

Bericht 2. Quartal 2011



Flossbach von Storch

**Nicht sein kann,
was nicht sein darf.**

RÜCKBLICK

Im zweiten Quartal sind die Renditen und Risikoaufschläge von Staatsanleihen der von der Pleite bedrohten Euro-Länder Griechenland, Irland und Portugal auf neue Höchststände geschossen. Griechenlandanleihen notieren bei durchschnittlich 50 Prozent des Nominalwerts und Renditen von 16 Prozent für 10-jährige bis 27 Prozent für 2-jährige Titel. In Portugal und Irland liegen die Renditen trotz Unterschlupf unter den Rettungsschirm bei 11 bis 14 Prozent. Der Kapitalmarkt spricht eine deutliche Sprache.

Vor diesem Hintergrund ist die Stabilität des Euros bemerkenswert.

Die Aktienmärkte haben im zweiten Quartal nur geringfügig unter der Staatsschuldenkrise gelitten.

Gold profitierte im zweiten Quartal von seiner Eigenschaft als solide, nicht beliebig vermehrbare Währung.

Nach der Abstufung der Bonität Portugals Anfang Juli explodierten die Renditen 3-jähriger Anleihen auf bis zu 19 Prozent.

Vor diesem Hintergrund ist die Stabilität des Euros bemerkenswert. Im zweiten Quartal stieg er gegenüber dem US-Dollar um fast 3 Prozent, seit Jahresanfang sogar um 8,4 Prozent. Allerdings ist der ebenfalls schuldengeplagte US-Dollar kein geeignetes Stabilitätsmaß. Diese Rolle fällt zunehmend dem Schweizer Franken zu, der zur Fluchtwährung der Euroskeptiker geworden ist. Im zweiten Quartal ist der Euro auf ein Allzeittief von 1,18 Franken gefallen und hat seit dem Rekordhoch von 1,68 im Oktober 2007 28 Prozent gegenüber dem Schweizer Franken verloren.

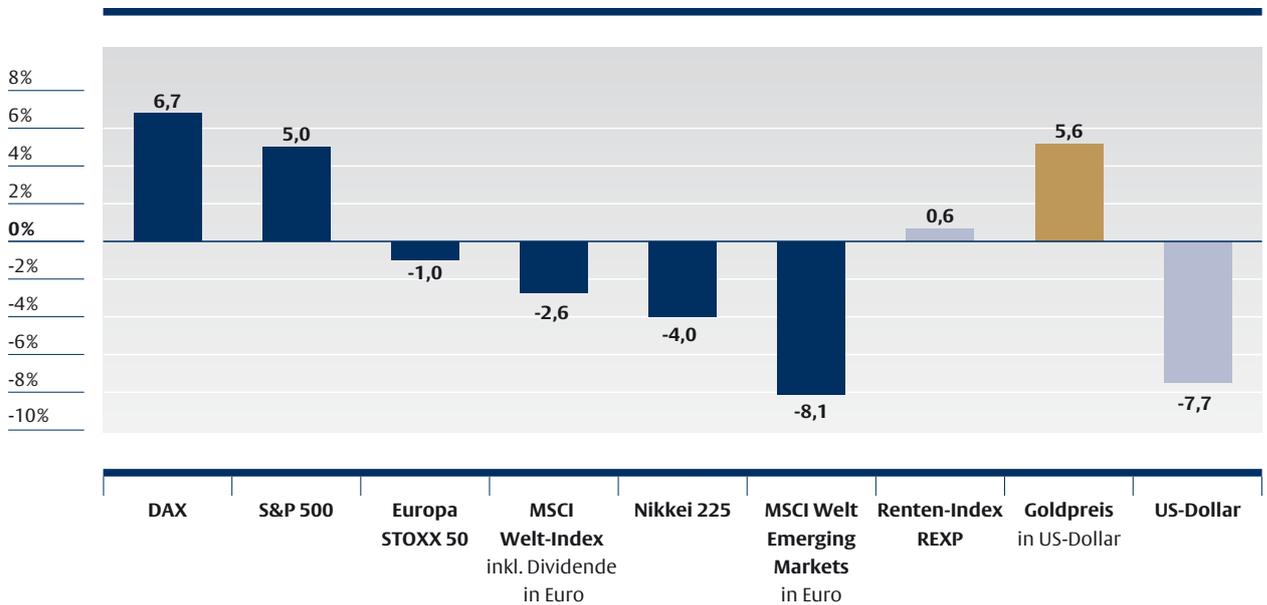
Die Aktienmärkte haben im zweiten Quartal nur geringfügig unter der Staatsschuldenkrise gelitten. Wie beim Euro kam es nach dem Parlamentsentscheid in Athen zu einer kleinen „Erlösungsrally“. Der Wirtschaftsboom in den Schwellenländern strahlt vor allem auf Deutschland ab und machte den DAX-Index mit einem Plus von 6,7 Prozent zum Gewinner unter den Aktienmärkten. Im Gegensatz dazu entwickelten sich Schwellenländerbörsen ironischerweise am schlechtesten.

