

## Krise ade willkommen im „New Normal“



Der Gesetzgeber beliebt zu scherzen, wenn er auf dem Deckblatt eines Gesetzes das Gegenteil vom Inhalt schreibt. Ich denke in diesem Zusammenhang an das Wachstumsbeschleunigungsgesetz. Bezeichnender wäre doch wohl eher: Verschuldungsbeschleunigungsgesetz.

Wie war das noch gleich? Ausgangspunkt der aktuellen Krise ist eine geplatzte Kreditblase, welche ihren Ursprung in Amerika nahm. Um die Folgen dieses Übels zu lindern, entzündeten die führenden Wirtschaftsnationen ein kreditfinanziertes, konjunkturelles Strohfeuer. Kann man also mit noch mehr Schulden dauerhaftes Wachstum erzwingen? Wohl kaum – sonst hätte die aktuelle Krise ja gar nie stattfinden dürfen. Fakt ist jedoch: die Regierungen haben weltweit rund 5.000 Milliarden = 5 Billionen USD (Quelle: Treasury Focus Bremer LB 08.12.2009) neue Schulden zur Konjunkturstützung aufgenommen, um damit die Bereinigung der im Kreditboom entstandenen Ungleichgewichte (nochmals) ein wenig in die Zukunft zu verschieben.

### **Warum ein Staatsbankrott nicht in Sicht ist!**

Die Verschuldung der USA und vieler europäischer Staaten wie auch Deutschland erreichte 2009 neue historische Dimensionen. Wussten Sie was Frau Merkel im Januar 2009 sagte: „*Es gibt das Gerücht, dass Staaten nicht pleitegehen können... dieses Gerücht stimmt nicht.*“ Was für eine Erkenntnis. Aber interessant ist es, dies von der Bundeskanzlerin zu hören. Müssen wir nun mittelfristig mit Staatsbankrotten rechnen? Im Falle von Griechenland ist dies nicht ausgeschlossen. Dies bereitet uns jedoch auch keine wirklichen Sorgen. Griechenland trägt gerade einmal 3 % zum BIP der Eurozone bei. Es verfügt somit quasi über die wirtschaftliche Kraft des Freistaats Bayern. Die Existenz der Gemeinschaftswährung Euro in Frage zu stellen erscheint deshalb lächerlich. Dieses Thema kommt Europa sogar entgegen. Ein schwächerer Euro ist für exportorientierte Länder wie Deutschland sogar vorteilhaft.

Entscheidend zur Vermeidung eines Bankrotts ist die Fähigkeit, die Zinslast dauerhaft tragen zu können. Ein Blick auf die Entwicklung in den USA zeigt, dass die Zinslast der dortigen öffentlichen Hand seit Mitte der neunziger Jahre weitgehend konstant ist (etwa 400 Mrd. US-Dollar jährlich / siehe Chart Nr. 1).

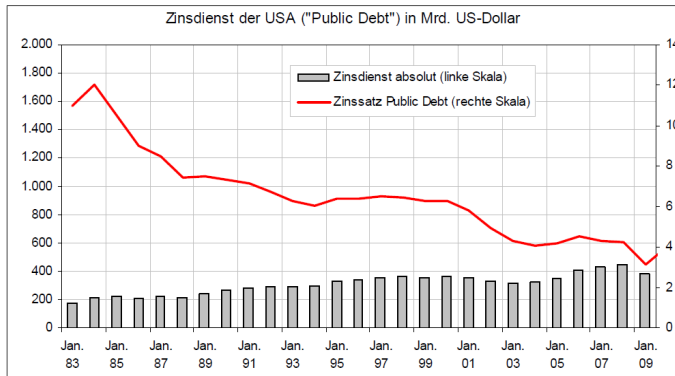


Chart 1

Warum ist das so? Betrag der Zinssatz für die „Public Debt“ Anfang der 80er Jahre etwa 12 Prozent, rutschte er im Verlaufe der vergangenen 30 Jahre auf aktuell drei Prozent ab (siehe rote Linie / Chart links).

Setzt man den absoluten Zinsdienst der USA ins Verhältnis zum US-BIP, so erhält man eine deutlich positive Entwicklung. Mussten im Jahr 1983 noch 5 Prozent des BIP für den Zinsdienst aufgebracht werden, so waren es im Jahr 2009 „nur“ noch 2,68 Prozent (Chart Nr. 2).

**Aus diesen Blickwinkeln betrachtet, erscheint die Gefahr des Staatsbankrotts in USA (und auch Deutschland) nicht gegeben.** Zumindest was die aktuelle Situation betrifft. Ein starker Zinsanstieg verändert die Situation jedoch enorm und steuert die Staaten mehr und mehr in die finanzielle Sackgasse. Die zunehmende Verschuldung vieler Industriestaaten lässt daher eine nachhaltige Zinserhöhung praktisch nicht mehr zu.

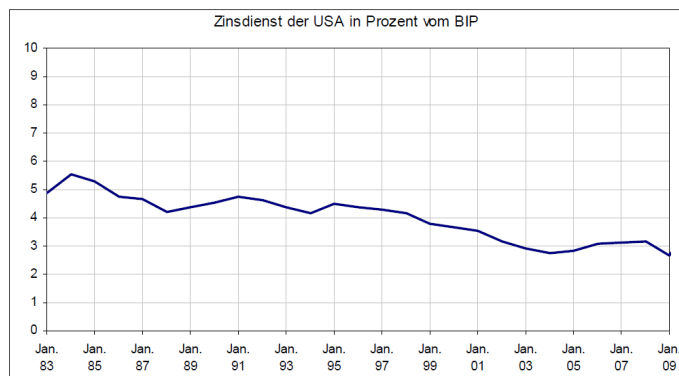
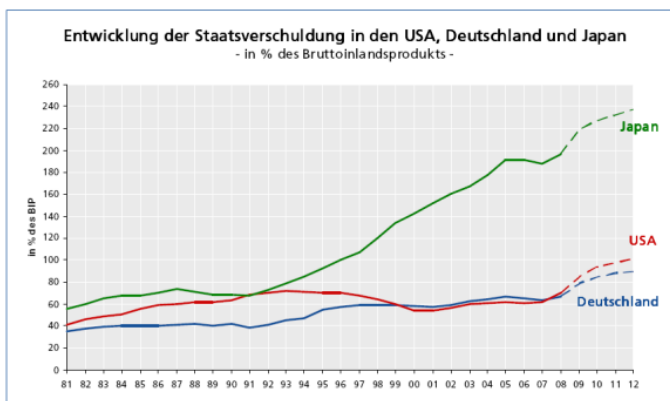


Chart 2



(Quelle: IWF, ab 2009 IWF-Schätzungen)

Chart 3

Konjunkturzyklischen Gründe könnten jedoch mittelfristig eine Zinserhöhung auslösen. Diese Situation beschreibt die Entscheidungs-Zwickmühle, in die wahrscheinlich einige Zentralbanken in absehbare Zeit geraten dürften. Die Entwicklung der Zinsen und damit der Anleihen/Obligationen dürfte deshalb in 2010 im Fokus der Aufmerksamkeit stehen. Sie sind der Markt bestimmende Faktor, der auch andere Finanzmärkte massiv beeinflussen dürfte. Es besteht

die Gefahr, dass der seit Jahrzehnten gültige Abwärtstrend der Zinsen gebrochen werden wird, da in Folge des weiterhin enorm hohen Kapitalbedarfs der Staaten und Unternehmen der

Preis/Zins im Jahresverlauf tendenziell ansteigen dürfte. Die zunehmende Unsicherheit muss den vermeintlichen Anlegern mit höheren Zinsen bezahlt werden.

