

Investmentbericht | 2009

Wandel  
Risiko  
Finanzmarkt  
Anlagepolitik



Investmentbericht | 2009





## Inhalt

Die Themen des Jahres 2009	4
Anlagepolitik	12
Wertentwicklung	16
Ausblick 1: Inflation	18
Ausblick 2: Emerging Markets	24
Positionierung der Portfolios	28



# Jahr des Wandels

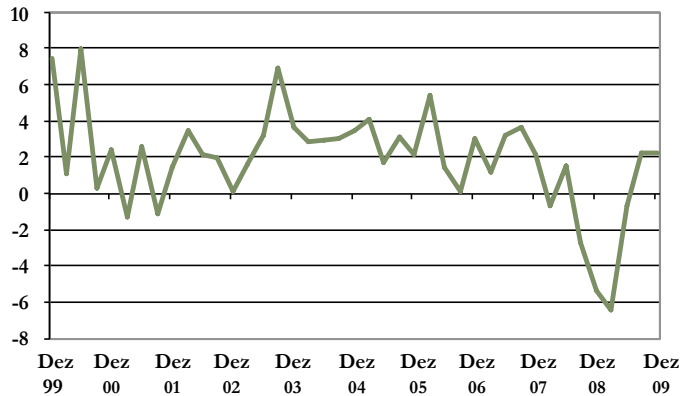
## Die Themen des Jahres 2009

Die Umstände bestimmen den Menschen;  
Menschen bestimmen nicht die Umstände. - *Herodot, Historien*

Im Jahr 2008 war ein Kollaps des Finanzsystems eine realistische Möglichkeit. Auch das erste Quartal des Jahres 2009 war von Panik geprägt: Die bedeutendsten Aktienmärkte hatten bis Anfang März etwa ein Viertel ihres Wertes verloren - zusätzlich zu den katastrophalen Verlusten des Vorjahres. Es gab kaum noch institutionelle Anleger wie Versicherer oder Pensionsfonds, die in der Lage waren, Aktienrisiken einzugehen. Die Weltwirtschaft befand sich in der schwersten Rezession seit 1932. Kaum jemand konnte sich zu Anfang des Jahres vorstellen, dass zum Jahresende wieder ganz ähnliche Themen wie zur Mitte des Jahrzehnts gespielt werden - unter der Begleitmusik der größten Rallye seit den 30er-Jahren an den Aktienmärkten.

Das Jahr 2009 war spannend, weil viele der Veränderungen, die durch die Krise hervorgerufen oder beschleunigt wurden, deutlich sichtbar geworden sind. Wenn 2008 das Jahr des Zusammenbruchs war, so war **2009 das Jahr der Heilung und des Wandels**. Die wirtschaftliche Stabilisierung des Jahres 2009 verdanken wir dem Gelingen des global koordinierten Eingreifens der Zentralbanken und Regierungen. Faule Kredite und praktisch insolvente Banken wurden in Kokons verpackt und vom Rest des Finanzsystems isoliert. Die Zentralbanken gingen - ähnlich wie einst die Staatsbank in der DDR -

Das Wirtschaftswachstum hat sich nach dem größten Absturz seit den 30er-Jahren wieder normalisiert



Wirtschaftswachstum USA, quartalsweise, annualisiert

dazu über, einzelnen Banken Kapital zuzuweisen und einzelne Industrieunternehmen direkt zu finanzieren. Der Staat nahm die Risiken eines erheblichen Teils des Bankensystems, sowie die Verschuldung vieler Konsumenten auf die eigene Bilanz und entschärfte sie dadurch. Zinsen nahe dem Nullpunkt taten dann ein übriges, die Schockstarre der Wirtschaft zu lösen und die gelegentlich bereits für tot erklärten **animal spirits** wieder zu beleben.

Den Regulierungsbehörden und Zentralbanken sind im Vorfeld der Krise sicher viele Fehler unterlaufen, seit der Lehman-Pleite haben sie aber alles richtig gemacht. Ben Bernanke hat sein berühmtes Versprechen zu Milton Friedmans 90. Geburtstag im Jahr 2002 gehalten: Die Zentralbank hat nicht wie in der Weltwirtschaftskrise die Liquidität knapp gehalten (damals durch die Bindung an den Goldstandard), sondern das System mit jeder beliebigen Summe versorgt<sup>1</sup>. Im Unterschied zur Finanzmarkttheorie, die spätestens in der Krise von 2008 ihre Glaubwürdigkeit verloren hat, haben die makroökonomischen Theorien bei der Eindämmung der Krise gut funktioniert.

<sup>1</sup> Vgl. <http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/2002/20021108/default.htm>

# Verlierer des Jahres:

## Die Finanzmarkttheorie

Zu den Verlierern der großen Rezession der Jahre 2007 bis 2009 gehören neben den offensichtlichen Opfern (Das Bankensystem der G7-Länder, die verschuldeten Angelsachsen und der südliche Rand der EU) auch ein wenig beachteter Notfall: Die Finanzwissenschaft, deren Theorien das Fiasko der Banken erst ermöglicht haben. Es sieht heute so aus, als hätte man sich die Arbeit, die in den letzten 50 Jahren an Universitäten und in den Forschungsabteilungen der Banken geleistet worden ist, weitgehend sparen können.

Seit den Arbeiten von Harry Markowitz am Ende der 50er-Jahre des vorigen Jahrhunderts ist die Physik das Vorbild der Finanzwissenschaft. Das Handeln an der Börse wurde mathematisch modelliert, so als gäbe es dort keine Unvernunft. Märkte galten als weitestgehend effizient, d.h. jeder Teilnehmer hat dieselben Informationen zur selben Zeit und diese spiegelt sich sofort in den Kursen wider. Es galt als offensichtlich, dass Aktien langfristig immer mehr abwerfen als Anleihen, da der Aktionär für sein höheres Risiko durch eine höhere Rendite entschädigt werden will. Als Risiko verstand die Theorie die Schwankungsintensität eines Wertpapiers.

Diese Theorie hält sich heute noch, weil es keine andere gibt. Die Lehrstühle werden bevölkert von Finanzwissenschaftlern, die gelernt und gelehrt haben, was heute bei den meisten Praktikern als widerlegt gilt. Da kein Professor am Ende seiner Karriere gerne zugibt, sich von Anfang an geirrt zu haben, wird es noch eine ganze Weile dauern, bis eine bessere Theorie entwickelt wird.

Zweifel an dem praktischen Nutzen der Finanzwissenschaft nach physikalischem Vorbild kamen spätestens Anfang des 21. Jahrhunderts auf, als man nachzählte, wie viele Blasen an den großen Börsen seit 1925 zu verzeichnen waren. Nach der Theorie hätten es nur zwei Blasen sein dürfen, tatsächlich waren es mindestens 32.

Durch die Große Rezession sind noch weitere problematische Details in das allgemeine Bewußtsein gekommen. So ist endgültig klar geworden, dass ein großer Teil des Finanzsystems eben nicht auf der Grundlage gleicher öffentlicher Informationen funktioniert. Im Gegenteil: Ein guter Teil der Investmentbanken war mit der Verschleierung von Informationen beschäftigt - auch wenn man es so nicht nennen wollte. Viele Emittenten und Konstrukteure von Zertifikaten und strukturierten Anleihen taten nichts anderes, als die einem

Wertpapier zu Grunde liegenden konkreten Zahlungsströme zu verwirren. Diese Verwirrung und Verschachtelung von Konstruktionen hatte den Sinn, dem Emittenten einen Informationsvorsprung und damit hohe Gewinne zu verschaffen.

Ebenso ist deutlich geworden, dass es mit der Risikoprämie, die Aktien gegenüber Anleihen zukommen soll, nicht weit her ist. Niemand weiß so recht, wie hoch sie ist. Im März dieses Jahres konnte man beispielsweise feststellen, dass es über einen 40-Jahres-Zeitraum besser gewesen wäre, in US-Staatsanleihen zu investieren, als in Aktien. Ähnliches gilt für Japan. Wenn es aber deutlich länger als eine Generation dauert, bis man für das Risiko der Aktienanlage entschädigt wird, wie kann man dann wissen, dass diese Entschädigung überhaupt stattfindet? Die Theorie verlangt einen Risikoaufschlag, es scheint aber unmöglich, seine Höhe anzugeben.

Schließlich hat die Theorie einen Risikobegriff entwickelt, der wenig zukunftsträchtig zu sein scheint: Intuitiv würde man sagen, dass der Anleger ein Risiko eingeht, wenn er eine Aktie zu teuer einkauft und das Unternehmen nicht genug Geld erwirtschaftet, um den Kaufpreis zu rechtfertigen. Ähnlich ist eine Anleihe risikoreich, wenn der Schuldner seinen Verpflichtungen nicht oder kaum noch nachkommen kann. Die Theorie hat aber eine andere Auffassung von Risiko. Für sie ist Risiko gleichbedeutend mit Volatilität - ein Begriff, der sich mathematisch fassen und damit in das Theoriegebäude einpassen lässt. Mit Volatilität hat Risiko aber in der Praxis nicht viel zu tun, denn es waren gerade die auf eine geringe Volatilität hin konstruierten Strukturen (insbesondere CDOs mit lupenreinem AAA-Rating), die das System im Jahr 2008 zum Implodieren gebracht haben.

