



MARKTBERICHT

25. Mai 2011

Schwächere Wachstumsraten der Weltwirtschaft, Euro-Probleme, Zuspitzung der US-Verschuldung und weltweit steigende Inflationsraten begünstigen Edelmetalle (neues Gold-Hoch in Euro) und schwächen Aktien (FAZ-Index 2011 schon 3% im Minus).

Die Börseneinflussfaktoren bleiben weiterhin widersprüchlich, so daß klare Trends in diesem Jahr bisher fehlen. Die Favoritenbörse der ersten Monate dieses Jahres - **Europa** - **fiel wieder auf den Jahresanfangsstand** zurück. Der Welt-Aktienindex liegt ca. 3% im Minus. Nachdem der Euro-Stoxx-Index im vergangenen Jahr mit zu den schlechtesten Indizes zählte, gab es exakt zum Jahresanfang eine Kehrtwende, als man zu glauben begann, daß die Politiker (im wesentlichen Deutschland) eine Lösung finden würden, die Solvenz- und Liquiditätsprobleme der europäischen Peripherieländer zu beheben. Inzwischen zeichnet sich ab, daß Garantien und Rettungsschirme nicht mehr ausreichen und die Märkte werden erneut mit den Realitäten (Insolvenz) konfrontiert.

Auch der DAX (30 Titel) als zweiter Favoritenindex dieses Jahres ist kaum noch im Plus bzw. der **FAZ-Index (100 Titel) liegt 3% im Minus**. Die Auslandsmärkte sind Euro-währungsbereinigt ohnehin fast ausnahmslos in der Verlustzone, die früheren BRIC-Favoriten bringen es in der Spitze auf währungsbereinigt -13% (Brasilien) bzw. -19% (Indien). Andere asiatische Märkte, wie Hong Kong (-6%) oder Japan (Nikkei -13%), hielten nicht, was sie am Jahresanfang versprochen. Im Gegensatz zu diesen nicht ganz unerwartet schwierigen Aktienentwicklungen steht die Wertentwicklung beim **Gold**. Hier geht die Tendenz wieder nach oben. Während auch **Gold in Euro** gerechnet bis vor einer Woche (teilweise deutlich) im laufenden Jahr im Minus lag, hat das Edelmetall in den vergangenen Tagen in Euro gerechnet mit 1.080 Euro pro Feinunze einen **neuen historischen Höchststand** erreicht. Dahinter steht die einfache Erkenntnis, daß die heutigen Probleme weltweit (außer in Asien ohne Japan) nur durch **neue Schulden** und letztlich **neu gedrucktes Geld** gelöst werden können.

In den **USA** zeichnet sich bereits heute in den **Frühindikatoren** eine neue **Abschwächung** der ohnehin nur äußerst schwächlich anziehenden Konjunktur ab. Man fragt sich, wie sich die US-Wirtschaft entwickeln wird, wenn der Haupt-Ankurbelungsfaktor (Geld drucken) zum 30.06. wegfällt. Aber **auch in Europa** wird immer mehr deutlich, daß die europäischen Zentralbanken offensichtlich - wenn auch in begrenztem Rahmen von nur hunderten von Milliarden und nicht tausenden, wie in den USA - eine **Gelddruck-Politik** betreiben. Zahlreiche Notenbanken haben offensichtlich von den Banken (zum Teil frisch zusammengezimmerte) **Schrottanleihen** auf mehr oder minder wertlose Immobilien **als Sicherheit** gegen Kredite angenommen, was im Endeffekt auch auf **Quantitative Easing** hinausläuft. Die **Japaner** beantworten ihre Sonderprobleme ebenfalls mit Zusatzhaushalten und kaufen Anleihen am freien Markt auf, was ebenfalls **Quantitative Easing bedeutet**. Allerdings in bisher begrenztem zweistelligen Milliarden-Dollar-Umfang, was die nach wie vor eher vorsichtige Mentalität der Japaner in diesem Punkt widerspiegelt. Auf die Dauer werden aber auch die Japaner mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit nicht um größere Gelddruck-Programme herumkommen.