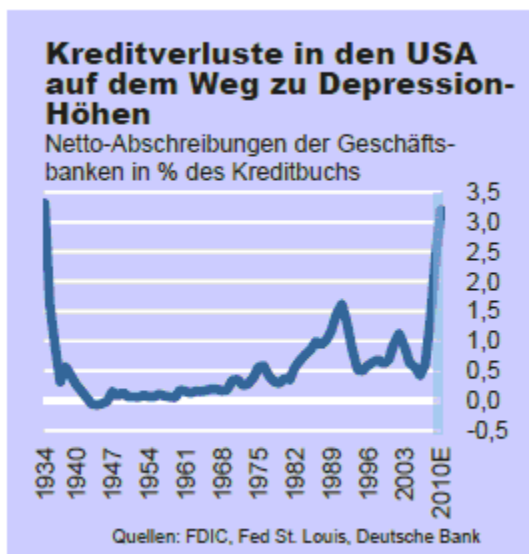


Chart 4

Auch vor dem Hintergrund der sich sehr rhythmisch bewegenden Zinswellen, erscheint das Szenario tendenziell ansteigender Zinsen realistisch, wie Sie im Chart Nr. 4 deutlich erkennen können.

### Ist die Bankenkrise ausgestanden?

Ausgangspunkt des seit 1990 andauernden Siechtums der japanischen Wirtschaft ist das Platzen der dortigen Immobilienblase. In Japan waren die Immobilienpreise, gemessen am Urban Land Price Index, von 1987 bis 1990 um über 120 % gestiegen. Die Kreditexpansion der Banken betrug im gleichen Zeitraum 52 %. Laut diversen Marktbeobachtern war nach dem Platzen der japanischen Immobilienpreisblase die Mehrheit der ausstehenden Kredite wertberichtigungspflichtig.



In den USA hingegen sind die Immobilienpreise, gemessen am Case & Shiller Index, von Anfang 2000 bis zum Hoch im Juli 2006 um 107 % gestiegen.

Die Hypotheken sind in diesem Zeitraum um 102 % geklettert. Seit diesem Hochpunkt der Immobilienpreise fiel der Case & Shiller Index um etwa 29 %. Der weltweite Abschreibungsbedarf, der sich aus den geplatzten Immobilienpreisblasen in den USA und Europa ergibt, wurde vom Internationalen Währungsfonds zuletzt mit 2,8 Billionen USD angegeben, wovon bis Oktober 2009 bisher lediglich 1,5 Billionen abgeschrieben wurden. Der Bereinigungsprozess der Bankbilanzen ist also bei weitem noch nicht abgeschlossen.

In den USA ist inzwischen jedermann überzeugt, dass das Zulassen des Lehman-Zusammenbruchs mit der größte Fehler der Finanzkrise war. Dies lässt die sogenannten System-relevanten Banken hinsichtlich ihrer zukünftigen Risikobereitschaft noch aggressiver vorgehen. Da sich kein Notenbanker oder Politiker den Kollaps des Finanzsystems zuschreiben lassen möchte, bewegen sich die Banken quasi mit einem Freibrief. Im Fall der Fälle können Sie davon ausgehen, dass sie mit Unmengen vom Staat gedruckten Geldes gestützt würden. Kritisch stimmt uns in diesem Zusammenhang auch, dass die verbliebenen Banken nach der

Fusionswelle im Rahmen der Krise noch größer und komplexer wurden. Die zehn größten Geldhäuser halten nach Zahlen der BIZ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 70 % aller Bankanlagen der Welt – gegenüber 59 % vor drei Jahren.

Der Geschäftsbankensektor in den USA und Europa kann die im Rahmen der Finanzkrise aufgetretenen Verluste und den daraus resultierenden Abschreibungsbedarf in den nächsten Jahren aber kaum mit Erträgen aus dem klassischen Kreditgeschäft und dem Investmentbanking decken. Wir gehen davon aus, dass für diesen Prozess, wie in Japan in den 90er-Jahren, mehrere Jahre benötigt werden. Eine Neuauflage der Bankenkrise ist möglich, wenn es zu einem allgemeinen Anstieg der Risikoaversion an den Finanzmärkten oder zu einem schnellen Entzug staatlicher Hilfen kommt. Entscheidend für die Ertragslage der Banken wird aus unserer Sicht sein, ob die attraktive Zinsstrukturkurve, wie aktuell in den USA und Europa, weiter Bestand haben wird. Dies wird u. a. von der Leitzinspolitik der Notenbanken abhängen. Es ist davon auszugehen, dass die expansive US-Geldpolitik vorerst beibehalten wird. Denn in der Vergangenheit war es üblich, dass zunächst die Arbeitslosenquote einen Hochpunkt ausbilden musste, bevor eine erste Leitzins-satzerhöhung folgte. Die Zeit nach dem Fallenlassen von Lehman Brothers hat bei den Notenbankern ihre Wirkung ebenfalls nicht verfehlt. Keiner von ihnen möchte als derjenige in die Analen eingehen, der die wirtschaftliche Erholung abgewürgt hat. Neue Stellen werden in den USA praktisch noch nicht geschaffen (Chart Nr. 5). Daher sind sehr aggressive Zins-erhöhungs-Schritte der Zentral-banken für das Jahr 2010 nicht zu erwarten.