Die gängige Theorie der Finanzwissenschaften wird also nur noch gelehrt, ist in der Praxis aber so toxisch wie die Wertpapiere, die mit ihrer Hilfe das Licht der Welt erblickt haben. Die Praktiker sind aber schon längst auf der Suche nach etwas Besserem. Die neueste Forschung versucht, die Märkte nach dem **Modell der Biologie** als ein adaptives System zu begreifen, das sich permanent an die sich stets wandelnden Umstände anpasst.

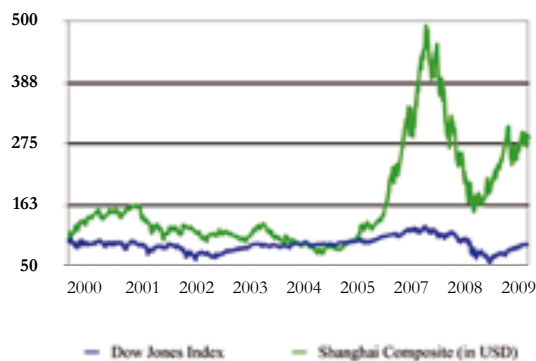
Das ist löblich und ein Schritt in die richtige Richtung. Die Theorie wird aber erst dann robust werden, wenn sie aufhört, sich *nur* als Naturwissenschaft zu begreifen. Die Ökonomie ist mindestens ebenso sehr eine **Sozialwissenschaft** und gute Ökonomen kennen sich mit Mathematik ebenso gut aus wie mit Geschichte, Psychologie und Philosophie. Es ist noch ein weiter Weg, bis die Finanzwissenschaft der Komplexität der Realität Rechnung trägt.

Die Stabilisierung des Jahres 2009 ist durch extrem niedrige Zinsen, durch ein moderates Wirtschaftswachstum in den Industrienationen und durch ein sehr gesundes Wachstum in den Schwellenländern gekennzeichnet. Das ist eine Beschreibung, mit der man auch das Jahr 2004 hätte charakterisieren können. Der wesentliche Unterschied scheint zu sein, dass die Kreditblase, die den Immobiliensektor und den Konsum in den angelsächsischen Ländern, Spanien und Teilen Osteuropas finanziert hat, sozialisiert und ein Problem der öffentlichen Hand geworden ist.

Aber so einfach ist es nicht. Die Themen mögen ähnlich sein, aber der Kontext hat sich geändert. Der Kontext ist aber oft das Wesentliche, wenn es darum geht, Prozesse und Entwicklungen einzuschätzen. Am Ende des Jahres 2009 fühlen sich zwar viele Eckdaten der Wirtschaft (Wachstum und Zinsniveau) wieder so an wie zur Mitte des Jahrzehnts, die Situation ist aber dennoch eine andere. Es wäre daher ein großer Fehler, das Jahr 2009 als eine Rückkehr zur Normalität und nicht als ein **Jahr des Wandels** zu begreifen.

Das wichtigste Beispiel ist **China**. Zu Anfang des Jahrzehnts übertraf die Wirtschaftsleistung der USA diejenige Chinas um den Faktor 10. Heute nur noch um den Faktor 4. Damit hat sich der Abstand zwischen China und den USA nicht nur quantitativ, sondern auch qualitativ eingeeengt. Vor 10 Jahren war China ein Entwicklungsland, heute kann es die globale Agenda mitbestimmen - sei es durch die Finanzierung des Defizits der Amerikaner, sei es durch die Blockade eines Klimaabkommens. Mit dem Niedergang der politischen und wirtschaftlichen Macht des Westens geht der Verlust der Vorbildfunktion einher. Seit der Finanzkrise wird in weiten Teilen der Welt bezweifelt, dass die liberale Ordnung des Westens dem autoritären Kapitalismus des Ostens überlegen ist.

#### Die Wertentwicklung der Aktienmärkte der USA und Chinas in den 00er-Jahren

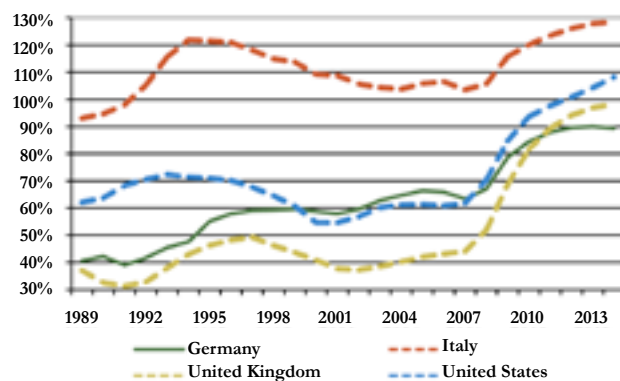




Wenn wir heute also von boomenden Schwellenländern sprechen, so geschieht dies in einem anderen Kontext als früher. Heute hat ein solcher Boom entscheidende Rückwirkungen auf die ganze Weltwirtschaft. Allein das staatliche Konjunkturpaket in China hat einen Umfang von \$ 500 Milliarden. Das ist eine Größenordnung, von der der Westen, angesichts seiner sowieso überschuldeten Haushalte, nur träumen kann. Wenn es durch dieses Paket gelingt, den Boom in China aufrecht zu erhalten, kann es der Weltwirtschaft einen entscheidenden Wachstumsimpuls geben. Wenn der Boom in Inflation und einem Platzen der Immobilienspekulation in den Städten an der Ostküste endet, kann dies das Ende der Erholung im Westen bedeuten.

Die Renaissance der Schwellenländer ist Teil einer breiteren Entwicklung, auf die wir im vorliegenden Bericht im **Ausblick 2** ausführlich eingehen werden. Das vergangene Jahr hat das Ende der G7 gesehen, die durch die G20 ersetzt worden ist. Es mag in Zukunft noch G7- oder G8-Treffen geben, aber der entscheidende Zirkel ist heute die G20. Hier wird über die kommende Finanzarchitektur entschieden. Es lohnt für Terroristen nicht mehr, die Wall Street zu sprengen, denn seit 2008 haben deren Akteure sich selbst eines Großteils ihrer Bedeutung beraubt.

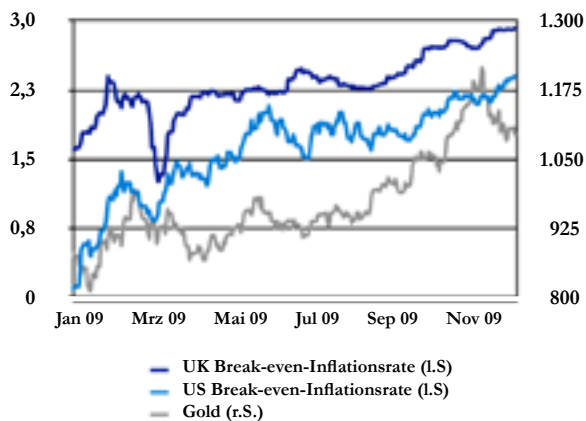
#### Staatsverschuldung im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung



Nicht nur China ist heute in einem anderen Kontext zu sehen, auch die **extrem niedrigen Zinsen** haben heute eine andere Bedeutung als zur Mitte des Jahrzehnts. In den Jahren 2002 bis 2004 gab es keine ernsthafte Gefahr einer Deflation nach japanischem Vorbild. Nicht so in der Großen Rezession von 2008/09. Daher war es diesmal nicht genug, die Zinsen in die Nähe des Nullpunktes zu führen. Die Zentralbanken mussten darüber hinaus zu einer „quantitativen“ Lockerung der Zinspolitik greifen, d.h. sie haben, um die Zinsen noch weiter zu senken und das System liquide zu machen, Anleihen oft zweifelhafter Qualität zu oft überhöhten Preisen gekauft.

Die Zinspolitik ist im Kontext einer enorm gestiegenen Staatsverschuldung zu sehen. Diese ist 2009 in den Industrienationen gewaltig gestiegen und es ist offen, wie sie abgebaut werden soll. Während in der Mitte des Jahrzehnts die Schuldenlast gering genug war, um auch ohne Steuererhöhungen (also nur über das Wirtschaftswachstum) zurückgezahlt werden zu können, hat sich die Situation 2009 geändert. Wenn die Zinsen steigen, werden zahlreiche Staaten bei der Bedienung ihrer Schulden in Schwierigkeiten kommen. Sie haben dann die Wahl zwischen Steuererhöhungen (kombiniert mit einer Reduzierung der staatlichen Wohltaten) und Restrukturierung (d.h. die Weigerung, einen Teil der Schulden zu begleichen) oder Inflationierung der Schulden.

Das Resultat der Flutung des Systems mit Geld: Gold und Inflationsgeschützte Anleihen erfreuen sich großer Beliebtheit.