Bundesanleihen haben von ihrem Charakter als sicherer Hafen profitiert. Die Rendite 10-jähriger Titel ist im zweiten Quartal von 3,4 auf 3 Prozent gefallen und liegt damit nur unwesentlich höher als zu Jahresbeginn. Allerdings hat sich die Aussicht auf weitere „Rettungsgelder“ für Griechenland in den letzten Tagen des Halbjahres mit einem Renditeanstieg von 0,2 Prozentpunkten negativ auf Bundesanleihen ausgewirkt.

Gold profitierte im zweiten Quartal von seiner Eigenschaft als solide, nicht beliebig vermehrbare Währung. Die Feinunze erreichte im April ihren historischen Höchststand von 1.563 US-Dollar und im Mai von 1.083 Euro. In den letzten Tagen des Quartals fiel der Preis wieder auf 1.500 US-Dollar bzw. 1.034 Euro zurück.

RÜCKBLICK

Grafik 1 **Entwicklung 1. Januar bis 30. Juni 2011**



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 30. Juni 2011

AUSBLICK

Die Weltwirtschaft hängt zunehmend am Tropf des Chinabooms, die Staatsschulden wachsen trotz konjunktureller Erholung immer weiter, die USA stoßen an ihre Schuldengrenze, Griechenland droht die Pleite, das Schicksal des Euros ist ungewiss und der Politik fehlt ein Konzept, um das Ruder herumzureißen.

Unsicherheiten gab es immer. Sie sind Teil des Anlagekalküls der Investoren und fließen in die Marktpreise ein. Wenn Politik oder Notenbanken diesen Prozess aber dauerhaft zu beeinflussen versuchen, spiegeln die Marktpreise die Risiken nicht mehr korrekt wider. Politisch unerwünschte Entwicklungen sollen durch erneute Eingriffe vermieden werden. Koste es, was es wolle. Prognosen werden immer schwerer, weil auch das Gegenteil des ökonomisch Rationalen eintreten kann. Aus überschaubaren und kalkulierbaren Risiken werden unkalkulierbare Gefahren. Dieses Umfeld stellt eine große Herausforderung an alle Investoren.

AUSBLICK

Showdown in Athen

29. Juni 2011. Um 15:20 Uhr beschließt das Parlament der ältesten Demokratie der Welt auf Druck der EU und des IWF ein drastisches Paket zur Konsolidierung seines Haushalts. Vor dem Parlamentsgebäude rebelliert das Volk. Athen versinkt erneut im Chaos. Die Mehrheit der Bevölkerung lehnt das Paket ab, die meisten friedlich, einige mit Gewalt. Sie spüren, dass es nicht um die Rettung ihres Landes, sondern die seiner Gläubiger geht.

Zusätzliche Kredite sind für ein überschuldetes Land keine Lösung. Perspektivlosigkeit und Frustration machen sich vor allem bei der jüngeren Generation breit. Sie haben kaum vom System der Klientelpolitik profitieren können, das all die skurrilen Anekdoten von toten Rentempfängern bis zum 100.000 Euro verdienenden Nachtwächter hervorgebracht hat, sollen aber für die Kosten aufkommen und die gigantische Schuldenlast bedienen.

Wenige Stunden später zeigen sich Bundeskanzlerin Angela Merkel und Deutsche Bank Chef Josef Ackermann auf einer Konferenz der Unionsfraktion in Berlin erleichtert über das Abstimmungsergebnis in Athen. Ackermann weiß aber, dass Griechenland pleite ist, denn die Banken dürften bei ihren internen Berechnungen zu ähnlichen Ergebnissen kommen wie wir. (vgl. Tabelle 1)