Das alles führt dazu, daß die **Inflationsraten weltweit weiter anziehen** und sogar Japan voraussichtlich erstmals seit langem kleine Inflationsraten ausweisen wird, obwohl die Konjunktur im 1. Quartal unerwartet stark einbrach (die Naturkatastrophe berührte nur 20 Tage des 1. Quartals). Da auch die Schrumpfung im 4. Quartal nach der neuesten Rechnung auf 0,8% von 0,3% heraufgesetzt (= schlechtere Konjunktur) werden mußte, befindet sich **Japan** wieder in der **Rezession**. Auch ohne die im 2. Quartal wirksa-



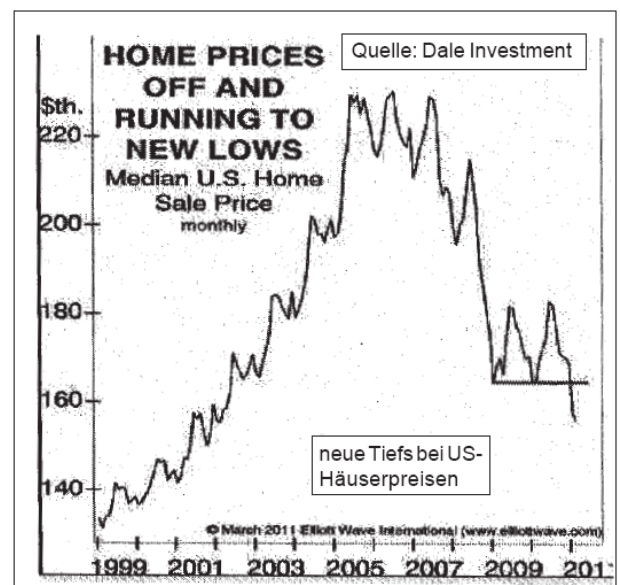
MARKTBERICHT

men negativen Erdbeben-Sondereffekte schrumpfte das japanische Bruttoinlandsprodukt also schon im 1. Quartal gegenüber Vorjahr um 1 %. Da die Zinsen wie in den USA bei Null liegen, kann die Notenbank nur durch Gelddrucken ankurbeln. Hier sieht man, daß nicht nur in den USA die klassischen Ankurbelungsmechanismen nicht mehr gegeben sind (Zinsen bereits auf Null und Staatsverschuldung bereits so extrem, daß neue Ankurbelungsprogramme problematisch sind).

Inflation ist immer ein **monetäres Problem** und deshalb verwundert es nicht, daß die Teuerungsraten zur Zeit deutlich anziehen, ohne daß die Konjunktur in vielen Ländern sich wesentlich bessert. Weltweit sind eher **Konjunkturberuhigungstendenzen** zu beobachten. Selbst in China fallen die Einkaufsmanager-Umfragen bereits wieder nahe an die 50%-Grenze (nur Werte über 50% - in China zuletzt gut 51% -signalisieren Wachstum). Die jüngsten chinesischen Werte lassen ein Wachstum der Industrieproduktion von 13% erwarten und damit ähnlich wie in Deutschland. Aber auch in Deutschland gehen die sehr hohen Werte (wenn auch bisher sehr wenig) zurück. **Besser** entwickelt sich dagegen in **Asien die Konsumgüterkonjunktur**. In Hong Kong stiegen die Einzelhandelsumsätze im vergangenen Monat um über 20%. Da in China die Löhne bei vielen Unternehmen um 15-20% erhöht werden, fördert dies die **Binnenkonjunktur** im Gegensatz zum sich abschwächenden Export. Die hohen Lohnzuwachsrate sind neben den Rohstoffpreisen die Hauptverursacher der hohen asiatischen Inflationsraten, wobei die zuvor ungewöhnlich hohe Teuerung bei den Lebensmitteln zuletzt sogar etwas dämpfend wirkte. Viel spricht dafür, daß sich asiatische Exportgüter weiter deutlich verteuern werden (und wahrscheinlich auch die Währungen dieser Länder gegenüber Euro und Dollar), so daß die **Inflation** (Importpreise!) in den westlichen Volkswirtschaften ein **größeres Problem bleiben** dürfte, obwohl die meisten (inklusive Notenbanken) hier nur ein - vorübergehendes - Ölproblem sahen.