Keine dieser für das Jahr 2010 anstehenden Optionen ist angenehm: Steuererhöhungen und Reduzierungen der staatlichen Ausgaben sind zwar der ehrliche Weg, bei der Bevölkerung aber äußerst unbeliebt. Sie führen in der Regel zur Abwahl der Regierungen. Derzeit gehen die Balten und die Iren diesen Weg. Die Restrukturierung nach argentinischem Vorbild führt zwar zu einer kurzfristigen Erleichterung, hat aber langfristig höhere Zinsen als Konsequenz, da einem schlecht beleumundeten Staat nur Wucherer (wie im Fall Argentiniens Herr Chávez aus Venezuela) Geld leihen. Die Inflationierung zieht ebenfalls höhere Zinsen nach sich, aber sie führt nur mittelbar und zeitverzögert zu Schmerz und Ärger. Einem Großteil der Bevölkerung bleibt die problematische Seite der Inflation verborgen und vielen Regierungen wird aus diesem Grund eine gewisse Affinität zur Inflation nachgesagt. Im **Ausblick 1** gehen wir der Möglichkeit einer politisch gewollten Inflation gesondert nach.

Kurz gesagt: die Niedrigzinsen haben im Kontext des Jahres 2009 eine andere Bedeutung als im Jahr 2003. Sie könnten leicht ein Einfallstor für eine deutlich höhere

Inflation sein, vor der sich die Anleger heute sehr viel besser schützen müssen als in der Vergangenheit. Die dramatisch gute Wertentwicklung von Gold und den inflationsgeschützten Anleihen der USA und Großbritanniens geben vielleicht einen Vorgeschmack auf die kommende Entwicklung.

Eine dritte Kontextverschiebung hat im Jahr 2009 im **Bankensektor** stattgefunden. Zwar sehen die Banken heute wieder stabil aus: sie machen gute Gewinne und zahlen gute Gehälter. So soll es eigentlich sein. Aber sie sind in zweierlei Hinsicht heute ein größeres Problem denn je. Es hat eine **starke Konzentration** im Banksektor gegeben: in den USA haben allein 2009 noch einmal über 140 Banken pleite gemacht. Viele schwache Banken wurden von stärkeren Konkurrenten übernommen. In Deutschland hat die malade Commerzbank die noch maladere Dresdner Bank übernommen und ist dadurch deutlich größer und wichtiger geworden. Auf der anderen Seite schrumpfen die Landesbanken scheinbar unaufhörlich der Bedeutungslosigkeit entgegen. Die systemrelevanten Banken sind heute erheblich systemrelevanter als noch zu Anfang des Jahres 2008. In diesen Banken reden nun die Regierungen mit, was unser Vertrauen in das System nicht größer macht.

Darüber hinaus kommt diesen vergrößerten Banken eine noch **wichtigere Rolle** zu. Es ist bis heute nicht gelungen, den Markt für Kreditverbriefungen zu reanimieren. Bis auf wenige Ausnahmen ist das sogenannte „Schattenbankensystem“, über das ein erheblicher Teil der Kreditfinanzierungen seit der Jahrtausendwende letztlich gelaufen ist, nach wie vor tot. Das bedeutet aber, dass die Banken die Lücke schließen müssen. Sie werden die Refinanzierung auslaufender Immobilienkredite auf die eigene Bilanz nehmen müssen. Ohne den Kontext des Schattenbankensystems werden die verbleibenden Banken noch wichtiger für die Versorgung der Wirtschaft mit Geld und verlieren gleichzeitig eines ihrer wichtigsten Werkzeuge für das Risikomanagement. Der auf diese Weise **stärker konzentrierte und wichtiger gewordene Bankensektor des Jahres 2010 ist aber noch nicht stabil**, darüber sollte man sich keine Illusionen machen. Die bis zum Ende des Jahres 2010 erwarteten Abschreibungen belaufen sich in den USA auf \$ 420 Mrd., in Euroland auf \$ 470 Mrd., in Großbritannien auf \$ 140 Mrd. und im Rest Westeuropas auf \$ 120 Mrd. Das bedeutet, dass die Banken entweder noch lange unterkapitalisiert bleiben (und zu wenig Kredite geben) oder weiterhin vom Staat oder den Altaktionären über Kapitalerhöhungen gestützt werden müssen. Es sind faule Kompromisse zu erwarten, so dass die Banken im Kern noch lange nicht gesund sein werden.



## Anlagepolitik

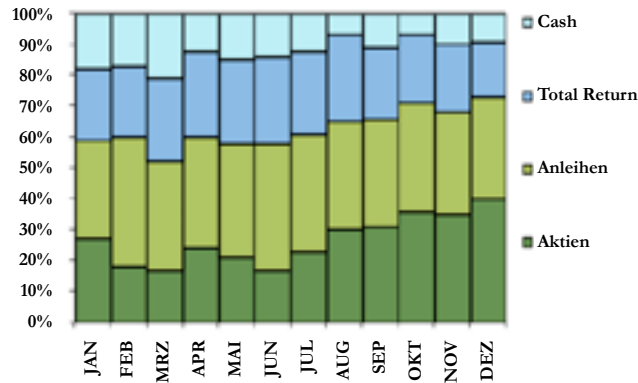
To see what is in front of one's nose needs a constant struggle.

- George Orwell

In diesem sich stark ändernden Umfeld ist unsere Anlagepolitik verhältnismässig stabil geblieben. Im Herbst 2008 wurden alle Anleihen mit der Ausnahme von Staatsanleihen ausgesprochen billig. Die Kreditmärkte waren nach der Lehman-Pleite praktisch eingefroren und zum ersten mal seit Menschengedenken waren sogar Pfandbriefe nicht mehr handelbar. Zu diesem Zeitpunkt gab es zwei gute Gründe, Unternehmensanleihen zu kaufen: Erstens war in ihrer Bewertung das Worst-Case-Szenario bereits enthalten. Man konnte daher nicht davon ausgehen, mit diesen Wertpapieren Geld zu verlieren, solange man nicht gezwungen war, sie zu verkaufen. Zweitens bedeuten die niedrigen Kurse der Anleihen extrem hohe Zinsen für die Unternehmen. Wenn Unternehmen solche Zinsen an die Anleihengläubiger zahlen müssen, bleibt für die Aktionäre nicht viel übrig. Daher mussten, bevor die Kurse der Aktien steigen konnten, die Zinsen sinken und damit die Kurse der Anleihen steigen.

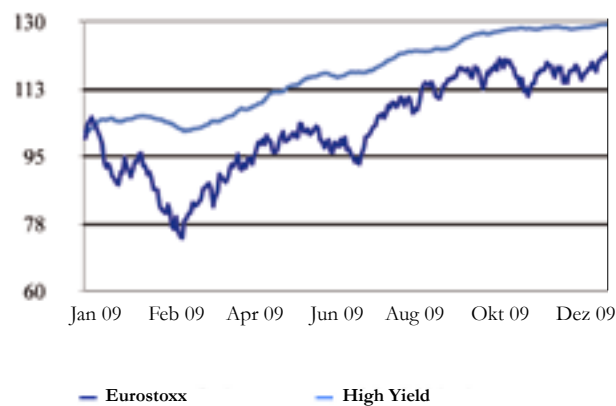
Die Idee, Unternehmensanleihen zu kaufen, ist im letzten Jahr gut aufgegangen, weshalb wir unsere Allokation, allen Turbulenzen am Aktienmarkt zum Trotz, im Jahresverlauf nicht radikal ändern mussten. Unternehmensanleihen haben sich von einem extrem unbeliebten Investment (wegen ihrer Illiquidität) zu einem extrem beliebten (wegen der hohen Zinsen) gemausert. Die gute Wertentwicklung der Anleihen hat uns darüber hinweg geholfen, dass wir erst relativ spät damit begonnen haben, die Aktienquote aufzustocken. Der Schlüssel zum Erfolg lag darin, zu erkennen, dass die Kreditmärkte 2008 stärker gelitten hatten als die Aktienmärkte und daher ein größeres Aufholpotential hatten.

### Allokation im Phaidros Fonds Balanced im Jahr 2009



Wir hatten bis in den Sommer Schwierigkeiten damit, die lange Zeit katastrophalen Wirtschaftsdaten mit den boomenden Aktienmärkten zu versöhnen. Wir hatten Zweifel am Erfolg der verschiedenen Programme zur Stützung des Finanzsystems und der Wirtschaft und halten auch heute noch einen Rückfall in eine Rezession für möglich. Derzeit ist der Läufer gedopt und aus seiner aktuellen Form lässt sich kaum ablesen, in welcher Verfassung er ist, wenn die Wirkung der Spritzen nachlässt. Angesichts des Zwangs zur Sparsamkeit in den hoch verschuldeten Industrienationen halten wir eine lange Phase ausgesprochen mäßigen Wachstums für die wahrscheinlichste, aber gleichzeitig auch für die bestmögliche Entwicklung. Daher haben wir bis zum Jahresende unsere Aktienquoten nicht voll ausgeschöpft.

### Hochverzinsliche Anleihen hatten 2009 im Vergleich zu Aktien eine etwa ebenso gute, dafür aber wesentlich gleichmäßigere Entwicklung



Angesichts der Inflationsgefahr in den USA und Großbritannien haben wir die Währungen dieser Länder weitgehend gemieden. Zum Ende des Jahres hat sich diese Haltung aber gegenüber dem US-Dollar gewandelt. Erstens gab es einen starken Konsens, der dem Dollar einen weiteren Verfall voraussagte. Solche Einmütigkeit deutet selten in die richtige Richtung. Zweitens beginnen sich einige der Ungleichgewichte, welche die eigentliche Ursache des Dollarverfalls sind, wieder zu korrigieren. Die Haushalte beginnen zu sparen und das Leistungsbilanzdefizit verringert sich. Die große verbliebene Gefahr für den Dollar ist heute die Staatsverschuldung der USA.

