

# MAKROPERSPEKTIVEN

---

Nr. 1, Juli 2009

## Keynes wird's schon richten!

John Maynard!

„Wer ist John Maynard?“

„John Maynard war unser Steuermann,

Aushielt er, bis er das Ufer gewann,

Er hat uns gerettet, er trägt die Kron,

Er starb für uns, unsre Liebe sein Lohn.

John Maynard.“

(Theodor Fontane)

Dies ist die erste Strophe einer Ballade von Theodor Fontane, in der ein Steuermann namens John Maynard durch den Einsatz seines Lebens ein brennendes Passagierschiff sicher ans Ufer lenkt. In der aktuellen Wirtschafts- und Finanzkrise halten Politiker und Notenbanker ebenso nach einem Retter aus höchster Not Ausschau wie die Passagiere des brennenden Schiffes und landen - nicht nur wegen der Namensgleichheit - bei John Maynard Keynes, dem bedeutendsten Ökonomen des 20. Jahrhunderts (getreu einem Satz von Keynes selbst: *Practical men, who believe themselves to be quite exempt from any intellectual influences, are usually the slaves of some defunct economist.*).

In seinem 1936 während der Großen Depression publizierten Hauptwerk, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, argumentiert Keynes, dass sich eine Volkswirtschaft in einem stabilen Gleichgewicht befinden kann, ohne dass Vollbeschäftigung besteht. In diesem Zustand versagen die Selbstheilungskräfte einer Marktwirtschaft. Die Rückkehr zu Wirtschaftswachstum und höherer Beschäftigung gelingt nur über die Erhöhung der Staatsausgaben im Verbund mit expansiver Geldpolitik.

An dieses Rezept erinnerten sich Politiker und Notenbanker aber erst wieder, nachdem der bis dato herrschende ökonomische Konsens, dass sich der Staat weitgehend aus dem Marktgeschehen heraushalten soll, nicht in

der Lage war, die gegenwärtige Krise zu erklären, geschweige denn Schritte zu deren Bekämpfung aufzuzeigen.

Selbst prominente Verfechter einer globalen freien Marktwirtschaft wie der Chefökonom der *Financial Times*, Martin Wolf, oder der Yale-Professor Robert Shiller, äußerten bereits im Frühjahr 2008 Zweifel, ob sich das marktwirtschaftliche System allein aus der gegenwärtigen Krise befreien wird und empfohlen statt dessen staatliche Eingriffe à la Keynes. Das endgültige Einschwenken auf die keynesianische Linie kam im September 2008 mit der Pleite der US-Investmentbank Lehman Brothers. Spätestens dann erkannten die politischen Entscheidungsträger, dass es sich nicht „nur“ um eine Finanzkrise handelt, die mit entsprechenden Liquiditätsspritzen für den Bankensektor schon in den Griff zu bekommen ist, sondern vielmehr um die erste globale Rezession seit den 30er Jahren des vorigen Jahrhunderts. Die Parallelen zur Großen Depression und die Suche nach Wegen aus der Krise führten also geradewegs zu den Schriften von Keynes aus dieser Zeit.

Dass der Vergleich mit der Weltwirtschaftskrise in den 30er Jahren des vorigen Jahrhunderts, als das Bruttoinlandsprodukt in den USA 1930 um 9%, 1931 um 6% und 1932 sogar um 13% einbrach, nicht so weit hergeholt ist, verdeutlichen die Prognosen für das Wirtschaftswachstum im laufenden Jahr: Während die USA mit einer Schrumpfung des Bruttoinlandsprodukts um 3% wahrscheinlich noch relativ glimpflich davonkommen werden, rechnen Wirtschaftsforscher in Deutschland und Japan mit einem Rückgang von 6%-7% und in der Eurozone von 4%-5%; einzig China könnte 2009 mit 6%-7% wachsen, was allerdings auch deutlich weni-

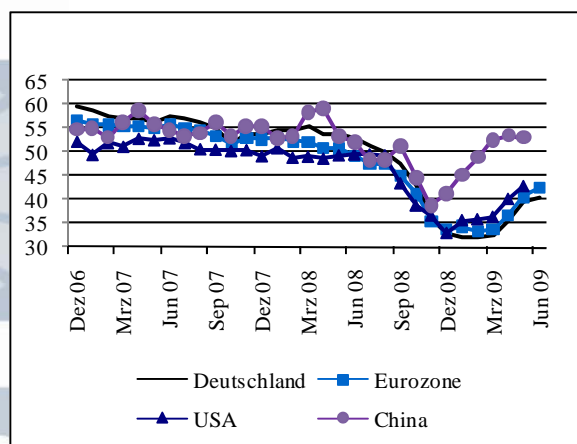
ger als die bislang gewohnten zweistelligen Raten ist.

