

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 70, Dezember 2010 / Januar 2011

Agenda 2011

Die auffälligste Gemeinsamkeit zwischen Irland und Griechenland ist natürlich, dass es sich bei diesen Ländern um die wesentlichen Stifter europäischer Geistigkeit handelt. Griechenland hat nicht nur die Philosophie und eine Reihe weiterer „weicher“ Wissenschaften erfunden, sondern auch, was in diesen Tagen immer etwas unrealistisch klingt, die Ökonomie, die Physik und die Mathematik. Damit prägt die griechische Geisteswelt bis heute das Denken und Handeln des Westens. Die einzigen Wissenschaften, zu denen das Antike Griechenland nichts erhellendes beizutragen hatte, war die Jurisprudenz und die Theologie. Insbesondere der Götterhimmel der Griechen bietet nichts, was Anlass zur Frömmigkeit geben könnte, denn es fällt schwer zu sagen, was sie, abgesehen von der

Unsterblichkeit, verehrungswürdig macht. Die Götter sind zu menschlich, um dauerhaft inspirierend sein zu können.

Diese Lücke haben für uns die Iren geschlossen, indem sie das Christentum in das Zentrum Europas gebracht haben. Es ist lange her, dass man, wie der Heilige Anian und

sein Onkel Marinus als Einsiedler im Tegernseer Tal wohnen konnte, um von dort aus die Vandalen aus dem Alpenvorland zu bekehren. Die Vandalen sind geblieben, aber mit der Einsiedelei ist es nicht

mehr weit her. In der Regel wurden die Missionare für ihre Bekehrungsversuche erschlagen, aber am Ende hat auch das nichts geholfen und das bessere Argument hat gesiegt.



Irische Immobilien, vor der jüngsten Blase

So sind wir heute die geistigen Erben Griechenlands und Irlands. Gerade aus Deutschland kamen zwar entscheidende Verbesserungen an den ursprünglichen Konzepten (von Immanuel Kant bis Martin Heidegger bzw. von Martin Luther bis Karl Barth), aber im Grunde haben wir nie auch nur versucht, unser Erbe zu verleugnen.

Unsere Währungen

Wenn nun geistige Völker schlecht mit Geld umgehen können, so sollte uns das nicht überraschen. Ihr Reichtum besteht auf einer anderen Ebene. **Weder Griechenland noch Irland werden ihre Schulden bedienen können.** Im Fall Griechenlands geht die Verschuldung gegen 160% der Wirtschaftsleistung (BIP). Würden die Griechen dafür marktübliche Zinsen von 10% zahlen müssen, dann hätten sie jährlich 16% des BIP allein für Zinsen aufzuwenden. Das ist völlig undenkbar. Zum Vergleich: In Deutschland liegt der Aufwand für die Zinsen irgendwo um 1,5%. In Irland ist die Situation anders entstanden, aber nicht besser. Für ihre Banken müssen die Iren allein 50% des BIP aufwenden. Auf deutsche Verhältnisse skaliert ist etwa so, als müssten 1.100 Milliarden Euro für die Banken ausgegeben werden. Deutschland könnte sich das nicht leisten, Irland noch viel weniger. Auch hier liegt die einzig denkbare Lösung in der Insolvenzerklärung.

Wir gehen davon aus, dass es im nächsten Jahr zu einer solchen Lösung kommen wird mit entsprechenden Konsequenzen für die Gläubiger. Die Laufzeiten der Anleihen werden gestreckt werden, die Coupons gekürzt und am Ende werden vielleicht nur 70% der Kreditsumme zurückgezahlt werden. Da dies aber nicht ausreicht, um die Schuldenlast erträglich zu machen, wird darüber hinaus der Einstieg in die Transferunion beschlossen werden. Es wird auch offiziell eine Art Länderfinanzausgleich geben. Dazu wird man, um es für die Deutschen erträglicher zu machen, wahrscheinlich einen bestehenden Topf heranziehen wie den Strukturfonds, aus dem schon heute strukturschwache Gegenden zwischen Vorpommern und der Peloponnes alimentiert werden.