Die Abwertung von Sterling und Dollar wird nicht so bald korrigiert werden, denn sie ist für die Zentralbanken Englands und der USA eines der wesentlichen Instrumente, eine Deflation zu vermeiden. Es ist eine der wichtigsten Lehren aus der Weltwirtschaftskrise Anfang der 30er-Jahre, dass die Wende zum Besseren erst durch die Abwertung der Währungen - in diesem Fall gegenüber dem Gold - eingetreten ist. Dieser Schnitt hat damals übrigens, allen Unkenrufen zum Trotz, keine Inflation ausgelöst.

## Gewinner des Jahres:

### Gold

Nicht nur die Nachfrage-, auch die Angebotsseite stützt derzeit den Goldpreis: In den letzten Jahren ist die weltweite Fördermenge der Minengesellschaften gefallen. Zum einen finden sich immer weniger große Goldvorkommen, da lange keine neuen Felder mehr erschlossen wurden. Zum anderen hat sich der durchschnittliche Goldgehalt des zu Tage geförderten Gesteins verringert.

Auch die Zentralbanken fallen als Nettoverkäufer aus. Länder mit hohen Überschüssen wie China, Russland, Brasilien und Indien diversifizieren ihre Währungsreserven und sind teilweise bereits als Käufer auf dem Goldmarkt aufgetreten. Derzeit halten sie als Gruppe weniger als 5% ihrer Reserven in Gold.

Vieles spricht für eine Ausweitung der Nachfrage. Über 40% der weltweiten Schmucknachfrage kommt aus zwei der wachstumsstärksten Regionen der Erde, Indien und China. Zum anderen sehen viele Anleger Gold als Sicherheit gegen einen erneuten Rückschlag an den Finanzmärkten und als Schutz vor einer Inflation. Hinzu kommt, dass Staatsanleihen nur noch sehr niedrige Zinsen abwerfen, so dass der große Nachteil des Goldes, keine laufenden Erträge zu generieren, gegenüber den „sicheren“ Anleihen fast verschwunden ist.

Im Jahr 2009 stieg der Goldpreis um 24% in US-Dollar (in EUR um 21%) auf knapp \$ 1.100 pro Feinunze (31,1g). In der letzten Hochphase - im Januar 1980 - erreichte Gold einen Höchststand von \$ 850. Inflationsbereinigt entspräche dies einem heutigen Wert von \$ 2.352. Historisch betrachtet, müsste sich Gold also mehr als verdoppeln, um die alten Höchststände zu erreichen. Auf diesen Wert spekulierten 2009 eine Reihe von Investoren und wurden mit guten Ergebnissen belohnt.

Gold hat einen mythischen Platz in der Seele des Menschen, es taugt zum Idol. Daher wäre es ein Fehler, seine Anziehungskraft gerade in Krisenzeiten zu unterschätzen. Allen Investoren sollte allerdings klar sein, dass es sich bei der neu entdeckten Liebe zum Gold tatsächlich um eine Mode handelt. Wenn mancherorts argumentiert wird, Gold sei die einzige Währung, die sich nicht korrumpieren lasse und man solle zur Golddeckung zurückkehren, so ist dieses Gerede geschichtsvergessen und nicht nachvollziehbar. Geschichtsvergessen, weil es gerade die Lösung vom Goldstandard war, die in der Weltwirtschaftskrise 1929 bis 1932 die Spirale der Deflation gebrochen und eine Rückkehr zu Wachstum ermöglicht hat. Die Zentralbanken sind sich heute der Ursachen der großen Depression zu bewusst, als dass sie in eine Krise hinein einen der Hauptfehler der damaligen Zeit wiederholen würden. Nicht nachvollziehbar ist darüber hinaus schon immer, warum Gold als Währung taugen sollte: Warum sollte das Ausmaß der Geldzirkulation und des Kredits in einer Volkswirtschaft davon abhängen, wie viel Gold sich zufällig in den Kellern der jeweiligen Zentralbank befindet? Hier gibt es keinen logischen Zusammenhang.

Gold wird noch eine Weile ein Thema bleiben und vielleicht noch etwas steigen. Je höher aber der Zinssatz und je gesünder die Wirtschaft in den kommenden Jahren wird, desto stärker wird das Gold seinen Glanz verlieren - insbesondere in den Augen der armen Teufel, die nicht rechtzeitig verkauft haben.



## Wertentwicklung

Integrity without knowledge is weak and useless,  
and knowledge without integrity is dangerous and dreadful. - Samuel Johnson

Die Wertentwicklung unserer Anlagen war ausgesprochen erfreulich: Wir konnten die Verluste des Jahres 2008 weitgehend wieder ausgleichen. Für den Phaidros-Fonds Balanced A, der für Anleger mit durchschnittlicher Risikoneigung aufgelegt worden ist und in dem wir unsere Strategie exemplarisch umsetzen, können wir einen Gewinn von 23,9% für das Jahr 2009 verzeichnen. Der Verlust im Katastrophenjahr 2008 ist damit zwar nicht vergessen, aber immerhin verschmerzt, denn der Fonds hat seit dem 31.12.2007 eine positive Wertentwicklung von +3,2% aufzuweisen.

Der Vergleichsindex, der sich je zur Hälfte aus dem Welt-Aktienindex MSCI-World und dem RexP, dem Index für Deutsche Staatsanleihen, zusammensetzt, wurde deutlich geschlagen.

Damit hat unsere Strategie seit der Auflegung des Fonds im 2. Quartal 2007 einen Gewinn von 1% gemacht, während der Vergleichsindex mit -7% abgeschnitten hat. Insgesamt kann sich das Ergebnis sehen lassen, zumal die Aktienmärkte heute noch gut ein Viertel unter ihren Höchstkursen notieren.

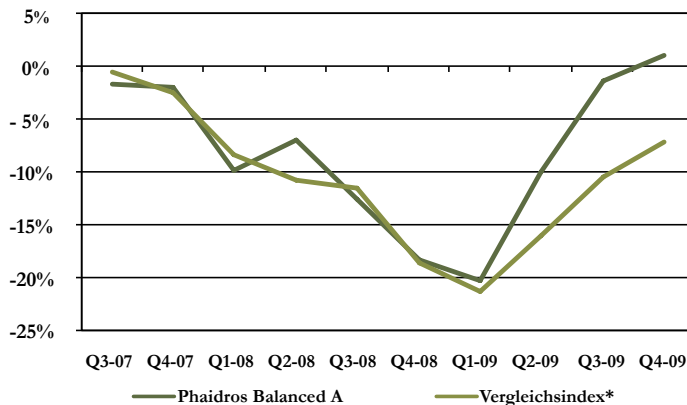
Die Entscheidung, Unternehmensanleihen zu kaufen, hatte insbesondere im dritten Quartal 2008 zu erheblichen Buchverlusten geführt. Da wir diese Verluste aber nicht realisiert hatten, konnten wir im Jahr 2009 an der größten Rallye teilnehmen, die es bei Unternehmensanleihen je gab. Daher war die relativ geringe Aktienquote, die wir bis in den Sommer beibehalten hatten, kein Problem für die Wertentwicklung.

	2007		2008				2009				Total
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
<b>Phaidros Balanced A</b>	-1,76 %	-0,35 %	-8,01 %	3,13 %	-5,91 %	-6,69 %	-2,25 %	12,89 %	9,55 %	2,47 %	1,01 %
<b>Benchmark *</b>	-0,56 %	-2,11 %	-6,05 %	-2,53 %	-0,88 %	-8,13 %	-3,06 %	6,54 %	6,70 %	3,62 %	-7,32 %

\* Benchmark: 50% MSCI World in EUR, 50% RexP



### Wertentwicklung des Fonds und des Vergleichsindex



Bei den Unternehmensanleihen haben wir uns, sobald klar war, dass die Regierungen keine systemrelevanten Banken und Versicherungen (mehr) fallen lassen würden, stark auf Anleihen dieser Emittenten konzentriert. Unsere besten Ergebnisse haben wir hier mit Anleihen der AIG erwirtschaftet, die sich gut verdoppelt haben. Die Anleihen von Citigroup, Morgan Stanley und Merrill Lynch haben sich weniger spektakulär, aber ebenfalls sehr erfreulich entwickelt. Die Wandelanleihe der zu Anfang 2009 beinahe insolventen Immofinanz stieg um 441% und war damit der beste Wert im Depot.

Verlierer gibt es auch in Jahren wie 2009. Unseren größten Verlust haben wir mit der Wandelanleihe von Solon gemacht, die wir mit einem Abschlag seit Jahresanfang von gut 14% verkauft haben. Die Konkurrenz aus China macht der deutschen Solarbranche sehr schwer zu schaffen und Insolvenzen sind in diesem Sektor nicht mehr ausgeschlossen.