Selbst wenn Griechenland das Novum schafft, einen Primärüberschuss (Haushaltssaldo vor Zinsaufwand) zu erzielen, würde die Zinslast das Land erdrücken. Und dies obwohl der Durchschnittszins dank EU-Subventionen nur 5 Prozent beträgt. 2014 würden die Schulden die Marke von 400 Mrd. Euro überschreiten, was 176 Prozent der Wirtschaftsleistung entspräche. Die Zinsen würden dann fast 22 Mrd. Euro oder etwa 40 Prozent der Staatseinnahmen ausmachen. Auch das für viele als letzte Hoffnung angesehene Privatisierungsprogramm kann daran nichts ändern. Statt der geplanten 50 Mrd. Euro halten wir nach gründlicher Prüfung höchstens 5 bis 10 Mrd. Euro für realistisch. Wer will schon eine Minderheitsbeteiligung an einem gewerkschaftlich dominierten Versorgungsunternehmen oder eine hochdefizitäre Eisenbahngesellschaft erwerben? Auch der Kapitalmarkt hat Griechenland schon aufgegeben. Eine Zahlungsausfallversicherung für eine 5-jährige Griechenlandanleihe kostet eine jährliche Prämie von unvorstellbaren 20 Prozent. (s. Grafik 2)

Die Zinsen würden dann fast 22 Mrd. Euro oder etwa 40 Prozent der Staatseinnahmen ausmachen.

Auch der Kapitalmarkt hat Griechenland schon aufgegeben.

AUSBLICK

Griechenland: Hair Cut unvermeidlich



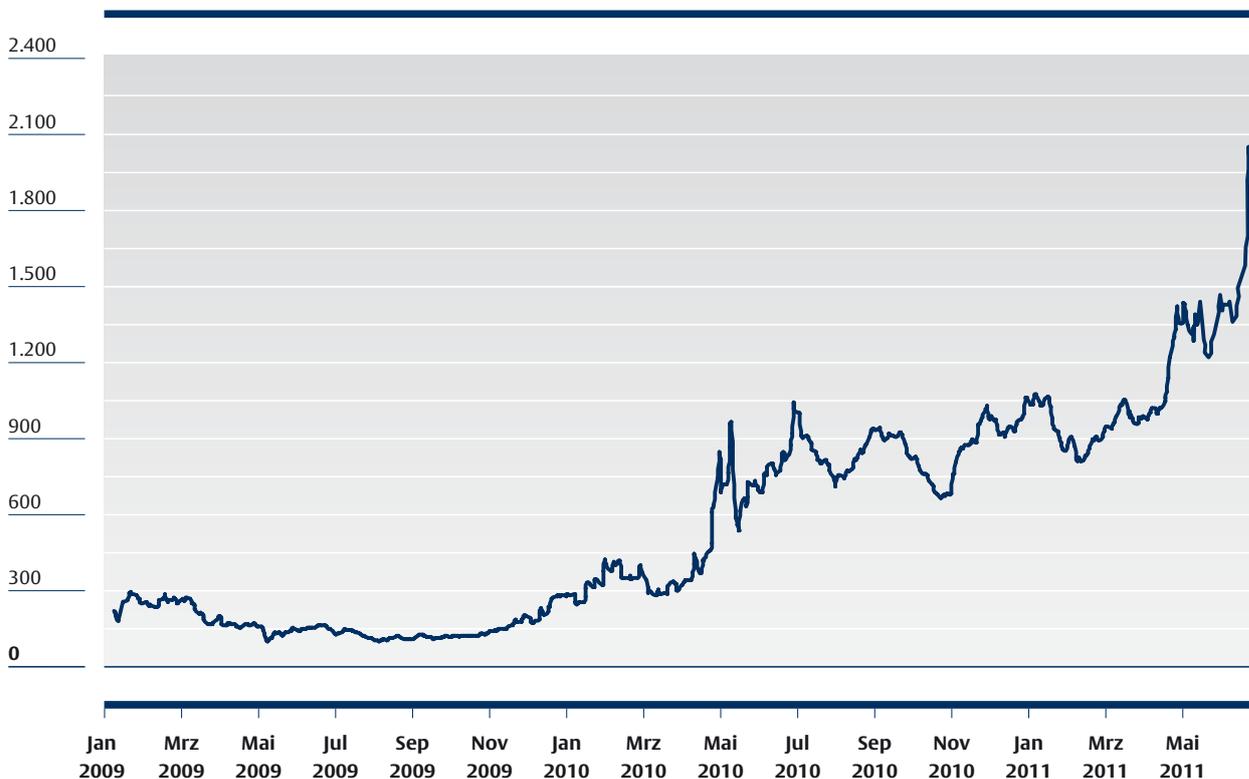
Tabelle 1 **Staatshaushalt Griechenland** (Beträge in Mrd. Euro)