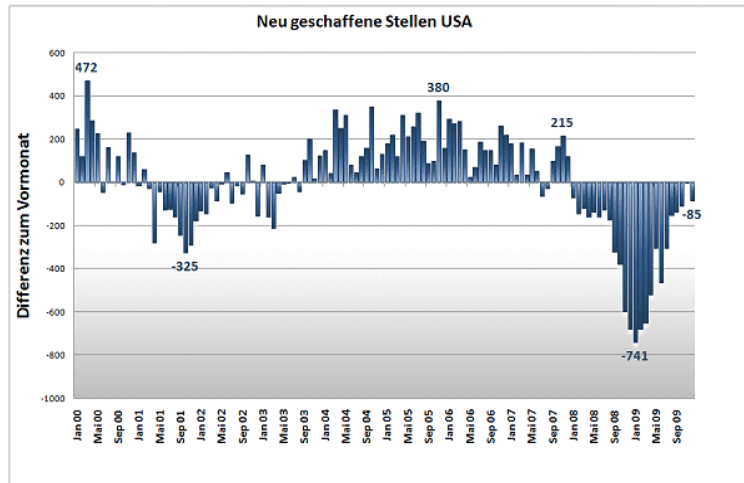


Chart 5

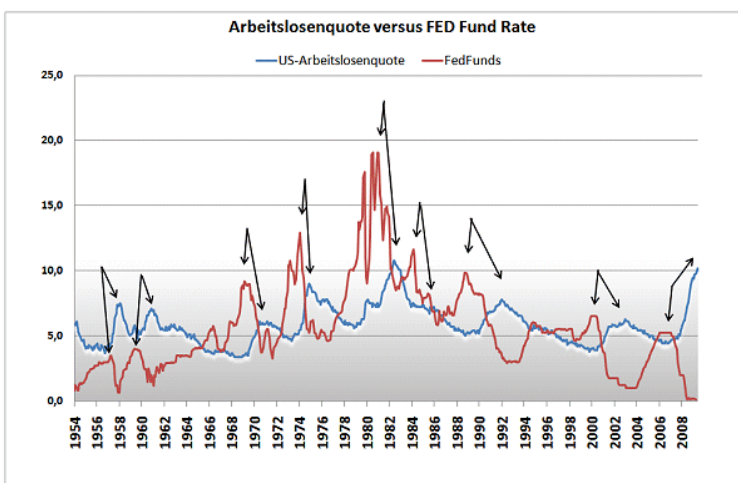
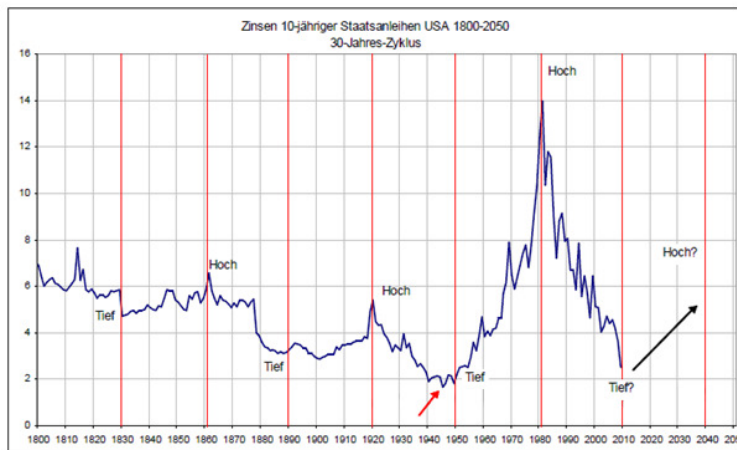
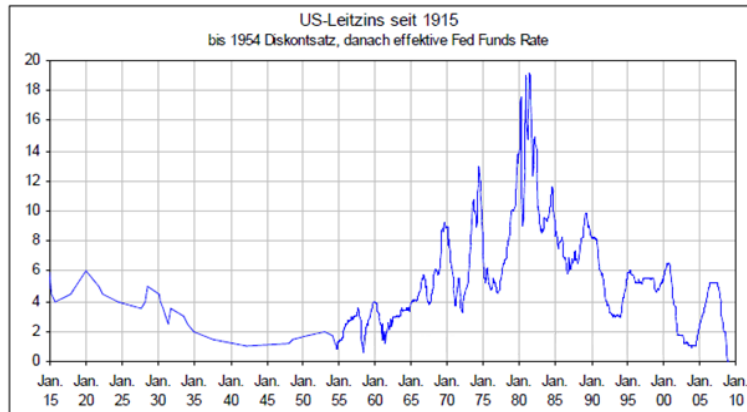


Chart 6

Politiker, aber auch Zentralbank-präsidenten, erwiesen sich in der Vergangenheit häufig nicht als Subjekte, sondern Objekte des Handelns. Die Zentralbanken der Welt haben im Sommer 2007, als sich die Finanzkrise immer deutlicher anbahnte, nicht agiert, sondern reagiert. Der Markt erzwang Leitzinssenkungen und Interventionen. Dieses verzögerte Handeln ist im Chart Nr. 6 deutlich erkennbar.

Dieses Handlungs-Muster des Reagierens wird sich sehr wahrscheinlich nicht verändern. Warum auch?

Hinsichtlich Zinserhöhungen sind der EZB in diesem Zusammenhang die Hände weitgehend gebunden. Sie wird keine Alleingänge wagen. Sollte sie vor der Fed einen restriktiven geldpolitischen Kurs einschlagen, riskiert sie eine scharfe Aufwertung des Euro und mit zeitlichem Abstand eine Neuauflage der Bankenkrise. Wir sehen diese Variante für 2010 als unwahrscheinlich an und rechnen deshalb auch in Europa mit sehr niedrigen Leitzinsen. Historisch betrachtet muss jedoch damit gerechnet werden, dass die Zinsen auf mittlere Sicht wieder ansteigen werden.



Auffällig ist in diesem Zusammenhang auch, dass sich die Langfristzinsen seit rund 200 Jahren in 30jährigen Auf- und Abwärtsbewegungen entwickelten. Das aktuelle Zinsumfeld könnte somit zur Festschreibung von langfristigen Finanzierungen interessant sein.

Wussten Sie, dass die Deutsche Bank, sowie auch Goldman Sachs und Morgan Stanley ins Visier der US-amerikanischen Aufsichtsbehörde SEC und Finra geraten sind? Laut einem Bericht der „New York Times“ haben diese Geldinstitute ihren Kunden im großen Stil riskante Hypothekensanleihen verkauft und gleichzeitig auf deren Wertverfall gewettet! Die Deutsche Bank wollte sich laut Nachrichtenagentur Reuters nicht zu den Vorwürfen äußern. Warum auch: Herr Ackermann verkündete doch bereits sein Eigenkapitalrendite-Ziel von 25 % in 2011.

### **China als die Weltkonjunkturlokomotive?**

Um den ökonomischen Motor trotz der eingebrochenen Exportwirtschaft weiterhin am Laufen zu halten und möglichen innenpolitischen Spannungen durch eine steigende Arbeitslosigkeit vorzubeugen, verabschiedete die Regierung in Peking im März 2009 ein Konjunkturprogramm im Gesamtumfang von 4.000 Milliarden RMB (circa 571 Mrd. USD).

Damit konnte die Wirtschaftsleistung im Wachstumsbereich gehalten werden, selbst zu einer Zeit, als der Rest der Welt einen massiven Konjunkturereinbruch erlebte. Bereits vor dem aktuellen Fiskalprogramm leisteten die Staatsausgaben einen relativ hohen Beitrag zum BIP. So erhöhte sich ihr Anteil an der volkswirtschaftlichen Leistung in den Jahren 2005 bis 2008 von knapp 20 % auf über 25 %.

Der gegenwärtige Investitionsboom in China hat damit eine größere Dimension erreicht als jene in Japan Ende der 80er-Jahre beziehungsweise in Südkorea Mitte der 90er-Jahre. Der Konjunkturaufschwung in China in diesem Jahr, der wiederum beim Rest der Welt Anlass zu großen Hoffnungen auf eine Konjunkturwende gegeben hat, ist also durch nichts anderes als durch erhöhte Staatsausgaben und einen geldpolitisch begünstigten Kreditboom im Baugewerbe getragen. Beide Entwicklungen stützen die Märkte übergangsweise – ihre Nachhaltigkeit muss jedoch kritisch hinterfragt werden.