So lange diese Tatsachen nicht auf dem Tisch sind, wird der Euro im Jahr 2011 immer wieder unter Druck geraten. Es wird immer wieder spekuliert werden, dass es zum Auseinanderbrechen der Währung kommen könnte. So weit wird es aber wohl nicht kommen, denn **niemand hat ein Interesse an einem vorschnellen Ende des Euro.** Es wäre unfasslich teuer für das austretende Land, egal ob Griechenland oder Irland die ersehnte Abwertung oder die Deutschen die ersehnte Rückkehr der D-Mark ins Werk setzten würden. Die Konsequenz wären Bankenzusammenbrüche auf dem ganzen Kontinent, auch und gerade in Deutschland, dem größten Gläubiger des Kontinents. Das austretende Land

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 70, Dezember 2010 / Januar 2011

käme nicht um Kapitalverkehrskontrollen herum und würde die eigene Wirtschaft dadurch erheblich einschränken.

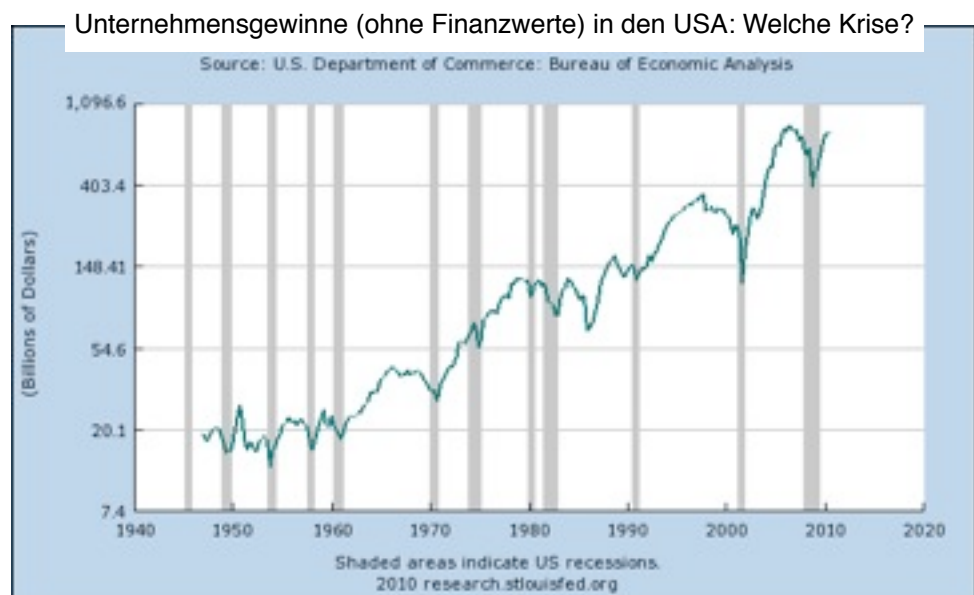
Die Schwierigkeiten des Euro ändern auch nichts an der Tatsache, dass der Dollar weiter abwerten muss. Das ist kein böser Wille der Zentralbank, sondern blanke wirtschaftliche Notwendigkeit. Ein Land, in dem mehr konsumiert als produziert wird, wertet nach dem Lehrbuch so lange ab, bis der Konsum ausländischer Ware zu teuer ist und die heimische Ware wieder zu Geltung kommt. So wie die Deutschen sich an die ständige Aufwertung der D-Mark gewöhnt haben, werden sich die Amerikaner an einen schwachen Dollar gewöhnen, der nachhaltig unter der Kaufkraftparität notiert.

Unsere Aktien

Für die US-Aktienmärkte bedeutet dies eine Fortsetzung der guten Laune der letzten beiden Jahre. Die Amerikaner werden eine konsequent unterbewertete Währung haben und weiterhin, vielleicht sogar bis ins Jahr 2013, extrem niedrige Zinsen. Die Lohnkosten werden angesichts der Arbeitslosigkeit ebenfalls kaum steigen. Das Ergebnis kann sich schon jetzt sehen lassen. Im dritten Quartal haben die Amerikanischen Unternehmen annualisiert 1.700 Milliarden Dollar

verdient, was über dem vorherigen Höhepunkt des Jahres 2006 liegt. Die Lohnstückkosten sind seit 2008 um 2% p.a. gefallen, während die Produktivität um 4,2% p.a. gestiegen ist. Unternehmer in den USA blicken rosigen Zeiten entgegen - wenn da nicht die Unsicherheit über die künftige Besteuerung der Gewinne wäre. Seit Obama keine parlamentarische Mehrheit mehr hat, ist das politische System, gerade in Fragen der Besteuerung, paralytisch. Dies ist der einzige Wermutstropfen. Aber vielleicht ist es am Ende gar nicht schlecht, dass in den USA faktisch nicht mehr regiert, sondern nur noch verwaltet wird.