Klassischerweise müßten die **Notenbanken** eigentlich mit **Anti-Inflationsmaßnahmen** ihrer Hauptaufgabe (Preisstabilität) entsprechend tätig werden. Man sieht aber bereits in Großbritannien mit Teuerungsraten von 4-5% und nicht den geringsten Anzeichen eines

Tätigkeitswunders der Notenbank (die ja bekanntlich mehr Geld druckte als das letzte Rekord-Staatsdefizit), daß die Konjunktur **viel zu schwach ist, um bremsend einzugreifen**. Erst recht gilt dies natürlich für die USA, wo die für den Konsum wichtigen Immobilienpreise weiter fallen und die **Arbeitslosenquote** (wegen größerer **Entlassungen** bei den Gebietskörperschaften) von zur Zeit 9% wieder steigen dürfte. Den Notenbanken wird in den USA und Japan (und in



Zukunft wahrscheinlich auch in Europa) nichts anderes als die Notenbank-Geldpresse als Konjunktursteuerungsmittel übrig bleiben. Profitieren dürften davon im wesentlichen weiterhin die **Edelmetalle** - Aktien trotz ihres Sachwertcharakters aber nur in differenzierter, volatiler Weise.

Die Tatsache, daß Aktien - selbst im wirtschaftlich besonders erfolgreichen Deutschland - kein Schutz vor Inflation sind (breiter deutscher Aktienmarkt 2011 deutlich im Minus), hängt sicherlich auch mit dem **Euro und der dadurch ausgelösten Verschuldung in Europa** zusammen. Vor der Einführung des Euros wurde die Verschuldungsbereitschaft der europäischen Peripherieländer durch die damals üblichen sehr hohen Zinsen im Zaum gehalten. Durch den Euro wurden europaweit die sehr niedrigen deutschen Nominalzinsen (Gegenwert von fast 50 Jahren erfolgreicher Politik der Deutschen Bundesbank) eingeführt. Die Iren geben jetzt z.B. die "Schuld" an



MARKTBERICHT

ihrem Verschuldungsdesaster diesen niedrigen deutschen Zinsen. Der Wohlstand (auf Kredit), der in diesen Ländern durch zu niedrige Zinsen ausgelöst wurde, ist jetzt natürlich in Gefahr. Niemand möchte einen rückläufigen Lebensstandard hinnehmen. Entsprechend werden sich **Unruhen** und vor allen Dingen ein **Rechtsruck** bei den Parteien dieser Länder **verstärken**. Der Euro hat also nicht nur ein wirtschaftliches Desaster ausgelöst, sondern auch erhebliche **politische Probleme sind in Sicht**.

Die Notenbanken der Peripherieländer bekommen nicht nur von den starken Euro-Ländern (bzw. der EZB) hohe dreistellige Milliarden Euro-Kredite, sondern die Peripherieländer-Zentralbanken geben auch **Kredite an die Geschäftsbanken** dieser Länder, die dem **eigentlichen Gelddruck-Verbot** auf nationaler Ebene klar widersprechen. Nicht nur hat man die beim Euro-Start beschlossenen Verträge gebrochen (z.B. Verbot der Rettung konkurrierender Mitgliedsländer), sondern die Notenbanken der Peripherieländer unterlaufen mit einer Politik des Druckens dreistelliger Milliarden-Euro-Summen ganz klar eigentlich bestehende Verbote. Hinzu kommt, daß **keinerlei Institution diese Prozesse kontrollieren** oder gar unterbinden kann. Der Euro ist eine Gemeinschaftswährung von 17 Ländern, und wenn ein einzelnes Land eigentlich verbotene Geldmengenvermehrung betreibt, wird die **Gesamtheit** der Bewohner dieser 17 Länder **geschädigt**, während das Land, das den schädigenden Gelddruck-Prozeß vornimmt, nur einen begrenzten Währungsverfall erleidet, weil eben die anderen 16 Mitgliedsländer hauptsächlich die Nachteile einer solchen Politik tragen.

Das **akute Problem ist Griechenland**, wo schon im in den nächsten Tagen beginnenden Monat wahrscheinlich keine Gehälter mehr vom Staat und von öffentlichen Betrieben gezahlt werden können, wenn nicht neue Milliardenbeträge überwiesen werden. Da die erwarteten **Einnahmensteigerungen nicht stattgefunden** haben (selbst Millionäre zahlen nur Steuern in sehr niedrigem fünfstelligen Bereich), hatte man versprochen, öffentliche Einnahmen durch **Privatisierung** von Staatsbesitz vorzunehmen. Hier ist bisher **entgegen den Zusagen** bei der Überweisung der letzten Hilfgelder überhaupt nichts geschehen. Einmal ist nichts möglich, weil überhaupt