Der Anstieg der Wohn- und Büroflächen wird langfristig nicht durch die demografische Entwicklung gedeckt. Im Jahre 1990 betrug das jährliche Bevölkerungswachstum 1,4 %, 1995 waren es 1,1 % und per Ende 2008 betrug es nur noch 0,5 %. Pro Kopf müssten sich die Einwohner eine deutlich steigende Wohnraumfläche leisten können, um das Tempo des gegenwärtigen Baubooms sinnvoll aufrechterhalten zu können. Die Büroimmobilien können wiederum nur dann optimal ausgelastet werden, wenn sich die globale Konjunktur und die eigene Exportwirtschaft wieder auf dem Vorkrisenniveau stabilisieren. Sollte dies jedoch nicht eintreten, würde die durch den Investitionsboom geschaffene Infrastruktur im Immobilienbereich Überkapazitäten mit gefährlichen deflationären Kräften darstellen. Die Gefahr, dass China in den nächsten Jahren, ähnlich wie damals Japan und Südkorea, eine tiefgreifende Immobilien- und Bankenkrise durchleben wird, ist erheblich.

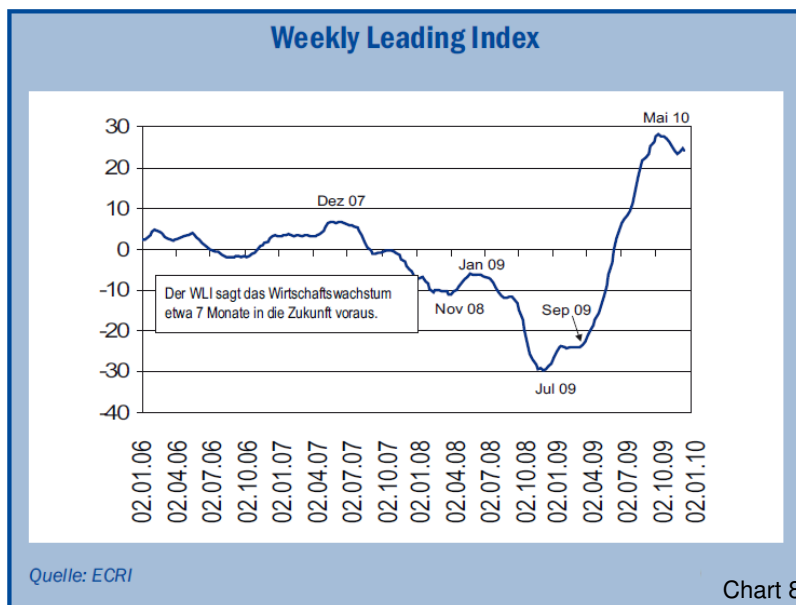
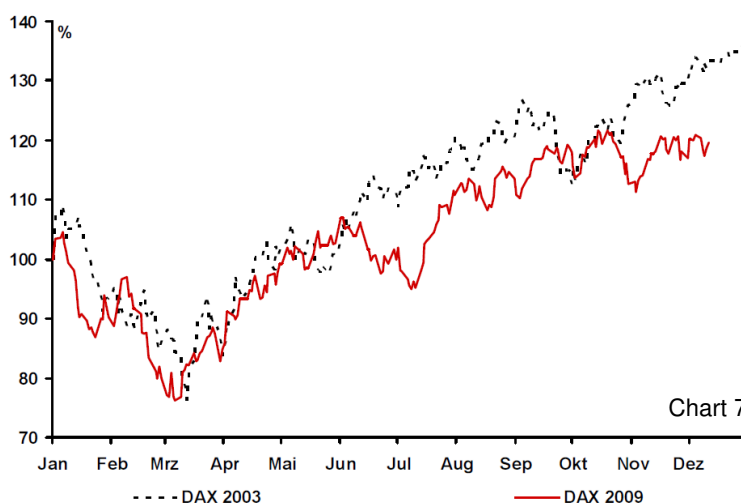
China hat seine Konjunktur im Jahr 2009 mit einem simplen Mix aus staatsfinanziertem Konsum und einem geldpolitisch begünstigten Kreditboom, der schon erste Überhitzungszeichen zeigt, vorläufig gerettet. Ein selbsttragender Konjunkturaufschwung und ein für die Zukunft ausgerichtetes Geschäftsmodell Chinas sind aber nicht zu erkennen. Der Zusammenbruch des chinesischen Investitionsbooms ist aus unserer Sicht nur eine Frage der Zeit. Eine restriktive Geldpolitik und eine Eintrübung der Konjunktur in den westlichen Industriestaaten, könnten der Auslöser für eine derartige Entwicklung sein. China als dauerhaften Rettungsanker der Weltwirtschaft zu betrachten, halten wir vor den geschilderten Hintergründen als gefährlich.

### **Rein oder raus – wie geht's weiter an den Aktienbörsen?**

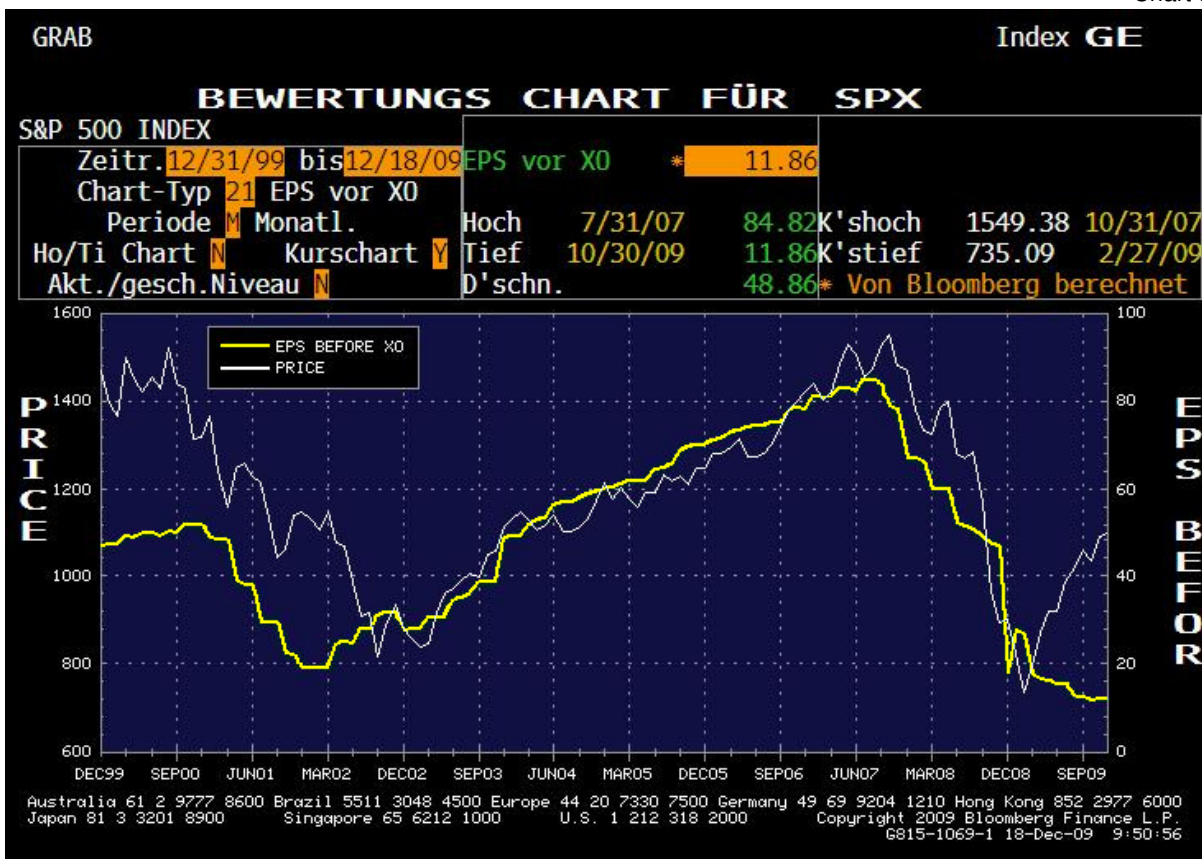
Nach dem der weltweite Kollaps der Finanzmärkte verhindert wurde, boomen die Börsen seit fast einem Jahr. Der DAX stieg im vergangenen Jahr 2009 um 23,8 % an. Nachdem der DAX von in der Spitze bei 8105 (16.07.2007) auf 3666 (06.03.2009) fiel, ist die Entwicklung in den vergangenen Monaten als durchaus normal zu betrachten. Nun stehen wir aktuell bei rund 5700 Punkten. Der absolute Punktestand (die Zahl) 5700 ist jedoch zur Bewertung des Marktes nur sehr eingeschränkt dienlich. Entscheidend ist, welche Gewinne erwirtschaften die im

