und dem Sparwillen der im wahrsten Wortsinn notleidenden Staaten verbundene Ziel bislang nicht erreicht werden. Inzwischen wurde auch der Politik klar, warum: Der IWF stellte im Oktober fest, bei der Kalkulation der Auswirkungen der Sparvorschläge sei der so genannte BIP-

Multiplikator in einer falschen Größenordnung zugrunde gelegt worden.

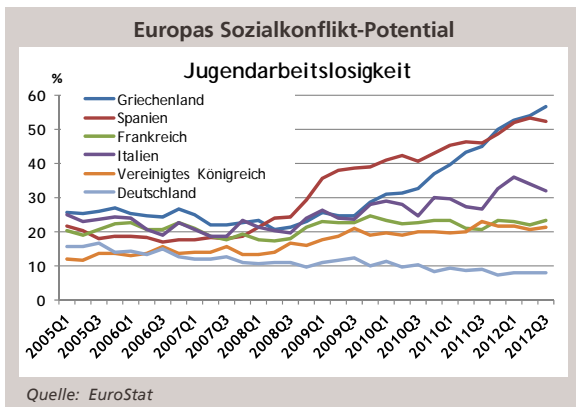
Dieser Sachverhalt ist von Bedeutung, weil er Auswirkungen erheblichen Ausmaßes zur Folge hatte. Darum ein kurzer Exkurs: Der BIP-Multiplikator gibt an, wie stark die Konjunktur reagiert, wenn sich die Staatsausgaben verändern. John Maynard Keynes, der den Begriff während der 30er-Jahre in die Volkswirtschaftslehre einführte, schätzte diese Zahl auf 2,5 und maß damit der Wirkung staatlicher Ausgabenpolitik eine erhebliche Bedeutung bei. Moderne Ökonomen sind skeptischer und veranschlagen in vielen gängigen Modellen einen Multiplikator von 0,5. Auch die Sparkommissare gingen davon aus, dass der negative Effekt von Ausgabenkürzungen durch steigende Aktivitäten der Privatwirtschaft zur Hälfte kompensiert werden würde.

Der IWF errechnete nun, dass der BIP-Multiplikator für die Jahre ab 2010 in den Randstaaten Europas tatsächlich mehr als doppelt so hoch sei. Für Griechenland erreicht er während der Jahre 2009 bis 2012 tatsächlich einen Wert von 1,55, denn mit Einsparungen von kumuliert 33 Mrd. € wurde das BIP kumuliert um 51 Mrd. € reduziert. "Self-defeating" nennt man diesen Versuch, einer Rezession hinterherzusparen mit dem Ergebnis einer Verschlimmbesserung. Man mag anerkennen, dass die Politik vor herausfordernden Aufgaben steht, für deren Bewältigung ungesichertes Terrain betreten werden muss. An dieser Stelle darf umsichtiges Handeln eingefordert werden und eben nicht – wie EU-Ratspräsident Van Rompuy seinerzeit forderte – dass die Geschwindigkeit gesteigert wird, um die Glaubwürdigkeit zu erhöhen. Zumindest sollte in der Eile nicht der gesunde Menschenverstand auf der Strecke bleiben. Es darf immer auch geprüft werden, ob wirklich die Voraussetzungen dafür gegeben sind, dass bisher anerkannte "Gesetzmäßigkeiten" im aktuellen Zusammenhang Bestand haben können. Denn tatsächlich haben sich wichtige Kenngrößen verschoben und hätten eine Revision des Multiplikators nahegelegt: So trägt die vielerorts erreichte hohe Staatsquote³ dazu bei, dass beim Zusammenstreichen der sozialen Abfederung die Menschen vorsichtiger werden, sparen statt auszugeben, sichern statt zu investieren. Desweiteren war ins Kalkül zu ziehen, dass in Zeiten der Globalisierung die

² Kontrollgremium der EU, bestehend aus Vertretern der EZB, des IWF und der EU-Kommission