	2009	2010	2011*	2012*	2013*	2014*
(1) Einnahmen	48,5	51,2	53,0	55,0	55,0	58,0
(2) Ausgaben (inkl. Investitionen)	-67,0	-58,6	-61,0	-58,0	-55,0	-55,0
(3) Primärsaldo	-18,5	-7,4	-8,0	-3,0	0,0	3,0
(4) Zinsaufwand	-12,3	-13,2	-15,9	-19,4	-20,6	-21,8
(5) Haushaltssaldo	-30,8	-20,6	-23,9	-22,4	-20,6	-18,8
(6) Schuldenstand	298,7	328,6	352,5	374,9	395,5	414,3
Staatsschulden (% vom BIP)	127%	143%	159%	169%	173%	176%
BIP Wachstum nominal			-3,8%	0,0%	3,0%	3,0%
BIP	235,0	230,2	221,5	221,5	228,1	234,9

Quelle: Flossbach von Storch, Finanzministerium Griechenland, Stand Juli 2011

* Flossbach von Storch Kalkulation

Grafik 2 **Prämie von Kreditausfallversicherungen auf 5-jährige griechische Staatsanleihen** (in Basispunkten)



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 30. Juni 2011

AUSBLICK

Moral Hazard

Der Fisch stinkt vom Kopfe her

Griechenland ist nicht nur die Spitze der weltweiten Schuldenlawine, sondern ein Lehrstück für „Moral Hazard“ im Finanzsystem und in der Politik. Als moralisches Risiko wird eine durch Entkopplung von Chance und Risiko hervorgerufene Verhaltensänderung bezeichnet. Im Jahr 2008 hatten wir die Ursachen für die Aufblähung des Finanzsystems, das der damalige Bundespräsident Horst Köhler als „Monster“ beschrieben hatte, schon einmal skizziert. Das billige Geld der Notenbanken, der Anlagenotstand bei Investoren, skurrile Bonitätsnoten der Ratingagenturen, die aggressive Kreditpolitik der Banken sowie falsche Anreizsysteme waren wesentliche Ursachen für die Finanzkrise, in deren Mittelpunkt damals noch die Subprime-Hypothekenkredite und deren Derivate standen.

Die Staatsanleihen der Euro-Peripherieländer sind die Subprime-Kredite der heutigen Zeit. Risiken werden nicht mehr umständlich verpackt und mit erkauften realitätsfernen Bonitätsnoten an andere Marktteilnehmer weitergereicht, sondern von Politikern und Notenbankern direkt dem Staat oder der Zentralbank untergeschoben. Großbanken sind inzwischen offiziell als systemrelevant anerkannt. In der Staatsschuldenkrise weitet sich die Systemrelevanz nun auch auf große Teile ihrer Aktiva (Staatsanleihen) aus.