DAX enthaltenen Unternehmen tatsächlich? Um es vorweg zu nehmen. Die Erwartungshaltung der Marktteilnehmer ist enorm hoch. Aktuell liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis KGV des Deutschen Aktienindex DAX (Basis = tatsächlich erwirtschaftete Gewinne) bei etwa 60. Die Gewinne der Unternehmen müssten somit im Schnitt rund 50 % ansteigen, damit der Bewertungsfaktor wieder in etwa auf das Niveau des langjährigen Durchschnitts von 15 fällt (Quelle: FAZ 09.01.2010 „Vorschussjubiläum für 2010“). Ob dies realistisch erscheint oder nicht, möchten wir gar nicht beurteilen. Kritisch stimmt uns, dass den Marktteilnehmern suggeriert wird, die bisherige positive Entwicklung könne einfach in die Zukunft fortgeschrieben werden. Man glaubt hier Parallelen zur Entwicklung des Jahres 2003 zu erkennen (Zeit nach dem Platzen der Technologie-Blase).

Blickt man auf den nebenstehenden Chart Nr. 7, erkennt man unweigerlich Ähnlichkeiten. Wie Sie wissen, spiegelt die Börse die Realitäten mal besser, mal weniger gut dar. Wie sieht es also mit der tatsächlichen Gewinnsituation der Aktien aus? Der weltweit wichtigste Börsenindikator ist der S&P 500. Er spiegelt die Entwicklung der 500 größten amerikanischen Firmen wieder. Vor diesem Hintergrund gilt er als richtungsweisender Leitindex für die Weltbörsen und soll uns deshalb auch als Grundlage dienen.



Aufgrund des stark angestiegenen WLI – Frühindikators (Chart Nr. 8), hat sich der Welt-Leitindex S&P500 seit März 2009 um **62** Prozent erholt. Sie erkennen diese Erholung im nächsten Chart Nr. 9 im Anstieg der weißen Linie.



Die gelbe Linie stellt die Gewinn-Entwicklung dieser 500 größten US-amerikanischen Unternehmen dar. Wie man im obigen Chart Nr. 9 deutlich erkennt, zogen die Gewinne (EPS = Earnings per Share / Gewinn je Aktie = gelbe Linie) im Jahr 2002 (nach Platzen der Dot.Com-Blase) zeitverzögert die Aktienkurse (weiße Linie) nach oben. Auch den Rückgang der Gewinne im Jahr 2007 wurde vom obigen Chart frühzeitig angezeigt.

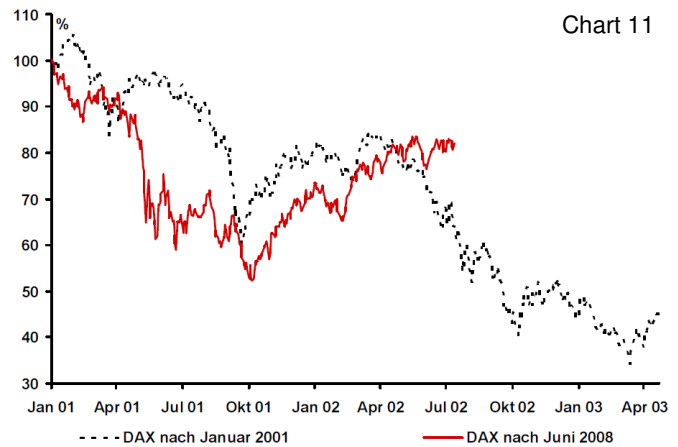
Erschreckend ist jedoch, dass die aktuelle Erholung der Börsen (weiße Linie) nur eingeschränkt durch steigende Gewinne (gelbe Linie) der Unternehmen untermauert ist. Zwar sind



auch die Gewinne der Unternehmen gestiegen – zum Großteil jedoch beruhend auf Sonderereignissen, oftmals Einmaleffekten (Entlassungen, Heben stiller Reserven, etc.). Die gelbe Linie zeigt die Entwicklung der Gewinne ohne Berücksichtigung von außergewöhnlichen Einnahme-Erlösen / Ausgabe-Belastungen (**EPS before extraordinary**). Während sich das bereits angeführte Kurs-Gewinn-Verhältnis des Weltleitindex S&P500 im Normalfall bei etwa 17 bis 18 bewegt, befindet es sich auf Grundlage der tatsächlich realisierten Gewinne (Q3-08 bis Q3-09) aktuell bei über 140 (Chart Nr. 10 / Quelle: FAZ am Sonntag 15.11.2009 „die unheilvolle Geldschwemme“)! Damit wird auch die Überbewertung aus Zeiten der Technologie-Blase im Jahr 2000 weit übertroffen.

Chart 10

Der eingangs erwähnte Vergleich des Jahres 2003 mit 2009 erscheint daher eher als Wunschdenken auf weiter steigende Kurse. Die oben aufgeführte Chartentwicklung (Chart Nr. 7) könnte suggerieren, dass es u. U. so weiter geht – genauso findet man jedoch auch das Gegenteil (Chart Nr. 11).