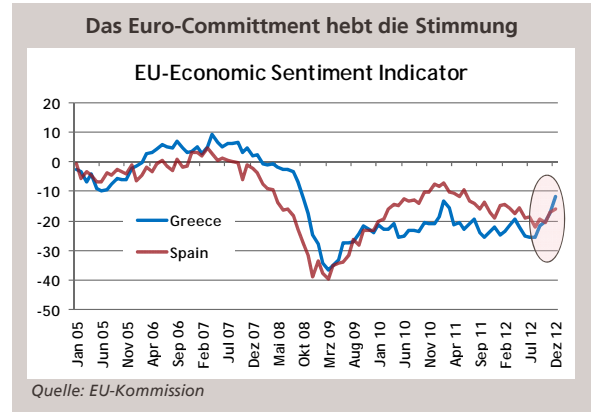
³ Anteil der Staatsausgaben am BIP

Wechselwirkungen enorm sind und die Gleichzeitigkeit der Bremsmanöver eine Potenzierung ihrer Wirkung auslöst. Im Ergebnis stehen wir vor dem Scherbenhaufen einer fehlgeleiteten Politik, die die Lage verschlimmert und Millionen von Menschen in Existenznot und auf die Straße getrieben hat. Die Arbeitslosenquoten in Südeuropa erreichen historische Höchststände, insbesondere die jungen Menschen sehen sich angesichts einer Jugendarbeitslosigkeit von über 50% (Spanien, Griechenland) ihrer Perspektiven beraubt. Die Ausmaße sind so dramatisch, dass viele Beobachter sich mit Recht um den sozialen Frieden in den betroffenen Ländern und um die Solidarität innerhalb der Staatengemeinschaft sorgen.



Der IWF hat recht schnell und klar Schlussfolgerungen gezogen: Präsidentin Christine Lagarde empfahl im Oktober dringend, für Portugal, Spanien und Griechenland die für den Abbau der Haushaltsdefizite gesetzte Zeit auszuweiten, um weiteren Schaden abzuwenden. Kerneuropa hat sich diesem Gedanken inzwischen mit der Aufweichung der Vereinbarungen im Falle Spanien und Griechenland angeschlossen. Aber während Lagarde gar einen Gläubigerverzicht seitens der Staaten für Griechenland fordert, bleibt die tonangebende deutsche Außenpolitik in dieser Frage bislang unbeirrbar. Alexis Tsipras, Vorsitzender der griechischen Oppositionspartei Syriza, erinnert derweil in einem Gespräch mit Finanzminister Schäuble an das Londoner Schuldenabkommen 1953, anlässlich dessen auch Griechenland einen Schuldenerlass für Deutschland in Höhe von seinerzeit 14,7 Mrd. DM (inflationbereinigter Wert heute: 35 Mrd. €) unterschrieb. Zunächst ist es ausschließlich der Ankündigung der EZB zu verdanken, dass Vertrauen

zurückgekehrt ist und sich – ungeachtet der katastrophalen Lage – die Stimmung in den Krisenländern aufzuhellen beginnt. So haben in Spanien und Griechenland die Stimmungs-



indikatoren die Richtung gewechselt. Beide Länder sowie Portugal haben die Lohnstückkosten seit Ausbruch der Krise deutlich senken können. Im Zuge dessen ziehen auch bereits die Exporte an: Trotz einer aktuellen Delle erreichen Spanien und Griechenland inzwischen höhere Exportwerte als vor Ausbruch der Krise. Dennoch bleibt die Lage fragil.

DIE GLOBALE SCHULDENKRISE

Die Situation auf unserem Teil des Kontinents strahlt aus. Lateinamerika bekommt die ausbleibende Nachfrage vornehmlich aus Südeuropa besonders zu spüren. Aber auch für die Zukunftsperspektiven großer Handelspartner wie Amerika, Japan und China ist es von Bedeutung, auf welchem Weg Europa ist. Während wir für Südostasien weiterhin gute Entwicklungsperspektiven unterstellen, müssen wir uns im Falle Amerikas und Japans ernste Sorgen machen, denn dort macht man sehr große Fortschritte in Richtung einer Situation, wie sie die Randzone Europas gerade meistern muss. Amerika genießt den Vorzug, in eigener Währung verschuldet zu sein, Japan darüber hinaus die Situation, dass der Staat im Wesentlichen im Inland verschuldet ist und damit auch die Zinsen diktieren kann. Jedoch ist es um die Staatsfinanzierung beider Länder nicht gut bestellt und nachdem Amerika die so genannte 'fiscal cliff'⁴ mit Mühe genommen hat, steht die nächste Nationaldebatte –