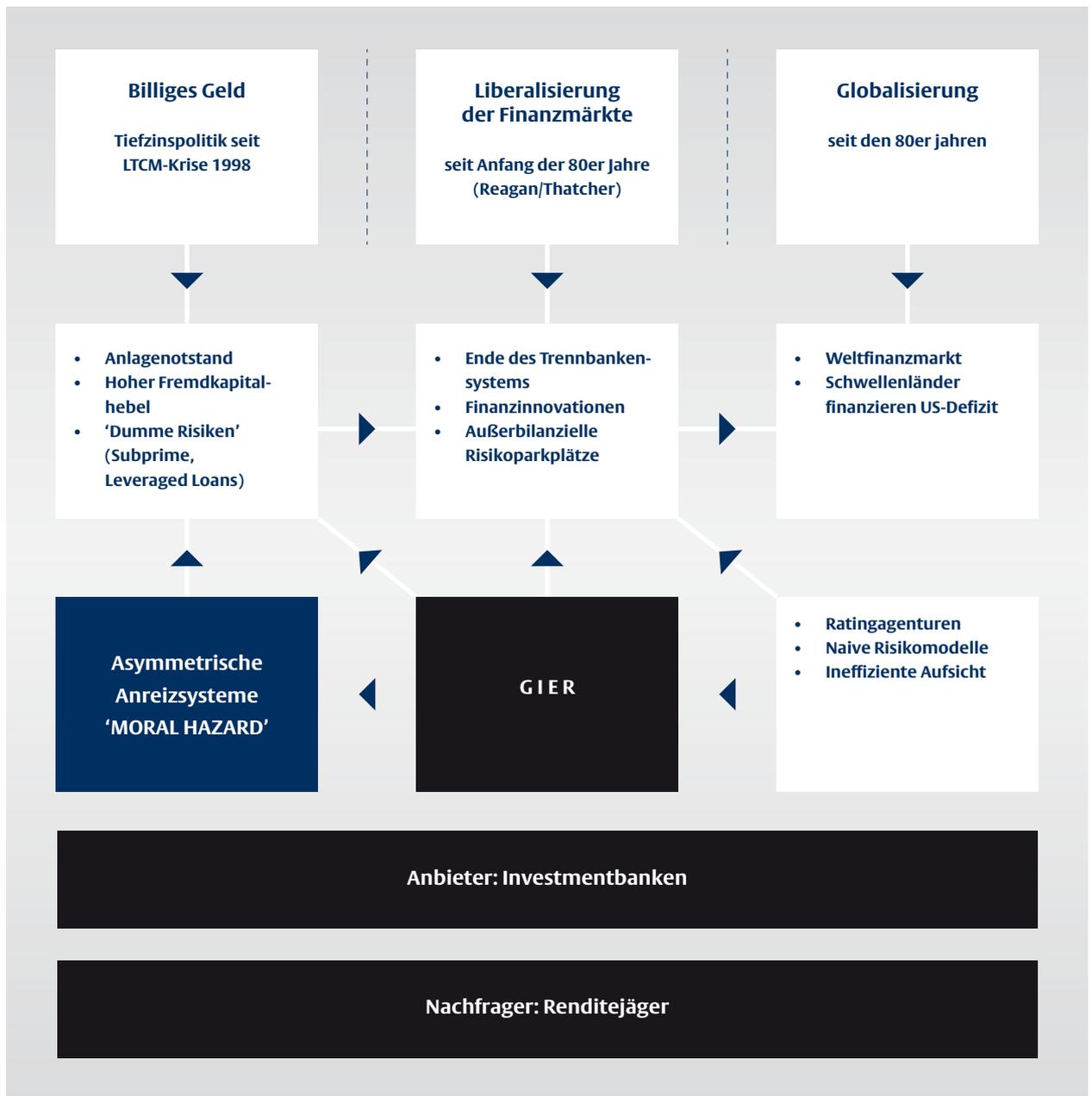
Die Interessenslage der Beteiligten ist evident. Die Banken möchten die Risiken ihrer Euro-Peripherieanleihen auf den Staat abwälzen. Die Politiker möchten Staatspleiten vermeiden, weil sie nicht für die Insolvenz eines Landes verantwortlich gemacht werden wollen. Gemeinsam müssen sie die politische Akzeptanz dieses Vorhabens erreichen und den Steuerzahler von der „Alternativlosigkeit“ der von ihm zu zahlenden Maßnahmen überzeugen. Als Drohkulisse dienen die Lehman Pleite – „schlimmer als Lehman“ – und nach der Atomkatastrophe von Fukushima die „Kernschmelze“. Ziel der Banken ist es, den Rettungswillen der Politik so zu verfestigen, dass selbst ein ökonomisch noch so aussichtsloses Unterfangen, wie die Rettung Griechenlands, weiter betrieben wird.

Als Drohkulisse dienen die Lehman Pleite – „schlimmer als Lehman“ – und nach der Atomkatastrophe von Fukushima die „Kernschmelze“.

AUSBLICK

Wie das „Monster“ entstanden ist

Grafik 3 Asymmetrische Anreizsysteme



Quelle: Flossbach von Storch, Stand Juli 2011

AUSBLICK

Bei jeder Fälligkeit einer Anleihe wandert ein Teil des Risikos still und leise von den Banken zum Staat. Deshalb soll der Zeitpunkt des Unvermeidlichen soweit wie möglich herausgezögert werden. Im Privatsektor wäre dies als Konkursverschleppung strafbar. Auch das Modell der freiwilligen Bankenbeteiligung entpuppt sich bei näherer Betrachtung als vorteilhaft für die Banken. Es ist so komplex konstruiert, dass es die Allgemeinheit nicht versteht. Es würde Griechenland auch nicht die benötigten Mittel in voller Höhe zuführen und das Land im Falle einer wirtschaftlichen Erholung mit Zinsen von 8 Prozent belasten. Es soll aber den „guten“ Willen demonstrieren und vor allem Zeit gewinnen.

Um die Akzeptanz des Steuerzahlers zu gewinnen, wird die Bevölkerung in die Irre geführt und die Lüge als politisch opportun legitimiert.