Um es nochmals zu verdeutlichen: in den aktuellen Börsenkursen steckt bereits eine hohe Erwartungshaltung. Zwar wird in den Medien bald täglich gejubelt: „Hurra, es geht aufwärts!“. Die Auftragseingänge für langlebige Wirtschaftsgüter (Chart Nr. 12) sind in den USA im November um 0,2% gegenüber dem Vormonat gestiegen. Im September sogar um 2,2 %! Wenn Sie die Auftragseingänge jedoch - nicht in der prozentualen Veränderung gegenüber Vormonat, sondern - in absoluten Zahlen betrachten – oder beispielsweise die Bau-

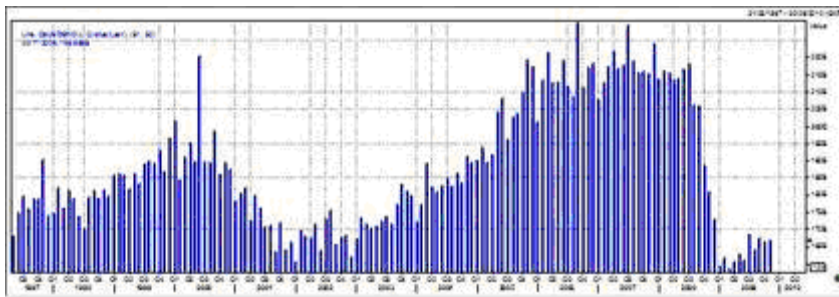


Chart 12

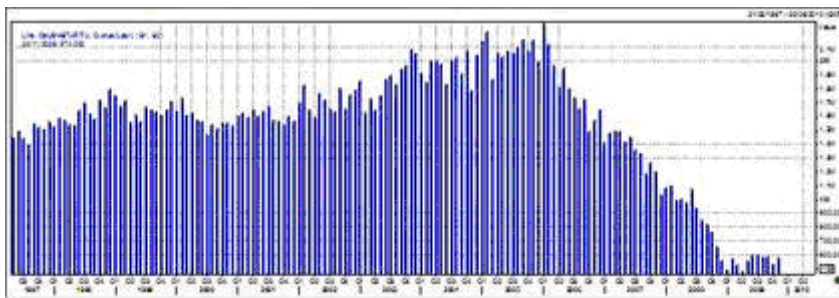
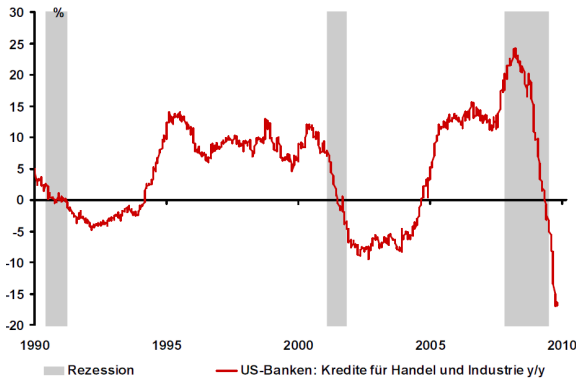


Chart 13

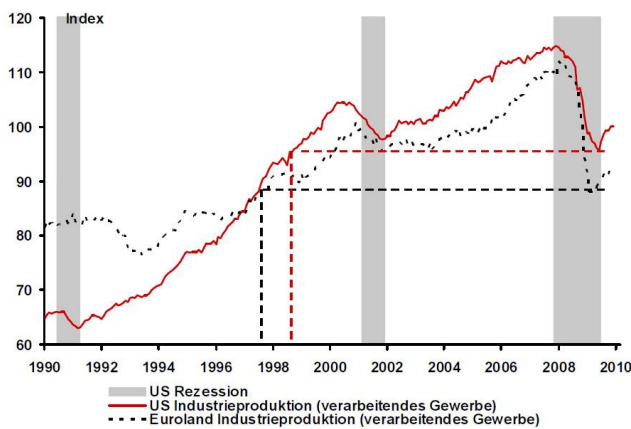
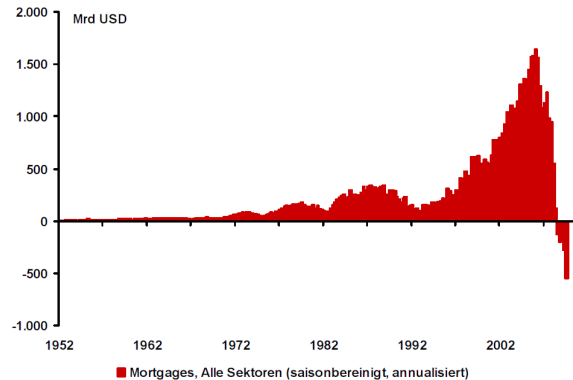
beginne von Wohnhäusern (Chart Nr. 13) in Amerika – verblasst die Jubelstimmung rasch. Diese Zahlen bewegen sich weiterhin auf Krisenniveau. Die Belebung des US-Immobilienmarktes wird sogar als wichtiger Schlüssel für ein Ende der Krise angesehen. Während die Börsenkurse den konjunkturellen Aufschwung bereits vorweggenommen haben, befindet sich die Real-Wirtschaft also immer noch in einem schwierigen

Umfeld. Blubbert womöglich schon wieder die nächste Blase? Eine „Echo-Blase“, welche durch Spekulanten verursacht wurde? Laut Nachrichtendienst Bloomberg rechnen die Analysten bereits wieder mit künftigen Wachstumsraten in Höhe von mindestens 3 %, obwohl beispielsweise die Kreditgewährung an Industrie und Handel, aber auch für Immobilienkäufe historisch eingebrochen ist.

Kredite für Industrie und Handel (Chart 14)



Kredite für Immobilienerwerb (Chart 15)



Wieso auch sollte der Amerikanische Unternehmer investieren? Die Kapazitätsauslastung der Industrie befindet sich aktuell immer noch auf historisch niedrigem Niveau (rund 70 %).

Der Konsum ist aufgrund der hohen Arbeitslosigkeit (rund 10 %) deutlich zurückgekommen. Die Amerikaner haben Angst und geben weniger Geld aus. Im Gegenteil, sie bilden Reserven und beginnen massiv ihre

Schulden zurückzuführen. Zum Hochpunkt des Konsums im Jahr 2007 war die amerikanische Sparrate sogar negativ! Nun zieht sie deutlich an und liegt wieder im Bereich von rund 5 – 6 % (Chart 17).