Ein für uns wichtiger Faktor ist die **Volatilität**, also die Schwankungsintensität, mit der wir unsere Ergebnisse erwirtschaften. Wir versuchen unsere Anlagen immer so zu wählen, dass die Wertentwicklung möglichst gleichmäßig erwirtschaftet wird. Während unser Vergleichsindex eine Standardabweichung von 16% hatte, lag sie im Fonds lediglich bei 8%. **Wir konnten also im Vergleich zur Benchmark eine bessere Wertentwicklung bei geringerer Volatilität erwirtschaften.** Damit hat der Fonds nicht nur im Verhältnis zum Vergleichsindex, sondern auch im Vergleich zu den anderen gemischten Fonds, ein hervorragendes Ergebnis erwirtschaftet.



## Ausblick 1: Inflation

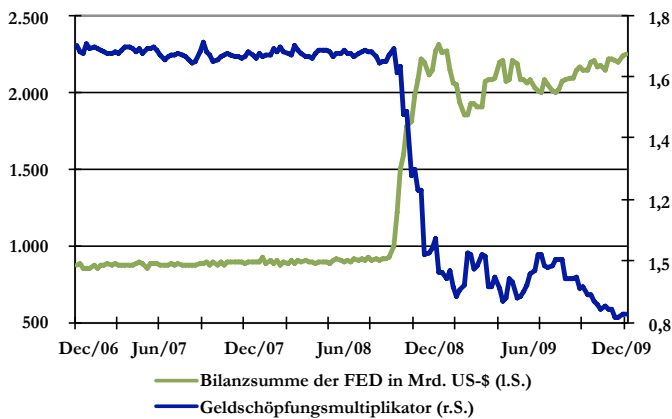
Lenin hatte sicherlich Recht. Es gibt keinen subtileren, keinen sichereren Weg, die bestehende Basis einer Gesellschaft umzuwälzen, als ihre Währung zu korrumpieren.  
- John Maynard Keynes, *Die Wirtschaftlichen Folgen des Friedensvertrages*

Unter den professionellen Prognostikern besteht weitgehende Einigkeit, dass anziehende Inflationsraten erst wieder ein Thema sein werden, wenn sich die Konjunktur in den USA und der Eurozone nachhaltig erholt hat. In der aktuellen Situation verhindern die durch die Rezession aufgetretene Produktions-Lücke („output gap“) und die bestehende Nachfrage- und Konsumschwäche ein Ausbrechen inflationärer Tendenzen. Beim Ausblick für die nächsten Jahre scheiden sich jedoch die Geister: Während manche Experten auf das Beispiel Japan verweisen, wo trotz hoher Defizite, steigender Staatsverschuldung und gewaltiger Anstrengungen der Zentralbank die Inflationsrate seit Mitte der 90er Jahre in der Nähe der Nulllinie liegt, warnen andere Experten bereits seit einiger Zeit vor den mittel- und langfristigen Folgen der von den Notenbanken hervorgerufenen Geldschwemme für die Preisentwicklung.

Die FED neigt dem zweiten Lager zu: Dort rechnet man mit deutlich höheren Inflationsraten für die nächsten zwei bis vier Jahre. In der Vergangenheit hat die FED im Durchschnitt erst zweieinhalb Jahre nach Ende einer Rezession die Zinsen wieder angehoben. Geht man davon aus, dass die Rezession zur Jahresmitte 2009 zu Ende gegangen ist, bedeutet dies, dass eine Zinserhöhung nicht vor 2012 zu erwarten wäre. Allerdings wird die FED diesmal nach eigener Aussage bereits mit einer Rückführung der expansiven Geldpolitik beginnen, sobald die ersten Anzeichen für einen nachhaltigen Rückgang der Arbeitslosenquote sichtbar werden. Damit ist aber frühestens Ende 2010 zu rechnen. Darüber hinaus wird sie besonders auf die Entwicklung der Produktions-Lücke und der Inflationsrate achten.

Die vielfach zitierte Verdoppelung der Bilanzsumme der FED auf über \$ 2.000 Mrd. stellt zumindest aktuell noch keine Gefahr dar, da sich der Geldschöpfungsmultiplikator von seinem Kollaps nach der Lehman-Pleite immer noch nicht erholt hat. In den nächsten Monaten wird es vor allem darauf ankommen, wie die FED bei Beibehaltung der Nullzinspolitik die Öffentlichkeit auf eine Rückführung des „quantitative easing“ vorbereitet, zumal nach wie vor ihre Absicht im Raum steht, im ersten Quartal 2010 erneut Wertpapiere im Volumen von \$ 1.725 Mrd. aufzukaufen. Die Kunst wird darin bestehen, darzulegen, inwieweit dieses Kaufprogramm mit der Zielinflationsrate von 2% und dem Potentialwachstum von 3% vereinbar ist.

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



Vielerorts hört man den Vorwurf an die Notenbanken, die aktuelle Geldpolitik sei zwar für die Realwirtschaft angemessen, fördere aber gleichzeitig eine neue Spekulationsblase an den Finanzmärkten, die nach ihrem Platzen erneut einen Rückfall in die soeben überwunden geglaubte Rezession bedeuten würde. Zur Untermauerung dieser These wird gerne der Anstieg der Aktienmärkte seit März oder der Rohstoffpreise herangezogen und mit dem Anstieg der US-Immobilienpreise bis 2007 oder der Entwicklung des japanischen Aktienmarkts in den 80er Jahren verglichen.

Aber auch Notenbanker haben aus der Finanzkrise gelernt: So geloben FED und EZB, in Zukunft stärker eine mögliche Asset-Preis-Inflation in ihren geldpolitischen Entscheidungen zu berücksichtigen. Hierfür soll vor allem das Kreditwachstum stärker überwacht werden, da Spekulationsblasen wie die jüngste, die ja gerade durch eine starke Ausweitung der Kreditvergabe befeuert wurde, als besonders gefährlich gelten.

Bedeutet dies, dass die Notenbanken der derzeitigen Liquiditätshausse schnell wieder ein Ende machen werden? Dies ist unwahrscheinlich, da die Realwirtschaft die expansive Geldpolitik weiterhin benötigt, um sich vollständig von den Folgen der Finanzkrise zu erholen. Zudem ist der Aufschwung an den Finanzmärkten diesmal weniger problematisch, da er nicht kreditinduziert. Trotzdem wird sich diesmal die FED nicht dem Vorwurf aussetzen wollen, zu spät reagiert zu haben.

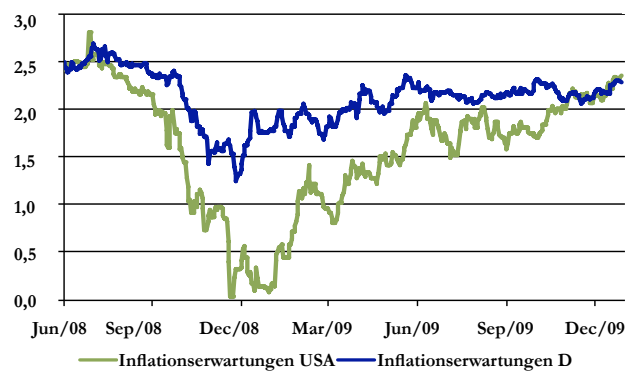
Interessanterweise kritisieren vor allem Vertreter asiatischer Notenbanken und Regierungen die FED für ihre vermeintlich übermäßig expansive Geldpolitik. Da diese Länder, allen voran China, einerseits in einer wesentlich besseren konjunkturellen Verfassung sind als die USA und andererseits aufgrund der **Bindung ihrer Währungen an den US-\$** auf eine eigenständige Geldpolitik verzichten, wächst die Furcht vor Blasen gerade im Immobilienbereich, aber auch an den Aktienmärkten. Es ist unwahrscheinlich, dass sich die FED von dieser Kritik beeindruckt lässt: Erstens richtet sie ihre Geldpolitik an den Bedürfnissen der USA aus und zweitens stellen die niedrigen Zinsen ein willkommenes Druckmittel dar, die asiatischen Länder über eine Aufwertung ihrer Währungen wieder zu einer eigenständigen Geldpolitik zu bewegen.

Zusammenfassend **spricht zurzeit wenig für ein deutliches Anziehen der Inflationsrate**. Eine Lehre aus dem Jahr 2008 ist allerdings, sich auch mit vermeintlich unwahrscheinlichen Ereignissen zu beschäftigen (sogenannten „tail risks“). Für das dargestellte günstige Inflationsszenario bestehen vor allem zwei Risiken: Die Fokussierung der Geldpolitik auf die **Produktionslücke** und die Nutzung einer höheren Inflationsrate als **Ausweg aus der Verschuldungsproblematik**.

Die **Produktionslücke** ist eine Kennziffer für die ungenutzten Kapazitäten in einer Volkswirtschaft. Sie misst den Unterschied zwischen der tatsächlichen Produktion und jener bei ausgelasteten Kapazitäten (dem Produktionspotential). Die Produktionslücke ist schwierig abzuschätzen, aber dennoch ein bei Notenbanken populäres Instrument zur Bestimmung des Inflationspotentials. Die herrschende Meinung ist, dass durch die schwere Rezession die Produktionslücke in den USA zwischen 5% und 6% liegt und damit die Inflationsgefahr vernachlässigbar ist. Deshalb könnte sich die FED damit in Sicherheit wiegen und tatsächlich erst relativ spät ihre expansive Geldpolitik zurückdrehen. Hinzu kommt der politische Druck: Auch in den USA werden bei steigender Arbeitslosigkeit keine Wahlen gewonnen.