„Wenn es ernst wird, muss man Lügen.“

Jean-Claude Juncker

Und da es ernst bleibt, wird weiter gelogen. Die Rating-agenturen, die in der Subprime Krise (zu recht) wegen zu optimistischer Bonitätsnoten gescholten wurden, werden jetzt, wo es um die Benotung von Staaten geht, von der Politik all zu pessimistisch diskreditiert. Der Überbringer der schlechten Nachricht wird für deren Ursachen verantwortlich gemacht. Weil nicht sein kann, was nicht sein darf, werden Grundsätze über Bord geworfen und Gesetze gebrochen. Einen Plan B oder Regeln für den Ernstfall gibt es nicht, nur die Hoffnung, dass unsere westliche Welt ohne Kriege, Staatspleiten oder Währungsreformen so behaglich und sicher bleibt, wie sie es seit dem zweiten Weltkrieg war. Mit dem wohlmeinenden Ziel, dieses goldene Zeitalter der sozialen Sicherheit künstlich zu zementieren, werden die Gesetzmäßigkeiten des Marktes ausgehebelt. Der Euro wird als Errungenschaft zur Wahrung des Friedens verteidigt, droht aber eher dem europäischen Gedanken zu schaden, wie sich an den aufkommenden Ressentiments innerhalb der Euroländer zeigt.

Bezeichnenderweise schlagen sich die Manager der Großkonzerne auf die Seite der Politik. So haben jüngst 50 Vertreter deutscher und französischer Konzerne in ganzseitigen Zeitungsanzeigen die „Alternativlosigkeit“ des Euro in seiner jetzigen Form gepriesen und die

Politik indirekt zu einem „Weiter so“ aufgerufen. Um ihrer Argumentation Gewicht zu verleihen, wurde die „Verantwortung“ für 1,5 Bio. Euro Umsatz und 5 Mio. Mitarbeiter herausgestellt.

Auf diese Anstiftung zum Moral Hazard haben 101 Familienunternehmer mit der „Berliner Erklärung der Familienunternehmen zur Krise des Euro“ reagiert. Wer mit seinem eigenen Unternehmen haftet und seiner Region bodenständig verbunden ist, spürt die Bedrohung einer Allianz aus Politik und Konzernmanagement, wo es diese Haftung nicht gibt.

Da der politische Wille das ökonomische „Gesetz“ aber niemals dauerhaft außer Kraft zu setzen vermag, wie es der österreichische Ökonom Eugen von Böhm-Bawerk vor fast 100 Jahren postuliert hat, ist dieses Spiel irgendwann zu Ende. Banken und Staaten sind zu einer Interessengemeinschaft und einem Haftungsklumpen verschmolzen. In Irland übertrug sich das Risiko von den Banken auf den Staat, danach auf die EU, die EZB und den IWF.

In Griechenland war es umgekehrt. Hier hat der Staat jahrelang über seine Verhältnisse gelebt und wurde von den Banken finanziert, die wiederum selbst zu einem Rettungskandidaten geworden sind.

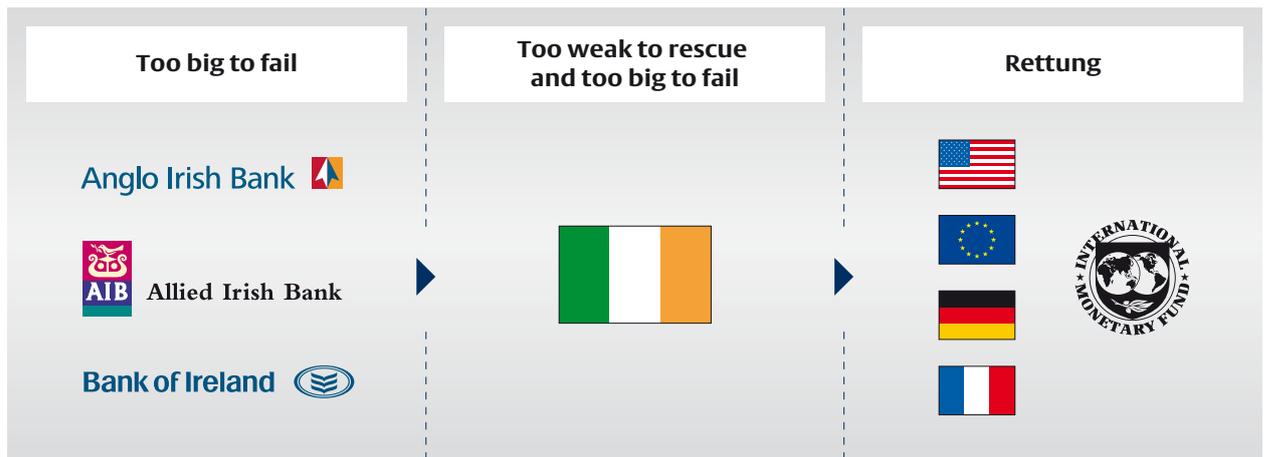
Die Protagonisten aus Politik, Notenbanken und Privatbanken haben ein gemeinsames Interesse daran, das System so lange wie möglich auf Kosten der Steuerzahler am Laufen zu halten. Schlechtem Geld wird gutes hinterhergeworfen, wie bei einem Roulettespieler, der seinen Einsatz ständig verdoppelt, um seine Verluste wieder herein zu holen, nur mit dem Unterschied, dass der Einsatz vom Steuerzahler geleistet wird. Von dieser Sozialisierung der Verluste profitieren die Aktionäre der Banken ironischerweise allerdings kaum, wie die Entwicklung des europäischen Bankenindex zeigt.