Dass die Einbrüche nicht noch größer werden, ist sicher dem beherzten Gegensteuern der Regierungen und Notenbanken zu verdanken. Hier hat man die keynesianischen Politikempfehlungen verinnerlicht: einerseits werden weltweit die Staatsausgaben massiv erhöht und andererseits die Notenbankzinsen deutlich gesenkt. **So liegt beispielsweise der fiskalische Impuls in den USA bei 700 Mrd. US-\$ (6% des Bruttoinlandsprodukts), in China mit 600 Mrd. US-\$ sogar bei 16% und in Deutschland wenigstens noch bei 1,5%.** Hinzu kommen natürlich noch die staatlichen Hilfsprogramme für den Finanzsektor, die wir später noch genauer beleuchten werden.

### Konjunktur: Kurzfristige Erholung ja...

Trotz dieser gigantischen weltweiten fiskalischen Impulse sind erst seit März Zeichen einer Stabilisierung der konjunkturellen Frühindikatoren erkennbar (vgl. Grafik 1).

**Grafik 1: Einkaufsmanagerindizes: Globale Erholung seit März**

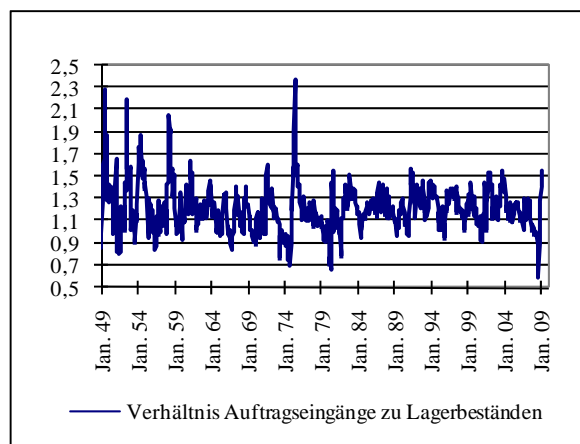


Während die meisten Experten in der ersten Hälfte des Jahres 2008 „nur“ vom Platzen der US-Immobilienblase mit beschränkten realwirtschaftlichen Auswirkungen ausgingen, in der Eurozone noch alles nach einer Fortsetzung des moderaten Aufschwungs aussah

und sogar die Furcht vor Inflation die EZB zu einer im nachhinein fatalen Zinserhöhung im Juli 2008 veranlasste, stürzten die Frühindikatoren in der zweiten Jahreshälfte 2008 auf globaler Front regelrecht ab.

Nachdem sich die Hoffnung auf eine konjunkturelle Belebung in den letzten Wochen weitgehend auf in die Zukunft gerichtete Stimmungsindikatoren stützte, zeigen sich aktuell erstmals Erholungsanzeichen in den „harten“ Daten: **Der Subindex der Auftragseingänge im US-Einkaufsmanagerindex (ISM) ist auf den höchsten Stand seit November 2007 angestiegen. Gleichzeitig wurden in den letzten Monaten die Lagerbestände der Industrie so drastisch abgebaut, dass neue Aufträge auf weitgehend leere Lager treffen, worauf Unternehmen typischerweise mit einer Ausweitung der Produktion reagieren.** Setzt man die beiden ISM-Subindizes Auftragseingänge und Lagerbestände zueinander ins Verhältnis, ergab sich im Dezember 2008 mit 0,58 der niedrigste Wert seit den 50er Jahren; aktuell liegt das Verhältnis wieder bei 1,55 – einem Wert, dem in der Vergangenheit ein deutlicher Produktionsanstieg folgte (vgl. Grafik 2).