⁴ Bedrohung der Konjunktur durch das Auslaufen von noch seitens G.W. Bush jr. initiierten Steuersenkungen. Am Silvesterabend 2012 wurde im Kongress eine spürbare Entschärfung entschieden.

nämlich über die nächstfällige Anhebung der Schuldenobergrenze – schon vor der Tür. Jedoch ist dies gewohnte Übung und wird auch dieses Mal über die Bühne gehen. Allerdings haben sich die Ökonomen, welche die Ausweglosigkeit der amerikanischen Finanzpolitik anmahnen, bislang nicht durchsetzen können. So verfällt der Privatsektor zusehends und die Spreizung zwischen Arm und Reich weitet sich aus. 15 % der amerikanischen Bevölkerung bezieht Essenmarken; allein in New York versorgen sich täglich 1,8 Mio. Menschen in den 1.200 Suppenküchen der Stadt. Man mag einwenden, dass die USA immerhin noch Wachstum erzeugen. Tatsächlich kommen dort noch Zuwächse des Inlandsprodukts von 2 % zustande und viele Unternehmen erreichen historisch höchste Gewinnmargen. Beides ist jedoch der "money for nothing"-Strategie von Regierung und Notenbank zuzuschreiben, die den amerikanischen Markt mit Geld geradezu überschüttet, um die Wirtschaft am Leben zu erhalten und damit diametral zum harten Ringen und Abwägen innerhalb der Europäischen Union verfährt. Ganz offensichtlich jedoch versickern die Abermilliarden Dollar in der Finanzindustrie und werden nur zum geringeren Teil nachfragewirksam.

Amerika hat einen Nachbarn auf der westlichen Seite des Pazifiks, dessen Schwierigkeiten noch um ein Vielfaches größer sind und einen Umfang annehmen, der weltweit alleinstellend ist. Nirgendwo sonst als in Japan erreichen die Staatsschulden 236 % des BIP. Und der Abstand zum Verfolger ist groß. Dieser ist nebenbei bemerkt mit einem Verschuldungsstand von 170 % – Griechenland! Japan sattelt seit dem Jahr 2000 jährlich im Durchschnitt weitere 7 % auf sein Defizit auf, seit Ausbruch der Lehman-Pleite gar 9 %. Der dafür zu betreibende Zinsaufwand ist angesichts eines Zinsniveaus von nahe Null zu vernachlässigen. Dennoch wird Japan im Gegensatz zu Griechenland, welches schon 2015 einen Primärüberschuss⁵ erzielen könnte, bis zum Ende der Schätzphase im Jahr 2017 tief defizitär bleiben. Hierin liegt eine große Gefahr für das weltweite Finanzsystem. Vielleicht patrouilliert ein "schwarzer Schwan" derzeit in westlicher Strömung im pazifischen Ozean. Japan ist zwar

nahezu ausschließlich bei inländischen Anlegern verschuldet, jedoch nur 5 % davon sind Privathaushalte. Etwa 2/3 der Staatsanleihen liegen bei Banken und Versicherungen, weitere umgerechnet 800 Mrd. € hält inzwischen die Bank of Japan⁶. Sollten die japanischen Zinsen allein um 2 %-Punkte steigen, käme das Land bereits an den Rand der Finanzierbarkeit seiner Schulden, erst recht vor dem Hintergrund seiner rapide alternden und eher Kapital verzehrenden Bevölkerung. Entsprechende Berechnungen stellen natürlich auch die Volkswirte der in Staatsanleihen investierten Banken und Versicherungen an. Und es stünde im oben genannten Fall steigender Zinsen zu befürchten, dass sie sich aufgrund des sprunghaft steigenden Zahlungsausfallrisikos vom Markt abwenden und Staatsanleihen verkaufen. Dies wiederum könnte dem Zinsgefüge erst recht einen Drall verleihen und den Effekt zu einer Spirale verstärken. Die Gefahr hat die japanische Notenbank vor Augen und tut mittlerweile alles, um die Zinsen niedrig und die Staatsfinanzierung aufrecht zu erhalten. Diese Politik wird fortgesetzt werden. Sie steht jedoch auf sandigem Fundament. Jedweder exogenen oder hausgemachten Störung steht Japan schon heute gegenüber, ohne wirklich stimulierend eingreifen zu können.