(vgl. Grafik 6, Seite 10)

AUSBLICK

Moral Hazard: Wenn Banken und Politik zu einem Haftungsklumpen verschmelzen

Grafik 4



Quelle: Flossbach von Storch, Stand Juli 2011

Moral Hazard: Wenn Politik und Banken zu einem Haftungsklumpen verschmelzen

Grafik 5



Quelle: Flossbach von Storch, Stand Juli 2011

AUSBLICK

Grafik 6 Banken schlechter als der Index – STOXX Europe 600 vs. STOXX Europe 600 Banks (indexiert)



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 29. Juni 2011

Während die Bankaktionäre durch Verluste und verwässernde Kapitalerhöhungen bluten mussten, waren die Einbußen bei den Boni der Manager weitaus geringer. Inzwischen sind die alten Boni-Höchstmärkte schon wieder in Reichweite, davon können die Bankaktionäre nur träumen.

Statt Bankaktien zu kaufen, könnte man natürlich auch als Trittbrettfahrer auf den Moral Hazard Zug aufspringen, so wie es Prof. Stefan Homburg vorschlägt.

Zitat aus dem Interview von Prof. Homburg im Spiegel vom 26. Juni 2011:

Homburg: *In den letzten Tagen habe ich selbst einen namhaften Betrag in griechische Anleihen gesteckt. Sie laufen noch ein Jahr und bringen im Erfolgsfall 25 Prozent Rendite. Damit schlafe ich wunderbar, weil ich an die grenzenlose Dummheit der Bundesregierung glaube. Sie wird zahlen.*

SPIEGEL: *Moralische Skrupel plagen Sie nicht?*

Homburg: *Weil ich die Rettungsmaßnahmen unfreiwillig durch meine Steuern mitfinanziere, ist es doch in Ordnung, wenn ich auch von den Gewinnen einen Teil erhalte. Warum sollten denn ausschließlich Banken und Hedgefonds profitieren?*

Die Politik darf sich hierüber nicht beschweren. Sie liefert mit ihren Aktionen dem Steuerzahler die moralische Rechtfertigung für derartiges Handeln. Durch die Abschaffung des Verursacherprinzips potenziert sie das Risiko im Finanzsystem mit unabsehbaren Konsequenzen für die Gesellschaft und den sozialen Frieden.

Eigenkapital-Stabilisierungsfonds: Mehr Eigenkapital, weniger Moral Hazard

Um den großen Knall zu vermeiden, muss das Verursacherprinzip wieder gelten. Wer Gewinne erzielen will, muss auch das Verlustrisiko tragen.

Dazu dient das haftende Eigenkapital der Unternehmen. Ist dies aufgezehrt bzw. droht die Aufzehrung, muss das Unternehmen frisches Kapital aufnehmen. Gelingt dies nicht, ist das Unternehmen insolvent. Da Banken es inzwischen geschafft haben als systemrelevant zu gelten, fühlen sie sich von dieser ökonomischen Gesetzmäßigkeit nicht betroffen, sondern fordern die Übernahme der Verluste vom Staat. Genau hier setzt unser Vorschlag eines Eigenkapital-Stabilisierungsfonds („ESF“) für Finanzinstitute an. Er sollte den Europäischen Stabilisierungsfonds ESM ersetzen, der eine 700 Mrd. Euro schwere Bürgschaft für die EU-Steuerzahler und damit den Weg in die Haftungsunion bedeutet.

AUSBLICK

Im Gegensatz dazu würde der „ESF“ das Eigenkapital der Banken in die Haftung einbeziehen (wozu es ja eigentlich auch da ist) und käme deshalb auch mit weitaus weniger Geld aus.