**Grafik 2: Steigende Auftragseingänge treffen auf leere Lager**



Dies könnte der Beginn einer wirklichen konjunkturellen Erholung in den nächsten zwei Quartalen sein, zumal die Tendenz zu einer

Belegung des Auftragseingangs nicht nur in den USA, sondern auch in Asien und Europa erkennbar ist. Vor diesem Hintergrund kommt den Daten zur Industrieproduktion und Kapazitätsauslastung in den nächsten Monaten eine besondere Bedeutung zu.

**Grafik 3: Kreditzinsen für private Haushalte wieder auf dem Niveau wie vor der Lehman-Pleite**



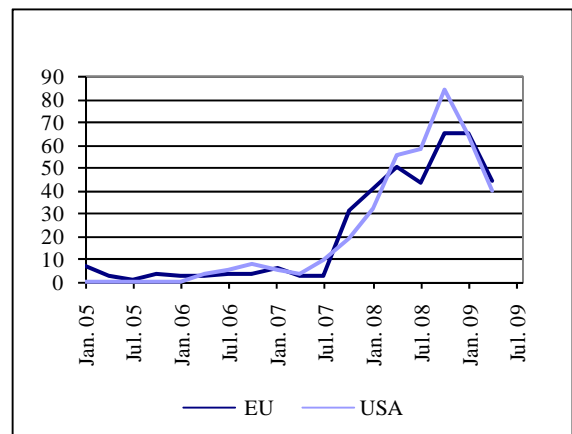
Gehen wir von der rein volkswirtschaftlichen Betrachtung der Wirtschafts- und Finanzkrise über zu der Frage, wie die Akteure an den Finanzmärkten den weiteren Konjunkturverlauf einschätzen, zeigt sich, dass die Endzeitstimmung des ersten Quartals einer gewissen Zuversicht gewichen ist. Diese wird beispielsweise in dem *Merrill Lynch Private Sector Interest Rate Proxy*, einem Durchschnittswert verschiedener Zinssätze auf Kredite an private Haushalte in den USA, deutlich (vgl. Grafik 3): Die von Banken geforderten Zinsen sind durch die geldpolitischen Maßnahmen der amerikanischen Notenbank von ihrem Hoch im Dezember wieder auf das Niveau wie vor der Pleite von Lehman Brothers zurückgefallen.

**...aber Verschuldungsprobleme nicht gelöst**

Während wir in dem oben beschriebenen Zusammentreffen von steigenden Auftragseingängen und leeren Lägern Anlass zu einem gewissen Konjunkturoptimismus für die

nächsten Monate sehen, sind die mittelfristigen Perspektiven bei weitem nicht so rosig. Zwar ist die Kreditvergabe der Banken durch die staatlichen Rettungspakete sowohl in den USA als auch in Europa wieder in Gang gekommen; jedoch beklagen sich Unternehmen allerorten immer noch über die erschwerten Kreditbedingungen seit Ausbruch der Krise (vgl. Grafik 4). Obwohl wir hier von einer weiteren Entspannung in den nächsten Monaten ausgehen, rechnen wir nicht mit einer Rückkehr zu den Verhältnissen wie vor 2007.

**Grafik 4: Weniger Kreditnehmer leiden unter der Kreditrationierung**



Die mangelnde Verfügbarkeit von Krediten wird aber nicht nur den Unternehmenssektor treffen, sondern auch die privaten Haushalte. Schuldenabbau (auf Englisch „deleveraging“) ist die aktuelle Tendenz, die zur Rückführung des Konsums zugunsten einer höheren Ersparnisbildung führt. So hat sich die Sparquote der privaten Haushalte in den USA seit ihrem Tiefstand von 0% Mitte 2007 bereits wieder auf knapp 6% erhöht mit steigender Tendenz. Ähnliches kann man übrigens in Großbritannien (Anstieg von 2,7% auf knapp 5%) und - wenn auch in abgeschwächter Form - in Deutschland (Anstieg auf 12%, den höchsten Wert seit der Wiedervereinigung) beobachten.