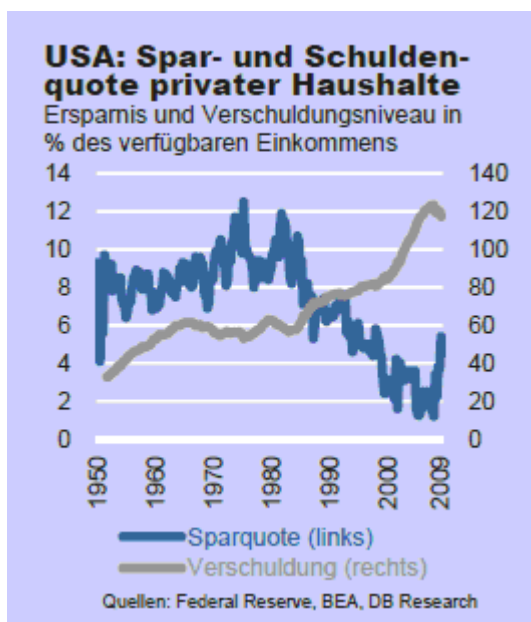
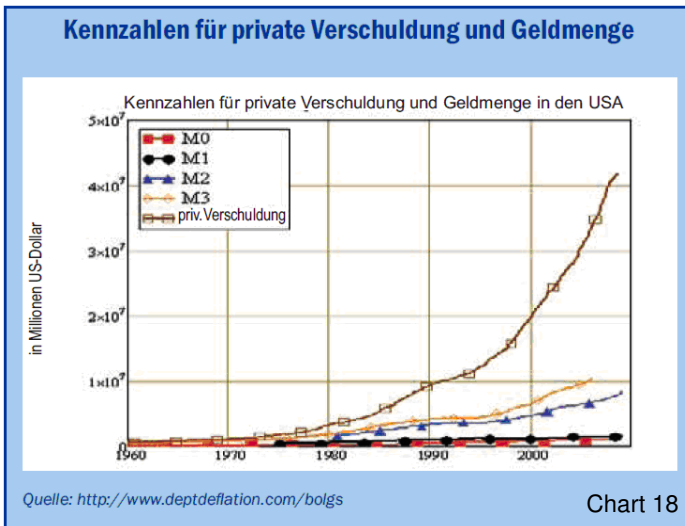


Chart 17

Die aktuelle Entwicklung in den USA zeigt, dass der Privatsektor in die Phase des Deleveraging, = der Entschuldung eingetreten ist. Dies stellt unseres Erachtens eine Zäsur dar und ist von entscheidender Bedeutung. Die private Verschuldung übersteigt die öffentliche Verschuldung bei Weitem (Verhältnis etwa 3:1). Von den 42 Billionen !!! Dollar Privatkredit wird in den nächsten Jahren durch Rückzahlung / Tilgung, durch Restrukturierungen und durch Bankrotte ein Großteil verschwinden. Der Staat versucht zwar, den dadurch eintretenden Nachfrageausfall durch den Anstieg der öffentlichen Investitionen sowie durch Entlastungen des Privatsektors zu kompensieren und ein Versiegen des Kreditflusses zu verhindern, aber letztlich dürfte dieser langatmige Trend zur allmählichen Entschuldung im

Privatsektor unumkehrbar und nachhaltig sein. Aufgrund des engen Zusammenhangs zwischen dem privatwirtschaftlichen Kredit- und des BIP-Wachstum, ist in den kommenden Jahren in den USA nur mit im Vergleich zu vorangegangenen Aufschwüngen unterdurchschnittlichem Wirtschaftswachstum zu rechnen. Der Staat kann die Effekte der privaten Entschuldung durch kreditfinanzierten Staatskonsum lediglich abmildern, jedoch nicht auf Dauer ausgleichen. Auch ein massives Gelddrucken nützt nicht wirklich. Wie man im Chart Nr. 18 erkennt, ist die private Verschuldung etwa 4fach größer als die (erweiterte) Geldmenge M3. Die Bemühungen des Staates um eine Re-Inflationierung wirken wie der Kampf gegen Windmühlen.

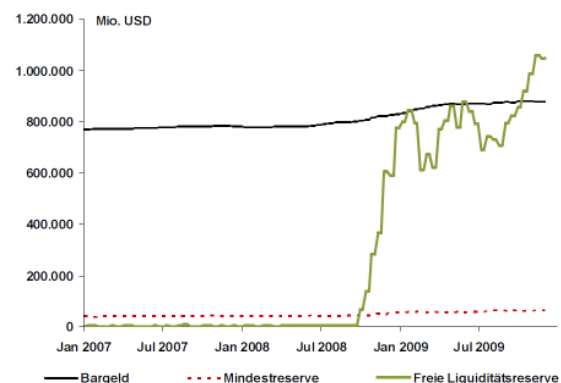


Aus heutiger Sicht besteht die Gefahr, dass die amerikanische Volkswirtschaft auf japanische Verhältnisse zusteuert. In Japan wurde die staatliche Verschuldung bei einer Nullzinspolitik massiv ausgeweitet und trotzdem bleibt die Volkswirtschaft seit rund 2 Jahrzehnten in einem moderat deflationären Umfeld gefangen.

Der an sich gesunde Prozess der Entschuldung und auch die private Vorsorge, ist in Amerika jedoch mehr denn je notwendig. Diesbezüglich sei er-

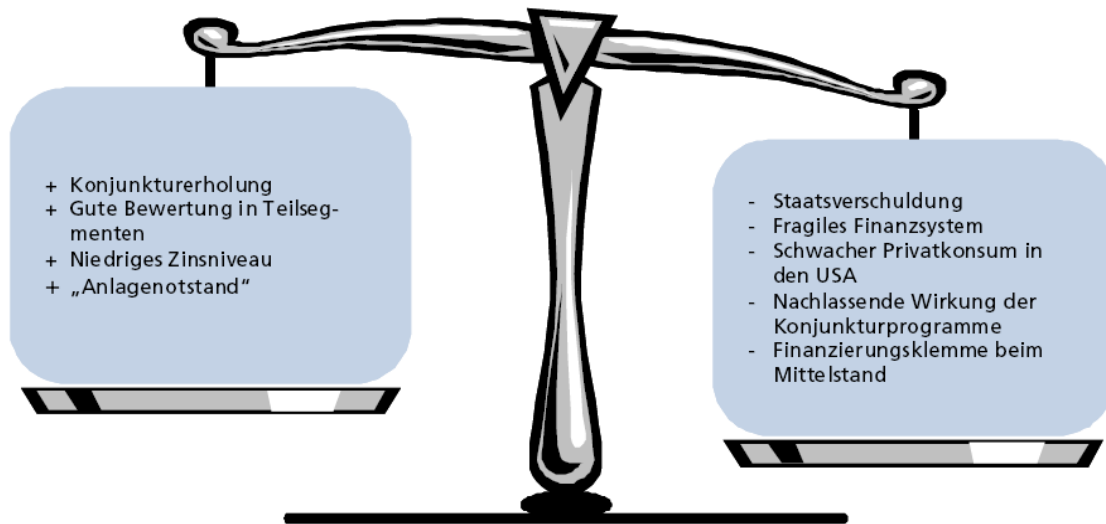
wähnt, dass in den staatlichen Pensionskassen riesige Finanzlöcher klaffen. Bisher ging man von etwa 500 MRD aus, während Orin Kramer (VR-Vorsitzender PenF New Jersey) das Defizit der 25 größten US-Pensionsfonds nun auf 2.000 MRD = 2 Billionen USD gegenüber der Financial Times veranschlagte (FAZ 06.01.2010 „Amerikas Pensionskassen droht gigantisches Defizit“).