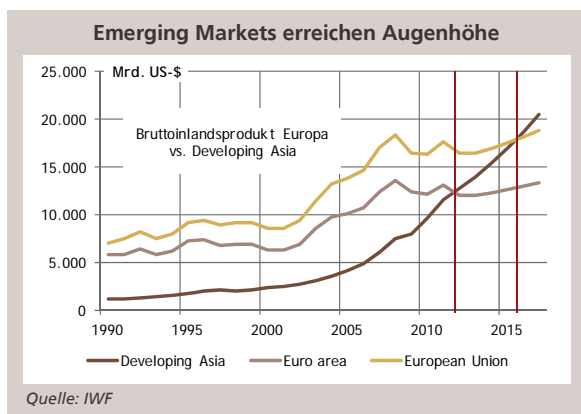
Im aktuellen Umfeld aufs äußerste angespannter öffentlicher Finanzen vieler Industrieländer und offensiv betriebener Entwertung von Geld bedarf es eines veränderten Bewusstseins, um Vermögen mit dem Ziel des Kapitalerhalts durch die unerforschten Gewässer zu führen. Risiken zu vermeiden oder auszuschließen ist kaum möglich. Sich ihrer Entstehungsherde, ihrer Wahrscheinlichkeit und im Eintreffensfall ihrer Wirkungen bewusst zu sein, wird wesentlich wichtiger. Lineare Risikobetrachtungen getreu der Regel "je höher der Ertrag, desto höher das Risiko und umgekehrt" sind aktuell nicht zielführend. Es ist auch nicht so, dass die niedrigsten Zinsen aus dem geringsten Risiko resultieren. Fatal ist dagegen, dass es lange so scheint.

⁵ Haushaltssaldo ohne Berücksichtigung von Zinszahlungen, Berechnungen des IWF

⁶ Quelle: Bank of Japan

WACHSTUMSMÄRKTE

Europa wird noch einige Zeit für seinen Anpassungsprozess benötigen. Die erforderliche Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit wird durch Rationalisierungsmaßnahmen und durch eine Verbesserung der Arbeitsproduktivität erfolgen müssen. Dies belastet zunächst potentiell den Konsum und damit die Binnenkonjunktur, wie wir von Deutschland wissen, als die Agenda 2010 umgesetzt wurde. Die Maßnahmen stärken aber den Export und damit das Wirtschaftsvolumen sowie die Beschäftigungs- und Nachfragebasis für das Inland. Die besseren Geschäftsperspektiven für am Umkehrprozess partizipierende Unternehmen werden i.d.R. bereits recht früh erkennbar; ein Grund dafür, warum Aktienmärkte eine wirtschaftliche Belebung häufig antizipieren. Parallel zur starken Performance des deutschen Aktienmarktes konnten sich auch im rezessiven Umfeld die Aktienmärkte Randeuropas seit Jahresmitte deutlich erholen. Diese Bewegung könnte in der Tat Vorbote einer wieder gesunden Wirtschaft sein. Unter der Berücksichtigung unserer Prämisse (Unumkehrbarkeit des Euro, anhaltend niedrige Zinsen) sehen wir insofern – trotz in 2013 schwacher gesamtwirtschaftlicher Daten – fortgesetzt selektiv gute Perspektiven für die Aktienmärkte, auch in Europa.



Inzwischen etablierte Wachstumsmärkte finden wir in Asien. Nach Einschätzungen der OECD wird China irgendwann um das Jahr 2020 das weltweit größte Bruttonettoprodukt erzeugen und damit die Vereinigten Staaten deutlich hinter sich lassen. Eine ähnliche Entwicklungsdynamik unterstellt die OECD für Indien; extrem leiden wird nach dieser Prognose Japan. Die Region Südostasien bildet ein homogener werdendes und zunehmend