**Das brisanteste mittelfristige Problem ist aber die wachsende Verschuldung vieler Staaten. Die Folgen des keynesianischen**

„deficit spending“ sind bereits jetzt sichtbar: Die USA unterhalten momentan ein Haushaltsdefizit von 13% ihres Bruttoinlandsprodukts, Großbritannien von 14% und Deutschland von immerhin noch 4%. Gleichzeitig wird die Gesamtverschuldung der USA bis 2010 auf annähernd 100% des Bruttoinlandsprodukts ansteigen, die Gesamtverschuldung Deutschlands vermutlich auf 80% und Japans auf über 200%. **Zyniker halten den Regierungen vor, sie hätten die „Kreditblase“ im Privatsektor nicht bekämpft, sondern nur durch eine neue Blase, nämlich die der Staatsverschuldung ersetzt.**

Da die Verschuldungsquoten weltweit aber nicht gefahrlos weiter ansteigen können, rechnen wir eher früher als später mit staatlichen Konsolidierungsmaßnahmen in Form von niedrigeren Staatsausgaben oder höheren Steuern. Um die selbstgesteckte Schuldenquote von 100% des Bruttoinlandsprodukts nicht zu überschreiten, müssen die USA nach Schätzungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) bis 2019 jährlich 700 Mrd. US-\$ an Ausgaben einsparen bzw. die Steuereinnahmen entsprechend erhöhen.

Die Entschuldung des marktwirtschaftlichen Systems, seien es Unternehmen, private Haushalte oder der Staat, wird uns also noch die nächsten Jahre beschäftigen. Nachhaltig kann diese Konsolidierung aber nur sein, wenn vor allem der Staat aus der Verschuldungsquote allmählich „herauswächst“. Dies wird um so schneller passieren, je höher das Wirtschaftswachstum im Vergleich zur Entwicklung der Nettoverschuldung ist. **Allerdings gehen wir angesichts der schwachen privaten Nachfrage und der mangelnden Funktionstüchtigkeit des Bankensystems nicht von einer schnellen und nachhaltigen konjunkturellen Erholung aus. Vielmehr ist eine Rückkehr zum Trendwachstum von 2,5% in den USA und 1,5%-2% in Deutschland auf längere Sicht unrealis-**

**tisch und damit auch die angestrebte Haushaltskonsolidierung problematisch.**

### **Inflation: (noch) kein Problem**

Noch stärker als die zukünftige konjunkturelle Entwicklung dominiert das Thema „Inflation“ die Schlagzeilen der Wirtschaftspresse. Vielfach wird ein Szenario von Hyperinflation, Staatsbankrott und einer drohenden Währungsreform heraufbeschworen. Ein Blick auf die aktuellen Daten zeigt jedoch, dass Sorgen vor einer derartigen Entwicklung unbegründet sind: Der Anstieg der Konsumentenpreise ist in den USA und in Deutschland deutlich geringer als vor einem Jahr und die Lohnsteigerungen sind angesichts der zunehmenden Arbeitslosigkeit weitgehend zum Stillstand gekommen. Aus diesem Grunde sollte man sich eher vor Deflation als vor Inflation fürchten.

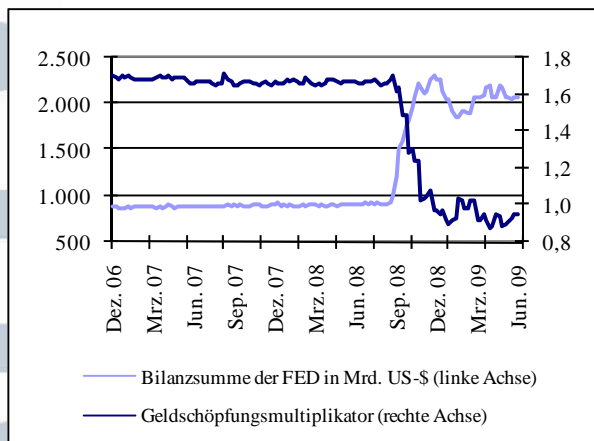
Die Verfechter der Inflationsthese führen im wesentlichen zwei Argumente ins Feld: die expansive Notenbankpolitik und die ausufernde Staatsverschuldung. Zwar haben die Notenbanken weltweit in nie gekanntem Ausmaß Liquidität zur Verfügung gestellt, um die Kreditvergabe des Bankensystems wieder in Gang zu bringen (die FED hat beispielsweise ihre Bilanzsumme mehr als verdoppelt). Die Banken haben dieses Zentralbankgeld jedoch bislang nur in geringem Ausmaß zur Kreditschöpfung eingesetzt, sondern damit vielmehr ihre Liquiditätsausstattung verbessert. Folglich ist der Geldschöpfungsmultiplikator (das Verhältnis von allgemeiner Geldmenge und Zentralbankliquidität) in den USA seit der Pleite von Lehman Brothers im September 2008 kollabiert (vgl. Grafik 5).