kein z.B. dem deutschen Grundbuch vergleichbares System existiert, das den Immobilien-Staatsbesitz genau ausweist. Zum anderen dürfte es **kaum möglich** sein, **Staatsbetriebe zu verkaufen**, da diese entweder keine Gewinne machen und damit für Käufer uninteressant sind, oder die griechischen **Gewerkschaften** entsprechende Verkaufsaktionen unterbinden werden. Staatsbetriebe zahlen häufig nicht 12 oder 13, sondern 18 Monatsgehälter bzw. haben allgemein weit überbezahlte Mitarbeiter. Dies erinnert an die griechischen Pensionen, wo der Grieche durchschnittlich mit 55 Jahren in Pension geht und es ein ungeschriebenes Gesetz ist, daß Arbeitgeber das letzte Gehalt um etwa 30% erhöhen. Die Pension richtet sich nach dem letzten Gehalt und wird dann in Höhe von 115% dieses letzten Gehalts vom Staat ausgezahlt. Das entspricht dann in der Regel etwa der Hälfte mehr an monatlicher **Pensionszahlung** als der früheren Gehaltszahlung (= 150% vom Gehalt). In anderen europäischen Ländern müssen Pensionäre im Durchschnitt mit etwa zwei Dritteln des letzten Gehalts auskommen. Griechische Staatsbetriebe sind also besonders großzügig, so daß die Gewerkschaften **Verkäufe** solcher Betriebe **verhindern werden**, weil dann Entlassungen und Gehaltskürzungen zu erwarten sind.

Die **Griechen** selbst erkennen ihre Probleme zunehmend und haben **bereits mehr als 46 Mrd. € von ihren Banken abgezogen**. Dabei spielen nicht nur **Ängste um Konkurse bei den griechischen Banken**, die 46 Mrd. € an griechischen Staatsanleihen (zum fast Doppelten der heutigen Börsenkurse) in ihren Büchern stehen haben, eine Rolle, sondern auch Sorgen um ein Ausscheiden Griechenlands aus der Euro-Zone, und darum, daß das Ausland die griechischen Steuerbehörden zwingen wird, sich in Zukunft die Kontostände griechischer Bürger anzuschauen, die laut griechischen Quellen zum Teil weniger an Einkommen versteuern als das Schulgeld ihrer Kinder. Für die aus griechischen Banken abgezogenen Milliardensummen haftet die Gemeinschaft der europäischen Zentralbanken, am meisten also damit wieder Deutschland (offiziell 27% Beteiligung, aber man kann sich ausrechnen, wer im Ernstfall in Europa wirklich zahlen kann). Nur ganz



MARKTBERICHT

wenige in Deutschland, wie Professor Sinn, haben bisher die Öffentlichkeit auf diese Entwicklungen hingewiesen.

Wie man nur das **Griechenland-Problem** (von den anderen, wesentlich größeren Mittelmeerlandern ganz zu schweigen) **in den Griff bekommen** will, ist im Moment kaum absehbar. Hier liegt auch der Hauptgrund für die Schwäche der europäischen Börsen (speziell der Finanzwerte, die sich am Jahresanfang zunächst noch am meisten verbessert hatten und damit dem unbedarften Börsenbeobachter den Eindruck vermittelten, daß es auf breiter Front in Europa und Deutschland an den Börsen aufwärts gehen würde). Mit 110 Mrd. € hatte man eigentlich versucht, bis Ende 2012 die griechischen Probleme zu lösen, was jetzt gescheitert ist. Man muß nun ein größeres Hilfsprogramm durchziehen, das **wenigstens bis nach den deutschen Wahlen** hält, denn die deutschen Milliarden-Hilfssummen werden immer mehr zum Politikum. Das Schwierige an der Situation ist, daß inzwischen jedermann begriffen hat, daß alle politischen Maßnahmen nur eine **Verschiebung der Probleme** in die Zukunft sind und **keinerlei wirkliche Lösung** aus dieser Richtung zu erwarten ist. Geht man dagegen die Probleme wirklich an, gibt es schon im Falle Griechenlands erhebliche Probleme, denn wenn man mindestens die Hälfte (weniger ist nicht sinnvoll) der griechischen Schulden von insgesamt über 400 Mrd. € zusammenstreichen will, so gibt es schon wieder Erschütterungen für das Finanzsystem wie bei Lehman. Besonders französische Banken scheinen noch in großem Umfang in Griechenland engagiert zu sein, was bereits zu Bonitätsherabstufungen geführt hat (EZB hat 40-60 Mrd. € Griechen-Anleihen gekauft).