vom bilateralen Austausch geprägtes Gebilde. Die Wachstumsgeschichte wurde schon oft erzählt, bleibt aber weiterhin gültig: Junge, wachsende Bevölkerungen erzeugen hohes Innovationspotential, niedrige Produktionskosten begünstigen die Wettbewerbsposition. Der Nachholbedarf ist groß, die Verschuldung gering. Schätzte der IWF vor einem Jahr noch, die "Developing Asia"⁷ würden irgendwann im Jahr 2013 das Wirtschaftsvolumen des Euroraums erreichen, so wurden wir tatsächlich bereits während des abgelaufenen Jahres überholt. Die Dynamik ist also ungebrochen; vermerkte Anzeichen vermeintlicher Schwäche erweisen sich regelmäßig als Konsolidierungen auf hohem Niveau. Die Voraussetzungen und Umgebungsbedingungen für eine weitere dynamische Entwicklung werden eher besser. Herausfordernd bleibt dagegen die Energie- und Rohstoffversorgung. Die Region insgesamt stellt zugleich einen exponentiell wachsenden Absatzmarkt für Güter, Dienstleistungen und Knowhow aus Europa und Nordamerika dar. Insofern ist sie gewissermaßen der Magnet, der die Industrienationen aus ihrer Misere ziehen könnte, wenn man die dank der Notenbankmaßnahmen gewonnene Zeit nun effektiv zu nutzen verstünde.

ALTERNATIVLOS: DIE AKTIE

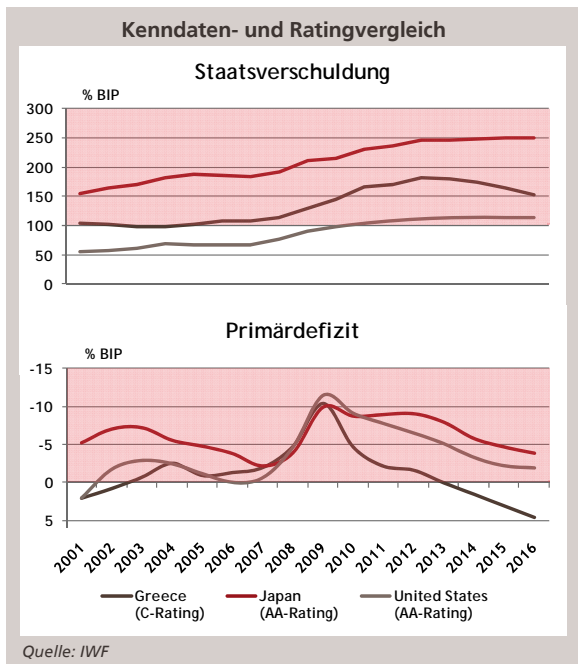
Gemäß einer aktuellen Studie des Bankenverbandes unter deutschen Privatanlegern sind Tagesgeldkonten die mit großem Abstand bevorzugte Anlageform. 72 % der Befragten legen einen Großteil ihrer Ersparnisse darin an. Aktien dagegen rangieren mit einer Zustimmung von 17 % weit abgeschlagen⁸. Selbst für langfristige Anlagen erscheinen Aktien nur für 10% der Befragten als geeignet⁹. Die meisten Befragten äußern, sie seien mit ihren Anlagen, die allein schon nach Abzug der Inflation in einem Wertverlust resultieren, zufrieden. Käufer deutscher Staatsanleihen bezahlen den Staat offenbar gern dafür, dass sie ihm Geld leihen dürfen. Diese Enteignung von Sparern zugunsten des Staatshaushalts via unter den Inflationszielen liegende Renditen nennt man "financial repression". Deren weiteren Merkmale sind eine extrem expansive Notenbankpolitik sowie (in)direkter Zwang auf die Marktteilnehmer,

⁷ Eine Definition des IWF folgende Länder umfassend: Indonesien, Thailand, Malaysia, Philippinen (Asien 4), China, Indien, Bangladesch, Kambodscha, Myanmar, Pakistan, Sri Lanka, Vietnam

⁸ Welt am Sonntag, 23.12.2012

⁹ Institut Allensbach, Handelsblatt 14. Januar 2013

Staatsanleihen zu erwerben. Dieser wird mit "Solvency II" und "Basel III" erzeugt. Die Regelwerke definieren die normativen Anforderungen, welche institutionelle Anleger an ihre Anlagen stellen müssen. Mit den kürzlichen Updates der Standards wurde die formale Attraktivität von Staatsanleihen der Niedrigzinsländer ein weiteres Mal erhöht, die der übrigen Emittenten vermindert. Eine weitere Voraussetzung für die Aufrechterhaltung des Kapitalzuflusses seitens institutioneller Anleger ist die Prämierung der zu begünstigenden Staaten mit hohen Ratings. Und hier ist tatsächlich kritisch zu hinterfragen, ob Moody's & Co. mit zweierlei Maß messen. Die dargestellte Grafik macht deutlich, dass Japan und Amerika längst vom griechischen Virus befallen sind und sich ihr chronisches Etatdefizit nur leisten (können),