Dieses Phänomen ist vergleichbar mit der Situation in Japan zwischen 1997 und 2003, als es ebenfalls massive Liquiditätsspritzen der Notenbank gab, aber gleichzeitig die Konsumentenpreise nicht gestiegen sind. **Solange der Geldschöpfungsmultiplikator nicht wieder auf das vor der Finanzkrise**



**herrschende Niveau ansteigt, rechnen wir nicht mit inflationären Tendenzen.**

**Grafik 5: Der Geldschöpfungsmultiplikator ist seit der Lehman-Pleite kollabiert, obwohl die FED ihre Bilanzsumme mehr als verdoppelt hat**



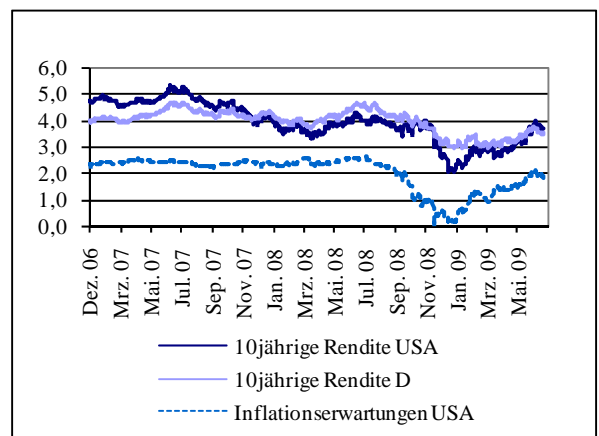
Japan kann auch als Beispiel für die These dienen, dass eine stark wachsende Staatsverschuldung nicht per se zu Inflation führen muss. Dort ist die Staatsverschuldung seit über einem Jahrzehnt auf mittlerweile 180% des Bruttoinlandsprodukts angestiegen, ohne dass sich das Land wirklich aus den Fesseln der Deflation befreit hätte.

Auch in den USA und in Europa ist die Gefahr einer Deflation noch nicht endgültig gebannt. Die übertriebene Furcht vor Inflation könnte Politiker und Notenbanker sogar zu einer vorzeitigen Rücknahme der fiskalischen und monetären Impulse veranlassen, was zwangsläufig zu einer Verschärfung der gegenwärtigen Rezession führen wird (an dieser Stelle sei an den Konjunkturereinbruch in Japan nach der Erhöhung der Mehrwertsteuer Ende der 90er Jahre erinnert). **Ein moderates Anziehen der Inflationsraten sehen wir daher nicht als Bedrohung, sondern als ein Zeichen einer wieder einkehrenden wirtschaftlichen Normalisierung.**

Den jüngste Renditeanstieg bei Staatsanleihen werten wir ebenfalls nicht als Anzeichen eines nahen Inflationsschubs. Zwar haben

sich die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen seit Jahresbeginn von 2,2% auf 3,7% und die 10-jähriger deutscher Staatsanleihen von 2,95% auf 3,5% erhöht. Betrachtet man jedoch den Verlauf der Renditen seit 2007, erkennt man, dass es sich hier nur um ein „Auspreisen“ der im ersten Quartal allgegenwärtigen Deflationsfurcht handelt, die die Renditen von US-Staatsanleihen auf den tiefsten Stand seit 50 Jahren drückte. Gleichzeitig implizierten 10-jährige inflationsgeschützte Anleihen (TIPS) eine Inflationsrate von 0% auf 10 Jahre (vgl. Grafik 6). **Sowohl die Renditen von Staatsanleihen wie auch die aus den TIPS abgeleiteten Inflationserwartungen haben noch nicht wieder ihr Vorkrisenniveau erreicht. Der Anstieg in den letzten Wochen ist also lediglich ein Schritt hin zur Normalität.**

**Grafik 6: Renditen und Inflationserwartungen: Normalisierung nach Deflationspanik im ersten Quartal**



Politiker und Notenbanker vollführen mit ihren zum Teil unkonventionellen geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen einen gefährlichen Drahtseilakt: nehmen sie die expansive Geld- und Fiskalpolitik zu schnell zurück, droht eine Verschärfung der Rezession (wie in den USA zwischen 1933 und 1936 und in Japan in den 90er Jahren); nehmen sie aber die expansive Geld- und Fiskalpolitik zu spät zurück, werden höhere Inflationserwartungen und ein deutlicher Zinsanstieg die Folge sein. Die Finanzmärkte sind momentan noch un-

entschlossen, zu welchem Szenario sie tendieren sollen, vertrauen aber darauf, dass Regierungen und Notenbankern über die richtigen „Timingfähigkeiten“ verfügen. Diese Ansicht teilen wir zumindest für die USA.