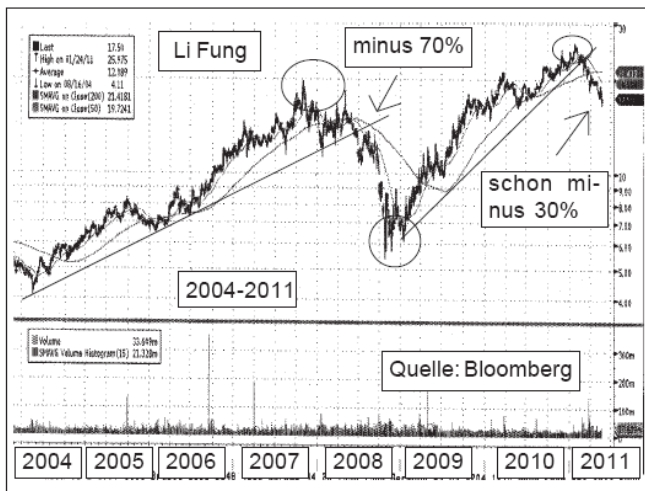
Das Hauptproblem liegt daran, daß es bisher nicht gelungen ist, **Griechenland als Einzelfall** darzustellen (durch Betrug in die Euro-Zone hereingekommen, mit Abstand höchste Staatsverschuldung im Vergleich zum Bruttoinlandsprodukt). Im Gegenteil, der neutrale Beobachter sieht zunehmend die **Probleme anderer Mittelmeerlande**. Da die Proteste der Öffentlichkeit oder sogar Unruhen zunehmen dürften, kann man sich ausrechnen, daß bald neue **Parteien** an die Macht kommen werden, die eine **Rückzahlung** der Schulden **verweigern** werden. Dabei wird vom

skeptischen Beobachter allerdings übersehen, daß die Verschuldungssituation in den Problemländern **sehr differenziert** ist. Inzwischen wird sogar **Belgien** in den Kreis der gefährdeten Länder einbezogen. Hier spielt eine Rolle, daß es in Europa **zunehmend instabilere politische Verhältnisse** gibt und die Regierungschefs sich in fast allen Hauptstädten in der Wähler-Minderheit sehen, wobei Belgien über ein Jahr nach den Wahlen immer noch keine Regierung hat. In **Italien** schlägt zwar die hohe Staatsverschuldung von 118% negativ zu Buche. Dank entsprechender "Steuermentalität" sind aber italienische Privathaushalte nur mit 35% verschuldet, was einer der niedrigsten Werte in Europa ist. Fazit: Wenn es zu einer **Schulden-Restrukturierung in Griechenland** bzw. den Problemländern kommt, werden die Märkte dies **kaum als endgültige Lösung** der Probleme sehen und die Unruhe an den Märkten könnte sogar noch wachsen. Selbst nach einem ausreichenden Schuldenschnitt in Griechenland (z.B. Herabsetzung der Verbindlichkeiten um 60%), würden die Märkte dann wahrscheinlich als nächstes auf den Austritt Griechenlands aus der Euro-Zone spekulieren. Das wäre allerdings noch nicht einmal sinnvoll, da **Griechenland** mit gut 20% der Wirtschaftsleistung **weniger exportiert als jedes andere europäische Land** und damit (z.B. im Gegensatz zu Irland) noch nicht einmal von einer Abwertung beschäftigungsmäßig spürbar profitieren würde. Wegen einer Explosion der Importpreise würde Griechenland dann allerdings im Lebensstandard total absacken, was wiederum politische Probleme auslösen würde. Fazit: Der **Euro hat Europa** (abgesehen von Vorteilen für die deutsche Exportwirtschaft, aber deutlichen Belastungen für die größere deutsche Binnenwirtschaft) **extreme Probleme gebracht, die (sowohl wirtschaftlich, als auch politisch)**, von den meisten Beobachtern in ihrer Tragweite wahrscheinlich noch gar nicht begriffen wurden.