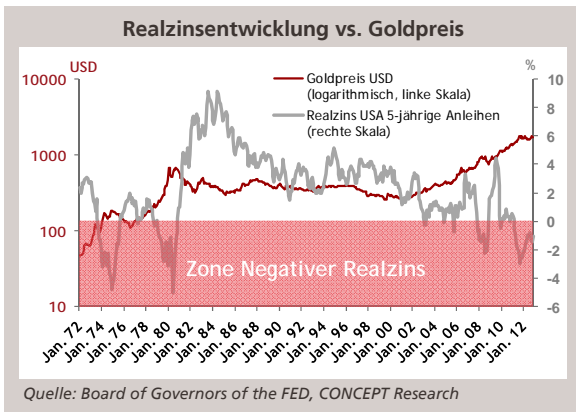


weil sie von extrem niedrigen Zinsen begünstigt sind. Gleichzeitig begründen die Daten Zweifel an der Berechtigung der Premium-Ratings für diese Fluchtburgen aufgeschreckten Globalkapitals. In jedem Fall sind sie die Grundvoraussetzung für die Aufrechterhaltung der fortgesetzten Finanzierung ausufernder Staatsdefizite und ein weiteres Kennzeichen der financial repression. Daraus folgern wir Grundannahmen, die in unsere Empfehlungen für die Anlagestrategie münden:

- (1) Das Konstrukt aus negativer Realverzinsung, regulatorischer Kontrolle und willfährigen Ratings ist für das derzeitige Weltfinanzsystem überlebensnotwendig.
- (2) Darum wird die Aufrechterhaltung der financial repression politisch "mit allen Mitteln" unterstützt werden.
- (3) Die politisch erzeugte Komplexität des Systems nimmt exponentiell zu, die fach- und sachkundig mögliche Kontrolle ihrer Wirkungen exponentiell ab.
- (4) Der überwiegende Anteil der weltweit gehandelten Staatsanleihen trägt Überraschungsrisiken in sich, die verdeckt bleiben, solange der permanente Zustrom an Geld aufrechterhalten werden kann und die folgeschwer zutage treten, wenn die Quelle versiegt.
- (5) Die Abwehrkraft des Weltfinanzsystems gegen steigende Zinsen, wahre Ratings, Vertrauensverlust, ausufernde Inflation, Währungskrisen sowie gegen exogene Schocks ist durch die hohe Verschuldung und die schon erfolgte Liquiditätsüberflutung auf eine Restgröße gesunken. Insofern bleibt die Krise virulent.

GOLD IST GELD

Die Ursachen der internationalen Finanz- und Wirtschaftskrise umgeben uns weiterhin, durchgreifende und nachhaltige Lösungen sind nicht in Sicht. Im Gegenteil schwenkt nach Amerika nun auch Japan unmissverständlich auf eine inflationäre Politik ein. Notenbanken sind über das Papiergeldsystem in der Lage, zu beliebiger Zeit in beliebiger Menge Geld aus dem Nichts zu schaffen. Das Dilemma hoher Schulden auf der einen und nicht gedeckter laufender Staatsausgaben auf der anderen Seite sorgt für exponentiell steigenden Bedarf an diesem Geld, der nach bisheriger Praxis bereitwillig von den Notenbanken gedeckt wird. In diesem Umfeld bleibt die Realverzinsung negativ und die Enteignung von Sparern aktuell. Der eingeschlagene politische Weg lässt nicht erwarten, es würde künftig mit anderen Mitteln als jenen verfahren, die auch bisher schon nicht geholfen haben. Jedoch hat die offenkundig zu Tage tretende Verschuldungskrise die Spirale beschleunigt und das Risiko eines Kollaps im Weltwährungssystem erhöht.