Wir gehen davon aus, dass die Wirtschaft im Jahr 2011 weiter gut läuft. Genau genommen geht es ihr heute nur in den Euro-Randländern so richtig schlecht. Nordeuropa und die Schwellenländer boomen. Schwedens Wirtschaft wächst aktuell mit 4,2%, Brasiliens mit 7,5%, Indiens mit 8,8%, Chinas mit 10,2%. Wenn sich im kommenden



BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 70, Dezember 2010 / Januar 2011

Jahr einige der Ängste legen, die wir noch aus der Zeit am Rande des Abgrundes pflegen, könnte es passieren, dass die Unternehmen sich überlegen, was sie mit all ihren Gewinnen machen sollen. Traditionell kommen sie dann schnell auf die Idee, andere Unternehmen zu kaufen, denn die Alternative, den Aktionären ihr Geld zurück zu geben, macht keinen Spaß. **Für den Aktienmarkt sind auch in dieser Hinsicht die Aussichten gut.**

Die Probleme der Anderen

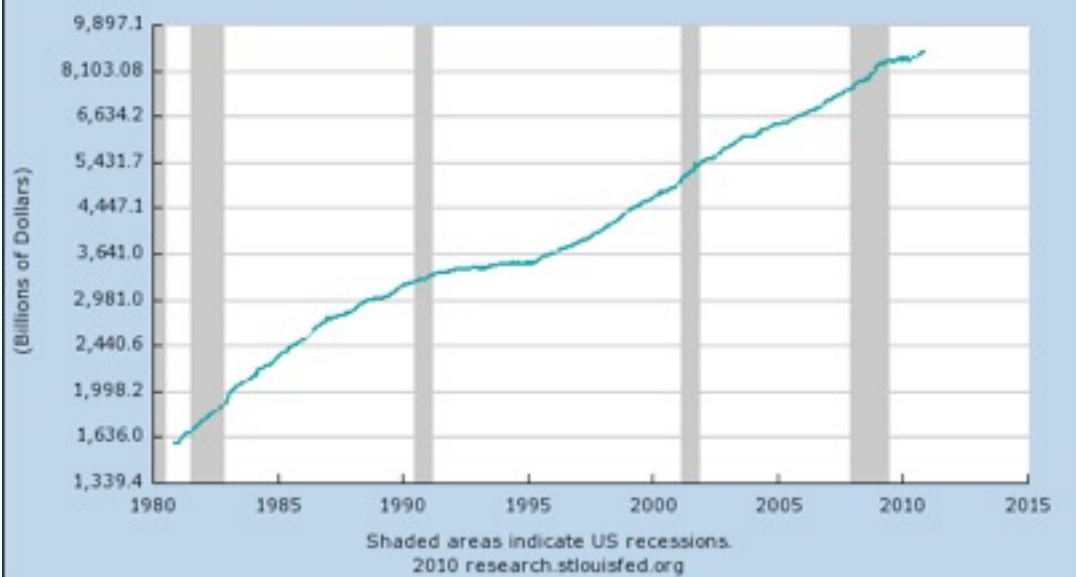
Ein Problem könnte im nächsten Jahr sein, dass es zu gut geht. Dann könnten die Zinsen steigen, so wie sie es jetzt bereits in den Schwellenländern tun. Das wäre das Ende der guten Stimmung in all jenen Anlageformen, die in den letzten Jahren gläubige Anhänger gefunden haben. Auch deutsche und amerikanische **Staatsanleihen** könnten deutlich an Wert verlieren, denn, unter uns gesagt, eine Verzinsung von unter 3% über 10 Jahre ist nur dann kein Witz, wenn tatsächlich alles nach dem japanischen Drehbuch läuft. Das Zinsniveau in den USA und Deutschland sollte 2012 über 4% liegen, aber wie es dorthin kommt, ist heute

schwer zu sagen. Nur wie auch immer die Zinsen steigen, mit Anleihen dürfte nicht viel zu verdienen sein in den nächsten Jahren.