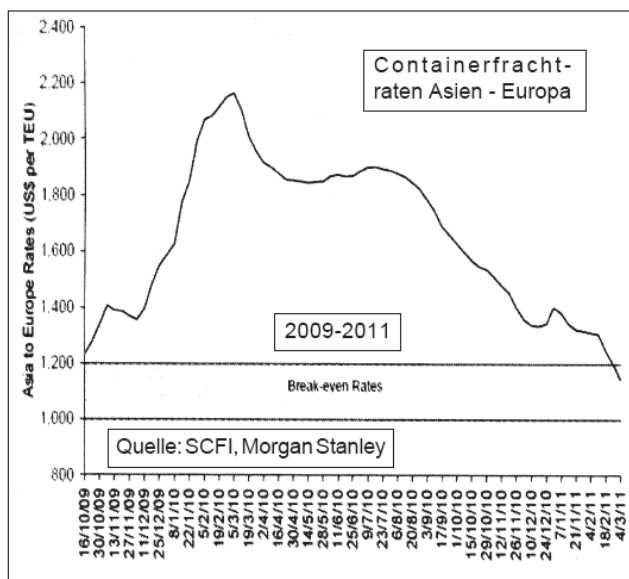
Die wachsenden **Probleme der Weltwirtschaft** sind auch am **Kurs** der chinesische **Li Fung- Aktie** leicht sichtbar bzw. absehbar. Dies ist die Globalisierungsaktie schlechthin. Li Fung kauft für amerikanische und europäische Warenhäuser in Asien ein und liefert in den Westen. Nicht nur die



MARKTBERICHT



sinkenden Frachtraten für die Containerschifffahrt (oder der Baltic Dry Index) machen also deutlich, daß in der **Globalisierung** offensichtlich eine **neue**



Periode begonnen hat. Einmal wegen der in den nächsten Jahren voraussichtlich schlechten Kaufkraft der Konsumenten der westlichen Länder, andererseits wegen der stark wachsenden Kosten in den Schwellenländern (importierte Inflation im Westen!).

Eine **Belastung** für die Aktienmärkte sind die **erheblichen Neuemissionen** in den USA und China. Die **Glencore-Mega-Emission** notiert sogar unter dem Ausgabekurs (trotz hoher Überzeichnung). In

Hong Kong stieg die Überzeichnung bei einigen Techno-Modetiteln bis auf das über 2.000-fache des angebotenen Betrags. Bei einigen Aktien fühlt man sich an die Bewertungen der **Internet-Blase** bzw. des Neuen Marktes in Deutschland **erinnert**. Die Bewertungen sind teilweise schon wieder so absurd, daß markttechnisch eine Blasenentwicklung bei hoch bewerteten Technologietiteln zu beobachten ist. Der NASDAQ-Index in den USA wird z.B. mit dem 35-fachen Gewinn bewertet - etwa das Dreifache der meisten Länder-Aktienindizes. Während ein **Teil** der Anleger offensichtlich **immer spekulativer** operiert, erkennen andere Anlegergruppen wieder die kommenden Gefahren und handeln entsprechend **defensiv**. So sind bei den Investment-Fonds z.B. seit mehreren Monaten hauptsächlich **Mischfonds gefragt**, also Fonds, die sowohl in Aktien, als auch in Anleihen, anlegen können. Die größten Fondsgesellschaften der Welt haben entsprechende Fonds neu aufgelegt, so auch Schwergewichte, wie Pimco und Blackrock. Bei den **Mischfonds weltweit** liegt die DJE-Gruppe übrigens vorn mit einem Fonds mit gut 14% p.a. in den vergangenen drei Jahren. Relativ gut im Hinblick auf Wertentwicklung und sehr niedrige Volatilität (Maßstab für das Risiko) hat sich in diesem Zeitraum auch der **DJE Dividende & Substanz-Fonds** entwickelt, der seit acht Jahren von Dr. Jan Ehrhardt gemanagt wird. Vom gleichen Manager wird auch der im vergangenen Jahr neu aufgelegte **DJE Zins & Dividende** gemanagt, der noch defensiver aufgestellt ist und sich im Vergleich zu konkurrierenden Fonds mit sehr hohen Milliarden-Volumina gut entwickelt.

Wesentliche Inhalte entstammen der „Finanzwoche“ aus dem Hause Dr. Jens Ehrhardt Kapital AG (www.dje.de). Der gesamte Bericht kann zu Sonderkonditionen in einem wöchentlichen Abonnement bezogen werden.