In Deutschland hingegen werden wegen der aus volkswirtschaftlicher Sicht unsinnigen Verankerung einer Defizitquote von nicht mehr als 0,35% des Bruttoinlandsprodukts (gültig ab 2016) im Grundgesetz spätestens ab 2011 die strukturellen Defizite verkleinert werden müssen. Dies birgt das Risiko einer verfrühten Rücknahme der expansiven Fiskalpolitik, wodurch es zu einer Verschärfung der gegenwärtigen Krise kommen kann. Dieses Szenario findet allerdings an den Finanzmärkten - unserer Meinung nach zu Unrecht - bisher noch keine Berücksichtigung.

#### **Bankenkrise: Höhepunkt überschritten, aber negative Wachstumsimpulse bleiben**

Ende April schrieb Martin Wolf in der *Financial Times*: *Can we afford to fix our financial systems? The answer is yes. We cannot afford not to fix them.* Diese Aussage unterstreicht die These, **dass ein funktionierendes Bankensystem eine notwendige Bedingung für wirtschaftliches Wachstum und Prosperität ist.** Aus diesem Grunde wurden weltweit in den letzten 12 Monaten 9.000 Mrd. US-\$ zur Stabilisierung des Bankensystems aufgewendet: Allein die Summe der Hilfsprogramme für die US-Banken in Form von Eigenkapitalbeihilfen, zusätzlichen Krediten und staatlichen Bürgschaften beläuft sich inzwischen auf 5.000 Mrd. US-\$ und in Deutschland auf immerhin noch 500 Mrd. €

Nachdem die Finanzmärkte die Ergebnisse der nicht unumstrittenen Stresstests dahingehend interpretiert haben, dass das US-Bankensystem prinzipiell überlebensfähig ist, können wir uns einer interessanteren Fragestellung widmen: Wann wird das globale Finanzsystem wieder soweit funktionstüchtig sein, dass es einer Überwindung der Rezessi-

on und dem Beginn eines globalen Konjunkturaufschwungs nicht mehr im Wege steht? Zur Beantwortung dieser Frage ist vor allem die Wiederbelebung der Kreditvergabe von zentraler Bedeutung.

Laut den Analysen des IWF in dem aktuellen *Financial Stability Report* decken die bislang gewährten Finanzhilfen nur etwa ein Drittel des Refinanzierungsbedarfs des globalen Bankensystems ab. Der IWF schätzt, dass der Refinanzierungsbedarf bis 2011 auf knapp 26.000 Mrd. US-\$ ansteigen wird, was ungefähr 60% aller Aktiva des Bankensystems entspricht. **Wahrscheinlich wird es zu einer erheblichen Bilanzverkürzung innerhalb des Bankensystems kommen (d.h. auf der Aktivseite werden fällige Kredite nicht mehr neu ausgegeben, sondern die freigegebenen Mittel dazu verwendet, um auf der Passivseite die Verbindlichkeiten zu reduzieren).** In den USA kommt noch erschwerend hinzu, dass die sogenannten „Commercial Banks“ nur etwa 25% des gesamten Kreditvolumens direkt zur Verfügung stellen. Der Rest stammt aus Verbriefungen aller Art. Vor diesem Hintergrund wird auch verständlich, warum die US-Notenbank allein 1.000 Mrd. US-\$ für das sogenannte TALF-Programm (*Term Asset Backed Securities Lending Facility*) zur Verfügung gestellt hat, dessen Ziel die Wiederankurbelung eben dieser Kreditverbriefungen ist.