Das bedeutet, dass auch für **Gold** schlechte Zeiten anbrechen könnten. Die guten mögen noch eine Weile dauern, aber die zwei der vier Motoren der Goldhausse dürften in überschaubarer Zeit, d.h. 2011 oder 2012 ausfallen. Erstens tut es wieder weh, eine Anlageform zu haben, die keine Zinsen abwirft, wenn die Renditen der Staatsanleihen wieder ansehnlich sind. Zweitens könnte es sich irgendwann herumsprechen, dass es großen Teilen der Welt gut geht, dass die USA ein beherrschbares Problem haben und dass die Probleme der beiden kulturstiftenden Nationen Europas lediglich wirtschaftlicher Natur sind und damit eher überschaubar. Es bleiben dann nur noch als Treiber des Goldkurses, die Furcht vor Inflation und die ho-

Geldmenge M2 in den USA: Inflationärer Druck sieht anders aus.

Source: Board of Governors of the Federal Reserve System



he Nachfrage aus den neureichen Regionen der Welt. Wir bezweifeln aber, dass dies für neue Höchstkurse ausreichen wird. Die Goldhaube wird also nach unserer Schätzung im oder vor dem Jahr 2012 zu Ende gehen, irgendwo unter 2.000 Dollar für die Unze.

Neben den Anleihemärkten sind **auch die Aktienmärkte in Teilen der Schwellenländer gefährdet**. Noch schwelgen sie in ihrem Erfolg, der Krise glücklich entronnen zu sein. Aber sonst läuft alles gegen sie. Sie haben erheblichen Inflationsdruck. In Indien liegt die Inflationsrate bei 11,7%, für Nahrungsmittel noch deutlich darüber. In China liegt die Inflationsrate für Oktober bei 4,4%, in Brasilien bei 5,2%. Die Tendenz ist überall steigend. Das bedeutet, dass die Zinsen in diesen Ländern steigen müssen und die Währungen wahrscheinlich weiter aufgewertet werden. Zu den steigenden Kapitalkosten und der harten Währung kommen noch deutlich steigende Kosten für Rohstoffe und Löhne. Überall entstehen neue Mittelschichten, die für die Hungerlöhne ihrer Väter keinen Finger krumm machen würden. Schließlich stagnieren die Absatzmärkte in den USA und Teilen Europas. Es gibt, kurz gesagt, nichts was für eine nennenswerte Ausweitung der Gewinne in den Schwellenländern sprechen würde. Die dortigen Aktienmärkte könnten das im Jahr 2011 deutlich zu spüren bekommen.

Insgesamt blicken wir also in ein Jahr, in dem es für die Extreme des Risikospektrums, für Aktien aus Schwellenländern und für Anleihen aus den klassischen Ländern eher schwierig werden könnte.

Deutschland wird es gut gehen, denn hier sind die Zinsen viel zu niedrig für das gute Wirtschaftswachstum. Die EZB kann die Zinsen nicht anheben, denn das würde für viele Banken das Aus bedeuten. Also wachsen wir ungesund stark bei ungesund niedrigen Zinsen. Das mündet wahrscheinlich dort, wo solche Konstellationen immer geendet haben: in einer Immobilienblase. Die Immobilienpreise werden in Deutschland in den nächsten zwei bis drei Jahren wahrscheinlich noch sehr schön steigen, bis, nun ja, wir auch hier feststellen, dass die Bäume nicht in den Himmel wachsen.

In gewisser Weise steht Deutschland heute da, wo Irland vor 10 Jahren war. Die Iren hatten damals zu niedrige Zinsen, weil die EZB Rücksicht auf das kränkelnde Deutschland nehmen musste. Nun haben sich die Verhältnisse umgekehrt und wieder können wir von den Iren lernen. Die Welt ändert sich eben nicht, so sehr sie auch im Fluss zu sein scheint.

Dr. Georg v. Wallwitz
+49-89-255 466-0