Ergänzend zur eingebrochenen Kreditvergabe sei erwähnt, dass Banken aktuell kein Interesse haben, Risiken durch Kreditvergabe einzugehen. Obwohl sie auf riesigen Liquiditätsbergen sitzen, wie Sie im Chart rechts deutlich sehen können:



In diesem Zusammenhang rechnet man, dass 80 Prozent der staatlichen TARP-Hilfsgelder, die die US-Wirtschaft hätten beleben sollen, von den Banken direkt in Börsenspekulationen geflossen sind. Jede Menge Treibstoff für die Börse (FAZ 08.01.2010 Prof. Steve Keen „In der größten Finanzblase aller Zeiten“). Aktuell werden in den USA annähernd 100 % der Kredite

zur Finanzierung des Wohnungsbaus von Staatsinstituten geleistet. Nur so kann man den Hypothekenzins künstlich niedrig halten und Hauskäufern, die von nichtstaatlichen Banken mangels Bonität keinen Kredit erhalten würden, weiterhin mit Liquidität versorgen. Sozialistische Volksrepublik Amerika? Inzwischen steht rund ein Viertel der US-Hypothekenschuldner vor dem Problem, dass das „eigene“ Haus weniger wert ist als die darauf lastende Hypothek. In einer Studie der Deutschen Bank „Drowning in Debt – A Look at Underwater Homeowners“ (08-2009) sagt sie für das Q1-2011 voraus, dass bis dahin vermutlich 48 % aller Hypotheken ein negatives Kapital ausweisen werden.



(Quelle für obige Darstellung: FvS Research)

Fazit: Der Börsenanstieg 2009 lief bisher weitgehend unabhängig zur realen Situation der Volkswirtschaft. Die Weltwirtschaft ist durch staatliche initiierte Konjunkturprogramme auf dem Weg der Besserung. Sie wird aber aufgrund der Fragilität des Finanzsystems und der explodierenden Staatsverschuldung kaum einen ähnlich starken Expansionspfad beschreiten können, wie in den Jahren 2003 bis 2007 nach der bereinigten „Technologie-Blase“. Die Probleme des Finanzsektors sind noch nicht annähernd gelöst. Der Konsum in den westlichen Industrieländern bleibt schwach. Die Entschuldung in Amerika sehen wir als einen langfristigen Prozess, welcher sich erst in der Anfangsphase befindet.

Die hohe Staatsverschuldung führt mittelfristig im besten Fall zu einer starken Drosselung der Staatsausgaben; sicherlich aber zu höheren Abgaben/Steuern, die wiederum die Konsum- und Investitionsfähigkeit von Privathaushalten und Unternehmen begrenzen.

Die Rettungsmaßnahmen der Regierungen und Notenbanken haben das Finanzsystem vordergründig stabilisiert und den Zins für risikofreie Anlagen (Festgeld / Geldmarkt) auf ein unattraktives Niveau geführt. Sie haben aber auch die Staatsverschuldung auf ein nie gekanntes Ausmaß getrieben. Die Staaten brauchen dauerhaft niedrige Zinsen, um ihre Schulden finanzieren zu können. Die Notenbanken halten das Zinsniveau tief, solange es die Inflation/Preisentwicklung erlaubt. Um ihre Glaubwürdigkeit nicht völlig zu verlieren, müssen sie spätestens dann die Zinsen wieder anheben, wenn die Inflation nicht mehr nur die Preise von Vermögensanlagen steigen lässt, sondern auch die Güterpreise. Die Fragilität des Finanzsys-

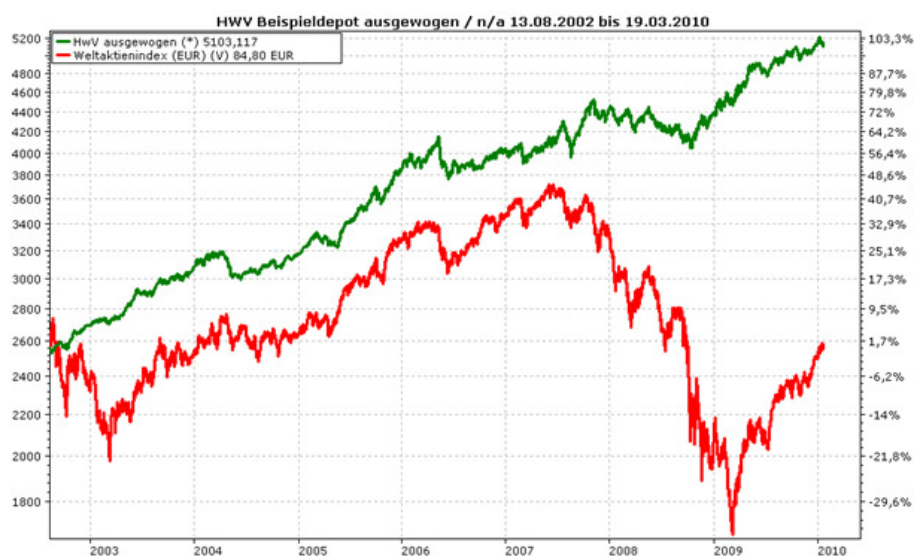
tems und die hohen Staatsschulden könnten sich dann als eine kaum noch zu beherrschende Kombination zweier Übel erweisen, die Zweifel an der ultimativen Sicherheit von Staatsanleihen und Bankeinlagen rechtfertigen. Anleger großer Vermögen stehen dann vor einer bis dato unbekanntem Herausforderung und dem Risiko, die falschen Schlussfolgerungen zu ziehen. Wie ein Kapitän, der bei einem herannahenden Tsunami den sicheren Hafen ansteuert, statt auf hohe See zu flüchten, läuft der Anleger Gefahr, Sicherheit mit Risiko zu verwechseln.

Kritisches, unabhängiges Denken und ein permanentes und flexibles Reagieren auf das Marktumfeld sind unabdingbar um einerseits das vorhandene Kapital zu schützen, aber auch Marktchancen ausnutzen zu können. Die Zeit von „Kaufen und Liegenlassen“ sind längst vorbei. Wer nicht BEWUSST spekulieren möchte (Aktien, herkömmliche Aktienfonds, Indexfonds), dem empfehlen wir, die Anlageentscheidung an die Manager zuverlässiger Vermögensverwaltungsfonds zu übertragen. Diese arbeiten mit bewährten Absicherungssystemen und **flexiblen Aktienquoten** (0 % bis maximal 100 % - je nach aktueller Kapitalmarktsituation!).

### Fazit & Empfehlung:

**Investieren Sie künftig verstärkt in ein qualitätskontrolliertes Portfolio mit 10 bis 15 Substanz-schützend gemanagten Vermögensverwaltungsfonds. Während Sie gegen nachhaltige Verluste geschützt sind, profitieren Sie gleichzeitig von einer positiven Kursentwicklung der internationalen Kapitalmärkte.**

### Beispiel für ein Portfolio von 4 „ausgewogenen“ Vermögensverwaltungsfonds:



Herzliche Grüße, Ihr HwV®-Team