In Europa spielen die Märkte für Kreditverbriefungen zwar eine geringere Rolle als in den USA, andererseits ist dafür der Anteil der direkten Kreditvergabe durch die Geschäftsbanken weitaus höher. Unterstellt man analog zu den Stresstests für das US-Bankensystem einen Zielwert von 6% Eigenkapitalanteil im Verhältnis zu allen Bankaktiva (dieses Verhältnis liegt aktuell je nach Land zwischen 2% und 4%), ergibt sich nach Berechnungen des IWF hieraus ein zusätzlicher Eigenkapitalbedarf von 500 Mrd. US-\$ für das US-Bankensystem, aber von knapp 1.000 Mrd.

US-\$ für das Bankensystem der Eurozone und Großbritanniens.

Da einerseits Regulierungsbehörden weltweit auf eine bessere Eigenkapitalausstattung der Banken drängen, aber andererseits der genannte Kapitalbedarf zur Zeit weder über die Finanzmärkte noch über die nationalen Regierungen zu decken ist, bleibt wiederum nur die Bilanzverkürzung als letzter Ausweg- mit den bereits geschilderten negativen Wachstumsimpulsen. Auch hier zeigt sich wieder, dass eine konjunkturelle Erholung – wie bereits von Keynes vorhergesagt - im wesentlichen von den staatlichen Ausgabenprogrammen angestoßen werden muss. **Im Gegensatz zum letzten Konjunkturaufschwung muss also der Schub diesmal aus der Realwirtschaft kommen und nicht mehr durch eine bloße Erhöhung des Hebels im Finanzsystem.**

### Lehren für die Zukunft oder „The Future of Investing“

In seinem *Investment Outlook* vom April stellt Bill Gross, Gründer und Vorstand von *Pimco*, dem weltgrößten Manager von Rentenfonds, fest: *The fact is, that the future of investing will depend on the long-term future of the global economy.* Nach seiner Ansicht wird die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung im Wesentlichen von Verschuldungsabbau und stärkerer Regulierung, vor allem innerhalb des Finanzsektors, geprägt sein.

Wie wir bereits ausgeführt haben, werden diese Effekte dafür sorgen, dass sich die Weltwirtschaft nur langsam von der gegenwärtigen Rezession erholen wird, und die Trendwachstumsraten der Vergangenheit auf Sicht der nächsten Jahre nicht mehr erreicht werden können. Berücksichtigt man außerdem, dass seit Beginn der Wirtschafts- und

Finanzkrise nach groben Schätzungen ca. 40% des weltweiten Vermögens vernichtet worden sind, wird verständlich, dass Investoren in einer solchen Situation eine höhere „Entlohnung“ für das Halten risikobehafteter Vermögensgegenstände wie Aktien, Immobilien aber auch Unternehmensanleihen verlangen, als das in der Vergangenheit üblich war.

Was bedeutet das für die zukünftige **Allokation von Vermögensgegenständen in einem Portfolio**? In unsicheren Zeiten zählt vor allem der Kapitalerhalt und das sichere Einkommen in Form von Zins- und Dividenden erträgen im Vergleich zu Kursgewinnen. Auch ist eine Portion Skepsis gegenüber Theorien angebracht, die sehr langfristig ausgerichtet sind und ihre Ertragsprognosen aus der Vergangenheit ableiten: So weisen beispielsweise in den USA Anleihen über 10, 25 und 40 Jahre eine bessere Wertentwicklung auf als Aktien, was nach der gängigen Kapitalmarkttheorie überhaupt nicht möglich sein sollte; und auch der Inflationsschutz durch Immobilien ist nicht wirklich gegeben: Der Preis von US-Immobilien hat sich über die letzten 100 Jahre ungefähr wie die Inflationsrate entwickelt, was einem realen Ertrag von 0% entspricht. Angesichts solcher Zahlen wird klar, **dass die buy-and-hold-Investmentstrategien der Vergangenheit nicht mehr funktionieren werden, sondern es darauf ankommen wird, flexibel und undogmatisch Chancen, die sich auch in Zukunft immer wieder bieten werden, zu nutzen.** Oder, um es mit Bill Gross zu sagen: *Yet there should be no doubt that the bull markets as we've known them are over (...). Investing is no longer a child's play.*

Dr. Ernst Konrad  
Tel.: +49-89-255 466-0

---

DISCLAIMER: Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und sollte nicht als ein Anlagevorschlag gesehen werden bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quelle für die Grafiken ist, so weit nichts anderes vermerkt ist, Bloomberg.