Geht man allerdings davon aus, dass der Rückgang in der tatsächlichen Produktion in erster Linie durch den Anstieg der natürlichen Arbeitslosigkeit verursacht ist, liegt die Produktionslücke bei nur 2%. Damit wäre das Inflationspotential deutlich höher als gedacht. Dies ist umso beunruhigender, als empirische Untersuchungen nachgewiesen haben, dass der Anstieg der Inflationsrate in den 70er Jahren im wesentlichen auf Fehleinschätzungen der FED in Bezug auf die Höhe der Produktions-Lücke zurückzuführen ist.

Inflationserwartungen in den USA und in Deutschland haben sich in den letzten Monaten zwischen 2% und 2,5% eingependelt.



Die zweite und gefährlichere Bedrohung für ein günstiges Inflationsszenario besteht in der Suche nach einem Ausweg aus der galoppierenden Staatsverschuldung: So sieht beispielsweise der frühere IWF-Chefvolkswirt und jetzige Harvard-Professor Kenneth Rogoff in höheren Inflationsraten eine Möglichkeit, die fiskalischen Probleme vieler Regierungen zu lösen. Das Argument lautet wie folgt: Die staatliche Verschuldung wird durch die expansive Fiskalpolitik so kräftig ansteigen, dass es unmöglich sein wird, sie durch höheres Wirtschaftswachstum wieder auf ein vertretbares Niveau zurückzuführen. Ein zusätzlicher Schulden-Schub wird eintreten, wenn die Notenbanken das Ende der expansiven Geldpolitik einläuten und damit die Zinslast für die Bedienung der Staatsschulden ansteigen wird. Um die Schuldenquote wieder zurückzuführen, gibt es neben staatlichen Ausgabenkürzungen nur noch die Alternative einer kontrollierten Inflation über einen mittelfristigen Zeitraum. Da in den westlichen Industrieländern etwa 75% der Staatsverschuldung mittel- bis langfristiger Natur und

nicht inflationsindexiert ist, würde nach Berechnungen von Rogoff bei einer Inflationsrate von 6% über die nächsten 5 Jahre die Verschuldungsquote zwischen 8% und 9% niedriger sein, als wenn die Inflationsrate bei dem aktuellen Zielwert von 2% liegt.

Schon das bloße Auftreten einer Diskussion über die Möglichkeit einer Periode mit beabsichtigter spürbarer Inflation als dem geringeren Übel ist ein Indiz für ein sich änderndes Denkmuster. Zwar sind die Notenbanken formell ausreichend unabhängig, um einem von politischer Seite kommenden Druck zu widerstehen, die Staatsschuld „wegzuinflationieren“. Die Gefahr besteht jedoch, dass Notenbanken (und hier vor allem Teile der FED, die EZB ist kaum gefährdet) aus eigenem Antrieb eine höhere Inflationsrate als Mittel zur Schadensbegrenzung bzw. zum Abbau der realen Schuldenlast anstreben. Wenn nämlich ein nachhaltiger Abbau der Staatsverschuldung durch Ausgabenkürzungen nicht machbar ist, dann – so lautet das Argument – kann es für Notenbanken sinnvoller sein, durch eine frühzeitige kontrollierte Inflationierung den realen Wert der Schulden zu reduzieren, als abzuwarten und die reale Schuldenlast anwachsen zu lassen. In diesem Fall würde ein dann später auftretender Inflationsschub noch viel heftiger und nicht steuerbar ausfallen. Mit Beginn des massiven „quantitative easing“ haben vor allem die Notenbanken in den USA und Großbritannien bereits diesen Weg eingeschlagen. So hat beispielsweise die Bank von England erst jüngst ihr Programm zum Kauf von Anleihen auf £ 200 Mrd. aufgestockt und pumpt damit eine Summe in den Markt, die größer ist als das gesamte Haushaltsdefizit Großbritanniens in diesem Jahr. Es ist derzeit noch völlig unklar, wer die Staatsdefizite der USA und Englands finanzieren soll, wenn die Zentralbanken sich aus diesem Geschäft zurückziehen - dies allein könnte ein Grund für einen stärkeren Kursverfall an den Rentenmärkten werden.

Dass der Vorschlag, die Staatsschuld „wegzuinflationieren“, ein Spiel mit dem Feuer ist, liegt auf der Hand. Selbst Rogoff sieht die Gefahr, dass sich eine Lohn-Preis-Spirale in Gang setzt und die Inflationsrate auf 20%-30% ansteigt. Nicht zuletzt warnt der IWF mit dem Hinweis auf die Situation in den 70er Jahren vor derartigen Experimenten: damals lagen die Inflationsrate und die Rendite 10-jähriger Anleihen im Schnitt bei gut 7% und damit mehr als doppelt so hoch wie heute.

Die dargestellten Fakten lassen auf Sicht der nächsten Monate einen nur **leichten Anstieg der Inflationserwartungen und damit auch der tatsächlichen Inflationsraten erwarten**. Dies bedeutet innerhalb der Eurozone Raten zwischen 2% und 3% und in den USA zwischen 3% und 4%. Zum Vergleich: die aus den inflationsgeschützten Anleihen ableitbaren Inflationserwartungen liegen aktuell bei 2% für Deutschland und 2,4% für die USA. Mit diesen Erwartungen befinden wir uns in guter Gesellschaft: Hyman Minsky, einer der wenigen Finanzmarktökonomien, die sich derzeit großer Beliebtheit erfreuen, hat bereits in den 80er Jahren für die aktuelle Situation – also eine Volkswirtschaft, die sich nur langsam von einer Finanzkrise erholt und mit hoher Arbeitslosigkeit zu kämpfen hat - nur ein gemäßigtes Inflationspotential vorhergesagt.

Auch wenn wir lediglich von einem moderaten Anstieg der Inflationsraten ausgehen, bleiben langlaufende Staatsanleihen aus Großbritannien und den USA das schlechteste Investment. Diese sollte man lieber durch inflationsgeschützte Anleihen ersetzen. Die Assetklassen, die bislang schon von der Reflationierungspolitik der Zentralbanken profitiert haben, also vor allem Aktien und Rohstoffe, werden auch in Zukunft die Nutznießer der skizzierten Entwicklung sein.



## Ausblick 2: Emerging Markets

Geld hat kein Vaterland; Finanziere haben keinen Patriotismus  
und keinen Anstand; ihr einziges Ziel ist Gewinn. - *Napoléon Bonaparte*

„...It was emerging markets, most notably China, that pulled the world back from the brink of financial meltdown – not the US, the world’s largest economy. We are no longer in a world driven by the US, but one driven by emerging markets.”

“The future of finance depends on the future of emerging markets. And it is not just investors who know this. Even politicians have come to realise it.”

Diese Aussagen aus der Financial Times im November machen deutlich, welche Bedeutung mittlerweile den Schwellenländern eingeräumt wird. Das ist eine 180-Grad-Drehung gegenüber den letzten 15 Jahren, als Schwellenländer hauptsächlich aufgrund internen Missmanagements negative Schlagzeilen machten: Man denke nur an die Asienkrise 1997, die Russlandkrise 1998 und den argentinischen Staatsbankrott 2001. Doch spätestens mit Beginn der Finanzkrise hat sich vieles verändert: Die meisten Schwellenländer haben Lehren aus den vergangenen Krisen gezogen und konnten durch eine kluge Wirtschaftspolitik die Stürme der letzten beiden Jahre besser überstehen als die meisten Industrieländer.

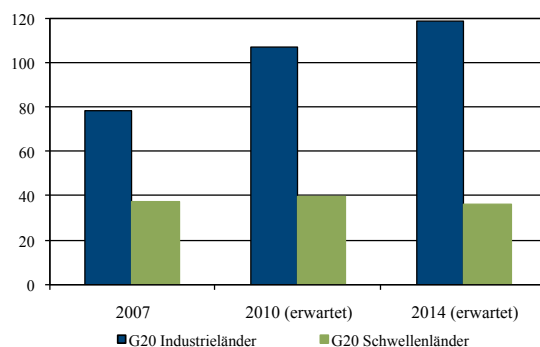
Neben dem höheren Wachstumspotential verfügen Schwellenländer heute aber auch über die Eigenschaften, die man früher an den Industrieländern geschätzt hat: solide Staatsfinanzen, eine ausgeglichene oder sogar positive Leistungsbilanz und ein funktionstüchtiges Bankensystem. Ausnahmen wie jüngst in Dubai bestätigen (hoffentlich) die Regel.