Gold dagegen kennt nahezu keine Inflation, es kann nicht aus dem Nichts geschaffen werden. Jährlich kommen lediglich ca. 1,5% des Bestandes neu auf den Markt. Das globale Geldsystem steht weiter im Feuer, wogegen im historischen Rückblick immer Gold eine solide Brandmauer gewesen ist. In diesem Kontext erscheint uns ein Überschreiten der bisherigen Allzeithochs in Gold und Silber derzeit wahrscheinlicher als ein Ende des bisher 12-jährigen Preisanstiegs.

EMPFEHLUNGEN

Die Ökonomen malen unterschiedlichste Bilder von der konjunkturellen Entwicklung in Europa und der Welt. Eine zutreffende Beurteilung ist darum schwer zu treffen. Wir vertrauen allerdings auf die Selbstheilungskraft der Wirtschaft sowie auf die Innovationskraft und die Kreativität der Individuen. Darüber hinaus erscheint die Beteiligung an Wirtschaftsunternehmen im historischen Vergleich derzeit nicht teuer, ermöglicht gleichwohl aber historisch hohe Renditen in Form von Dividenden. Vor diesem Hintergrund wird das Aktien innewohnende Schwankungsrisiko fair entlohnt. Aus den vorangegangenen Überlegungen ergibt sich eine regionale Priorität für Südostasien und zunehmend für Europa, eine Branchenvorliebe für Technologie und Konsum sowie eine Schwerpunktsetzung auf Edelmetalle.

Anlagerisiken erwachsen nach unserem Urteil vor allem aus dem mit negativer Verzinsung verbundenen Realwertverlust sowie aus dem Risiko erratischer Umbrüche, die sich im Weltfinanzsystem ergeben könnten. Diesen Risiken auszuweichen ist nicht möglich; wir müssen ihnen begegnen. Rationale Abwägungen

und historische Beobachtungen lassen gleichermaßen schlussfolgern, wie trügerisch die bedrucktem Papier andgedichtete Sicherheit ist und welches wirtschaftliche Risiko sich Menschen ausliefern, wenn sie sich diesem Trugschluss hingeben. Diese Erkenntnis sollte derzeit die essentielle Ausgangsüberlegung für eine bewahrende Anlagestrategie sein. Bildlich gesprochen ist die Flucht in den Hafen eben die denkbar schlechteste Strategie, sich gegen einen Tsunami zu schützen. Nur die Wellen der offenen See bewahren vor dem Untergang und machen uns allenfalls seekrank. Darum empfehlen wir, den Hafen zu verlassen, hinauszufahren, sich dem Wind zu stellen und die Schwankungen zwischen Wellenbergen und -tälern zu ertragen. Dem Bild folgend bleibt es geboten, bei nicht zweckgebundenen und längerfristigen Anlagen den Schwerpunkt auf Sachwerte wie Aktien, Immobilien und Edelmetalle zu legen. Denn die Wertaufbewahrungsfunktion von Geld ist kritischer zu hinterfragen denn je.

Matthias Steinhauer
Bielefeld, 23. Januar 2013

Rechtliche Hinweise

Diese Publikation wurde von der CONCEPT Vermögensmanagement GmbH & Co. KG (CONCEPT) erstellt. Sie dient ausschließlich der Information und darf ohne ausdrückliche Einwilligung von CONCEPT nicht nachgedruckt oder öffentlich zugänglich gemacht werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen beruhen auf Quellen, die CONCEPT für zuverlässig erachtet, jedoch keiner neutralen Kontrolle unterzogen hat. Die Informationen sind öffentlich zugänglich. CONCEPT übernimmt keine Gewähr und keine Haftung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen. Die in dieser Publikation vertretenen Meinungen stellen die Auffassung des Verfassers dar und können sich jederzeit ändern. Solche Auffassungsänderungen müssen nicht publiziert werden.

Den in dieser Publikation enthaltenen Angaben liegen historische Daten sowie die Einschätzungen künftiger Marktentwicklungen von CONCEPT zu Grunde. Diese Markteinschätzungen sind auf der Basis von Analysen gewonnen worden, die mit der gebotenen Gewissenhaftigkeit und Sorgfalt erstellt worden sind. Dennoch kann CONCEPT für ihr Eintreten keine Gewähr übernehmen. Der Wert eines darauf abstellenden Investments kann sinken oder steigen, der investierte Geldbetrag möglicherweise nicht zurück erhalten werden.