Dass vor allem die Schwellenländer aus Asien die aktuelle wirtschaftliche Erholung anführen, liegt nicht zuletzt an der stark expansiven Geld- und Fiskalpolitik, die zum einen die Verwerfungen an den regionalen Finanzmärkten lindern und den Rückgang der Inlandsnachfrage auffangen konnte. Zinssenkungen bzw. die Lockerung von Kreditbeschränkungen in China brachten die Kreditvergabe wieder in Gang. Die expansiven fiskalpolitischen Maßnahmen waren aber auch nur möglich, da die meisten Schwellenländer zu Beginn der Krise in einer besseren fiskalischen Position als die westlichen Industrieländer waren. Deren durchschnittliche Verschuldungsquote lag bereits vor Beginn der Finanzkrise bei 78% und wird nach Einschätzung des IWF bis 2014 auf annähernd 120% ansteigen. Die zu den G20 gehörenden Schwellenländer (Argentinien, Brasilien, China, Indien, Indonesien, Mexiko, Russland, Saudi Arabien, Südafrika, Türkei) hingegen sind mit einer durchschnittlichen Verschuldungsquote von nur 37% in die Krise gegangen. Laut IWF wird sie auch in den nächsten Jahren nicht ansteigen.

Im Gegensatz zu den Industrieländern ist auch die Verschuldung der privaten Haushalte in den Schwellenländern gering: Während sie in den Industrieländern im Durchschnitt bei 80% des Bruttoinlandsprodukts liegt (in den USA, Großbritannien und Japan sogar bei über 100%), beträgt sie in Lateinamerika nur 12% und in den asiatischen Schwellenländern knapp 30%. In China liegt außerdem die Sparquote der privaten Haushalte bei einem für westliche Verhältnisse unvorstellbaren Wert von über 30%.

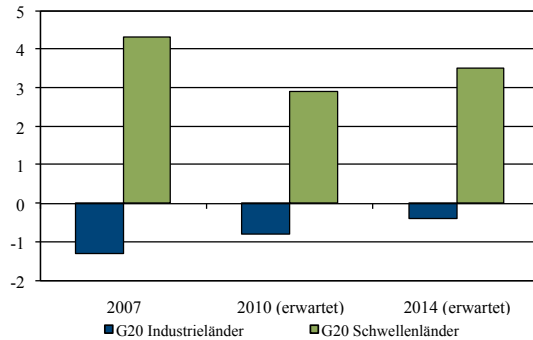
#### Schuldenquoten der Industrie- und Schwellenländer



Ähnliches gilt für die Entwicklung der Leistungsbilanz: Während die meisten Schwellenländer bis Ende der 90er Jahre noch ein Leistungsbilanzdefizit aufwiesen, hatten

sie zu Beginn der Finanzkrise 2007 bereits einen aggregierten Leistungsbilanzüberschuss von 4% des Bruttoinlandsprodukts (China sogar von 11%). Gleichzeitig wurde die Auslandsverschuldung von 36% des Bruttoinlandsprodukts in den 90er Jahren auf aktuell 26% gesenkt. China allein ist im Laufe der letzten 10 Jahre zur weltgrößten Gläubigernation geworden mit Währungsreserven von bald 2.500 Milliarden Dollar.

#### Leistungsbilanzsaldo der Industrie- und Schwellenländer



Betrachtet man die weltgrößten Banken (gemessen an ihrer Börsenkapitalisierung) heute und vor 5 Jahren, zeigt sich, dass die Finanzkrise in erster Linie ein Problem der entwickelten Welt ist: 2004 befand sich unter den Top 12-Banken mit HSBC nur ein Institut, das, obwohl formal britisch, den Emerging Markets zuzurechnen ist. Heute rangieren neben HSBC und der spanischen Banco Santander (die ihren Gewinn hauptsächlich in Lateinamerika erzielt) allein drei chinesische Banken unter den Top 12. Größte Verlierer sind die britischen Banken, die mit der Ausnahme HSBC nicht mehr unter den Top 12 zu finden sind (2004 war Großbritannien noch mit drei Instituten vertreten) und die Schweizer Banken. Die USA haben hingegen ihre Position weitgehend behauptet: unter den 12 größten Banken kommen heute fünf aus den USA, vor fünf Jahren waren es noch sechs. Trotzdem haben die US-Institute in der Finanzkrise überdurchschnittlich stark an Marktkapitalisierung eingebüßt.

Was bedeutet nun der wachsende wirtschaftliche und politische Erfolg der Schwellenländer für europäische Anleger? Der Zufluss von Kapital in diese Regionen wird sich beschleunigen, da sie bislang nur einen kleinen Teil des Investmentuniversums darstellten. Zwar hat sich das verwaltete Volumen in Schwellenländerfonds in den letzten 10 Jahren auf \$ 560 Mrd. fast verzehnfacht. Das macht aber nach wie vor nur etwa 15%

des verwalteten Fondsvolumens in den entwickelten Aktienmärkten aus. Der Anteil der Schwellenländer an der Marktkapitalisierung aller Aktienmärkte beträgt nur 11%, obwohl diese Länder 30% des weltweiten Bruttoinlandsprodukts erwirtschaften und die durchschnittliche Allokation eines institutionellen Anlegers liegt bei mageren 5%.

Obwohl die meisten Schwellenländer bereits Nettokapitalexporteure sind und keinen Kapitalimport benötigen, ist trotzdem mit weiteren Mittelzuflüssen zu rechnen. Ein Anstoß hierfür könnte aus einem veränderten Risikoprofil dieser Märkte kommen. In den Jahren vor der Finanzkrise waren Investitionen in den Schwellenländern eine gehobelte Wette auf die Entwicklung der Aktienmärkte in den Industrieländern. Liefen diese gut, floss Geld in die Schwellenländer und die dortigen Aktienmärkte entwickelten sich noch besser. Liefen die entwickelten Aktienmärkte aber schlecht, kam es zu Mittelabflüssen und Emerging Markets Aktien verloren überdurchschnittlich an Wert. Um diesen Zyklus zu durchbrechen, hat Brasilien Kapitalverkehrskontrollen eingeführt und damit signalisiert, dass man vor allem an längerfristigen Investoren interessiert ist und nicht an so genanntem „Hot Money“. Zusammen mit den Erfahrungen aus der Finanzkrise könnte dies zu einer **Neubewertung der Risiken in Schwellenländern** führen und dafür sorgen, dass Investitionen dort in Zukunft als weniger exotisch angesehen werden. Da außerdem Kapitalzuflüsse den Aufwertungsdruck auf die Währungen der Empfängerländer erhöhen, dürfen amerikanische und europäische Investoren mit weiteren **Währungsgewinnen** rechnen.

Kapitalzuflüsse in die Schwellenländer haben darüber hinaus noch eine positive volkswirtschaftliche Wirkung: Durch sie werden sich die starken globalen Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen verringern, d.h. vor allem in China wird es zu einem Anstieg des Sozialprodukts und der Preise kommen mit einer entsprechenden Sogwirkung auf Importe. Wenn sich aber die Leistungsbilanzüberschüsse der Schwellenländer, die Ausdruck der gewaltigen Sparüberschüsse sind, vermindern, besteht auch die Chance, das Weltfinanzsystem auf eine stabilere Grundlage zu stellen. Denn die Ursachen für die Wirtschafts- und Finanzkrise liegen primär in den Ersparnisüberschüssen der Schwellenländer. Die Fehlspekulationen der Banken haben diesen Trend nur noch weiter verstärkt.



## Positionierung der Portfolios

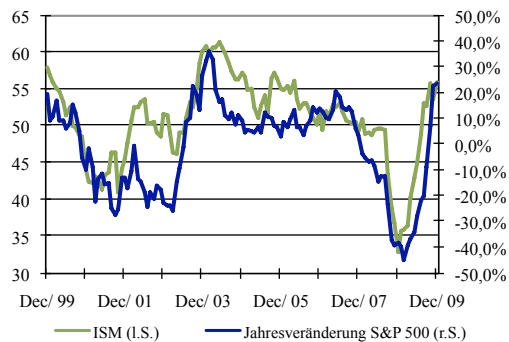
[ If a man will begin with certainties, he shall end in doubts;  
but if he will be content to begin with doubts, he shall end in certainties.  
- Francis Bacon ]

Stand das Jahr 2009 im Zeichen des Wandels und der Heilung, so wird das Jahr 2010 im Zeichen der Exitstrategie stehen, mit der die Zentralbanken die enorme Liquidität zurückholen werden, die die Stabilisierung des Jahres 2009 möglich gemacht hat.

In den letzten Monaten herrschte an den Finanzmärkten wieder eitel Sonnenschein: Die Kurse aller risikobehafteten Vermögensklassen, egal ob Aktien, Anleihen oder Rohstoffe, sind mehr oder weniger stark gestiegen. Diese Entwicklung ist dem ungewöhnlichen Zusammentreffen zweier positiver Faktoren zuzuschreiben: der Erholung der konjunkturellen Frühindikatoren und dem Verharren der Zinsen auf niedrigem Niveau. Auch wenn diese äußerst günstige Konstellation noch einige Monate anhalten kann, wird sie doch im Laufe des nächsten Jahres zu Ende gehen: Entweder die konjunkturelle Erholung läuft aus oder die Zinsen steigen. Beides stellt eine potentielle Bedrohung für die Fortsetzung der Aktienmarkttrallie dar.

Die weltweiten Konjunkturprogramme und das Auffüllen der weitgehend leeren Lagerbestände der Industrie sorgten seit März für eine V-förmige Erholung der Frühindikatoren und der Aktienkurse. Zwar wurden die Konjunkturaussichten für die USA und die Eurozone erst jüngst wieder nach oben revidiert, trotzdem ist eine Verlangsamung des Konjunkturaufschwungs in den nächsten Monaten nicht unwahrscheinlich. Da sich der US-Aktienmarkt in der Vergangenheit aber weitgehend synchron mit dem

## Synchrone Entwicklung von ISM und S&P 500

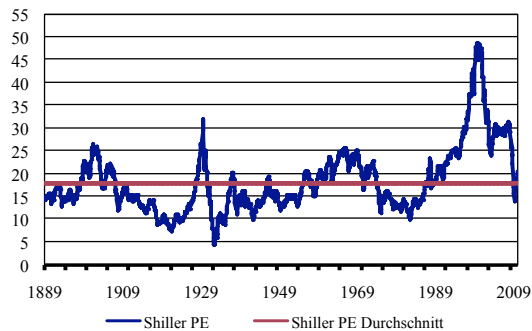


Einkaufsmanagerindex ISM bewegt hat, rechnen wir in diesem Falle mit einem deutlichen Rückschlag am Aktienmarkt. Dafür muss es gar nicht einmal zu dem vielzitierten double-dip, also einem nochmaligen konjunkturellen Rückschlag, kommen. Es genügt bereits, wenn die Erholung der Frühindikatoren ins Stocken gerät.

Aktienmarktrallys können aber auch zu Ende gehen, wenn die Zinsen ansteigen. Die Notenbanken weltweit haben in den letzten 12 Monaten die Zinsen auf ein Rekordtief gesenkt und gleichzeitig über die Politik des „quantitative easing“ dafür gesorgt, dass die Renditen an den Rentenmärkten nicht gestiegen sind. Die Anleihenkaufprogramme der Notenbanken neigen sich jedoch allmählich ihrem Ende zu. Gleichzeitig werden im ersten Quartal 2010 die ersten Notenbanken in Südostasien die Zinsen anheben, die EZB wird voraussichtlich im zweiten oder dritten Quartal folgen, die FED wahrscheinlich nicht vor Ende 2010. Infolge des Anziehens der Inflationserwartungen in den USA könnte der Rentenmarkt aber das Ende der stark expansiven Geldpolitik bereits mit einem Anstieg der Renditen vorwegnehmen und so ebenfalls für einen Rückschlag am Aktienmarkt sorgen. Soweit ist es jedoch noch nicht. Noch profitieren die Aktienmärkte von dem beschriebenen günstigen Konjunktur- und Zinsumfeld.

Auf der Unternehmensseite gibt es die ersten Lichtblicke: Europäische und amerikanische Unternehmen können für 2010 mit einem Umsatzwachstum von 3%-5% rechnen, woraus sich ein Gewinnwachstum von gut 20% ergibt. Berücksichtigt man noch, dass die US-Unternehmen in der jüngsten Krise ihre Kosten im Schnitt um 15% gesenkt haben (das ist etwa dreimal so stark wie im letzten Abschwung 2002/2003), sind sogar positive Überraschungen bei den Gewinnen möglich. Im Falle eines Gewinnwachstums von 20% für 2010 liegt die Bewertung des US-Aktienmarktes auf Basis

Die Bewertung des S&P 500 liegt mit einem KGV von 20 leicht über dem historischen Durchschnitt von 18



langfristiger Gewinnverläufe (Shiller PE) leicht über dem historischen Durchschnitt. Der Aktienmarkt ist damit weder teuer noch billig, so dass der Bewertungszuwachs weitgehend ausgereizt ist. Deshalb erwarten wir nur bei weiteren positiven Überraschungen eine ungebremschte Fortsetzung der Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten.

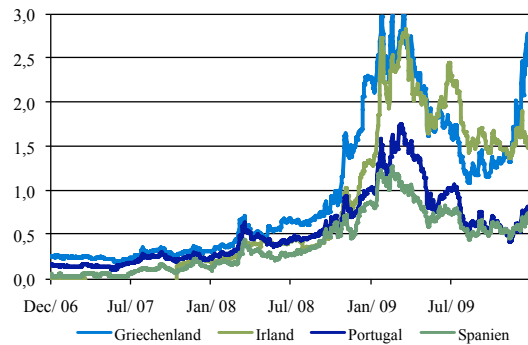
Renditen in den USA und Deutschland werden bisher von den Zentralbanken auf niedrigem Niveau gehalten.



Schlechter sieht es für die Rentenmärkte aus. Das gegenwärtige Renditeniveau in den USA und der Eurozone ist nur schwer mit der konjunkturellen Situation vereinbar. Wie bereits erwähnt, werden die Renditen von Staatsanleihen durch die Käufe der Notenbanken im Rahmen des „quantitative easing“ künstlich niedrig gehalten, obwohl neben dem konjunkturellen Umfeld auch die anziehenden Inflationserwartungen und die steigende Emissionstätigkeit für deutlich höhere Renditen sprechen. Wir gehen auch davon aus, dass gerade in der Eurozone die Verwerfungen an den Anleihemärkten in den letzten Wochen anhalten werden: Hochverschuldete und wirtschaftlich schwache

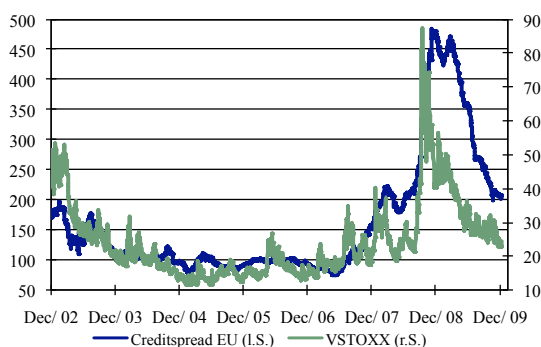
Länder wie vor allem Griechenland, aber auch Spanien, Italien oder Portugal werden dauerhaft hohe Risikoaufschläge gegenüber deutschen Bundesanleihen bezahlen müssen. Dies geht mittlerweile so weit, dass die Kosten für eine Versicherung gegen den Staatsbankrott Griechenlands höher sind als die gegen den Bankrott der Türkei.

Hohe Risikoaufschläge für schwächere Länder der Eurozone spiegeln mangelndes Vertrauen wider.



Unternehmensanleihen haben seit März in noch stärkerem Maße als Aktien von hohen Kapitalzuflüssen, verbesserten Wirtschaftsdaten und dem steigenden Risikoappetit der Investoren profitiert und weisen 2009 eine aktienähnliche Wertentwicklung auf. Mittlerweile haben sich die Risikoaufschläge aber wieder auf das Vor-Lehman-Niveau zurückgebildet. Historisch gesehen, ist die Spreadentwicklung eng mit der Aktienmarktvolatilität korreliert. Sollte es an den Aktienmärkten im Laufe des nächsten Jahres zu Rückschlägen kommen, werden auch Unternehmensanleihen in Mitleidenschaft gezogen werden.

Gleichlauf zwischen Spreadentwicklung und Aktienmarktvolatilität



Vor diesem Hintergrund positionieren wir uns, wie schon in der zweiten Hälfte des Jahres 2009, in den ersten ein bis zwei Quartalen des Jahres 2010 stärker in den risikobehafteten Vermögensklassen Aktien, Unternehmensanleihen und Rohstoffen. Den Auslöser für eine defensivere Ausrichtung sehen wir entweder in der Eintrübung des US-Einkaufsmanagerindex ISM oder aber in einem Zinsanstieg in den USA und der Eurozone über das Niveau von 4% hinaus.

Beide, Einkaufsmanagerindex und Zinsniveau, werden stark von der Weise abhängen, wie die Zentralbanken ihre Bilanzen wieder auf Normalmaß schrumpfen. Keinesfalls wird dieser Prozess, den wir für das zweite Quartal erwarten, angenehm für Aktien oder Rohstoffe: Wenn das Wachstum gut ist und die Liquidität relativ schnell abgezogen werden kann, so fehlt der niedrige Zinssatz und damit das Material, aus dem die Spekulation ist. Ist das Wachstum schlecht, so bleibt die Liquidität zwar länger im Markt, aber den Investoren fehlt der Anreiz. Wenn die Zentralbanken nicht eine klare Route beschreiben, wie die quantitative Lockerung beendet werden soll, so wird bald wieder die Phantasie der Marktteilnehmer das Geschehen bestimmen und die ruhigen Zeiten, die wir in den vergangenen Monaten hatten, haben bald wieder ein Ende.



### **Wichtige Hinweise**

Dieses Dokument enthält lediglich globale Einschätzungen, welche auf der Grundlage der mit größter Sorgfalt erstellten Analysen der Eyb & Wallwitz GmbH getroffen wurden. Die Eyb & Wallwitz GmbH gibt keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen und übernimmt keine Haftung für Verluste, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben. Die verwendeten Quellen, Bloomberg und der IWF, halten wir für verlässlich, garantieren aber nicht für sie. Die Einschätzungen stellen keine Anlageberatung dar, denn sie sind keine auf die persönlichen Verhältnisse des Anlegers abgestimmten konkreten Empfehlungen. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Dieses Dokument darf nur mit ausdrücklicher Zustimmung der Eyb & Wallwitz GmbH vervielfältigt, an Dritte weitergegeben oder verbreitet werden.