Institute, die durch Verluste mit Staatsanleihen oder Krediten in den Peripherieländern in Schwierigkeiten geraten, erhalten neues Eigenkapital aus dem „ESF“, der damit (temporär) Anteilseigner der Banken wird. Die Marktteilnehmer wissen, dass es im Falle einer Pleite Griechenlands keinen Kollaps im Bankensektor geben wird, weil jedes Institut Zugang zu frischem Eigenkapital hat. Dadurch wird der befürchtete Bankrun vermieden. Die von der Bundesregierung ursprünglich geforderte Einbeziehung privater Gläubiger wäre erreicht, das Finanzsystem stabilisiert und negative Auswirkungen auf die Realwirtschaft vermieden. Die Haftungsunion wäre beendet, Defizitsünder würden nicht mehr belohnt und Haushaltsdisziplin nicht mehr bestraft, der Moral Hazard eingedämmt.

Welches Volumen müsste der „ESF“ haben, um das Banksystem im Falle einer Pleitewelle in der Europeregion zu stützen? Das Eigenkapital der

europäischen Großbanken beträgt rund 1.000 Mrd. Euro. Angenommen es käme zu einem Schuldenschnitt von 80 Prozent in Griechenland und jeweils 60 Prozent in Irland und Portugal (vgl. **Tabelle 2**), würde dies Abschreibungen von 470 Mrd. Euro bezogen auf den Nominalwert der Anleihen bedeuten. Davon entfallen ca. 130 Mrd. Euro auf europäische Privatbanken. Die Abschreibungen auf die Staatsanleihen der drei oben genannten Peripherieländer sind für den gesamten Banksektor also kein ernstes Problem, zumal ein Teil der Anleihen unter Pari gekauft wurde und die im Handelsbuch geführten Bestände schon auf die geringeren Marktwerte abgeschrieben wurden, was allerdings nur einen kleinen Teil des Gesamtbestands betrifft. Die meisten Institute könnten die Abschreibungen verkraften, einige müssten zusätzliches Eigenkapital aufnehmen und manche, wie die griechischen Banken, komplett rekaptalisiert werden. Deshalb sollte die Hälfte des Abschreibungsvolumens, also rund 65 Mrd. Euro, für die Dotierung des „ESF“ ausreichen.

Durch weitere Kreditverluste der Banken in den betroffenen Ländern könnte sich das Abschreibungspotential weiter erhöhen, so dass wir den „ESF“

Tabelle 2 **Eigenkapital-Stabilisierungsfonds**



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Nationale Finanzministerien, Bank für internationalen Zahlungsausgleich, Stand Juli 2011

AUSBLICK

sicherheitshalber mit 100 Mrd. Euro dotieren würden. Mit der Insolvenz Spaniens und einem angenommenen Hair Cut von 40 Prozent kämen weitere 75 Mrd. Euro Abschreibungen auf die Banken zu, die eine Aufstockung des Fonds auf maximal 175 Mrd. Euro erfordern würden.

Warum ist die Idee eines solchen Fonds nicht populär?

- Die Banken haben verständlicherweise kein Interesse, den Staat als Miteigentümer im Hause zu haben. Erstens, weil damit zumeist drastische Gehaltseinbußen des Managements verbunden sind und zweitens, weil die Kapitalverwässerung die Kurse der Aktien stark fallen lassen und am Boden zementieren würde (siehe Commerzbank).
- Die Politiker möchten nicht für eine Staatspleite verantwortlich gemacht werden und versuchen das Unvermeidliche solange wie möglich hinaus zu schieben und der nächsten Regierung zu übertragen.
- Die EZB hat 75 Mrd. Euro ausfallgefährdeter Staatsanleihen und mehr als 100 Mrd. Euro fragwürdiger Sicherheiten aufgetürmt. Jean Claude Trichet, der im Herbst in den Ruhestand geht, hat logischerweise kein Interesse daran, seine Amtszeit mit dem größten Verlust, den eine Zentralbank je erlitten hat, zu beenden.

Die Entscheidung über eine Insolvenz Griechenlands wird aber nicht in Brüssel, New York oder Berlin gefällt, sondern auf den Straßen Athens. So belasten die geplanten Steuererhöhungen einen griechischen Vierpersonenhaushalt durchschnittlich mit 2.800 Euro p.a. Fast 200.000 Griechen haben seit Beginn der jüngsten Krise ihren Job verloren.

Die Gehaltskürzungen betragen bis zu 30 Prozent. Dagegen ist der öffentliche Sektor von Entlassungen verschont geblieben und weist ein um 30 bis 70 Prozent höheres Lohnniveau als der Privatsektor auf. Es kann jederzeit zu Massendemonstrationen und Generalstreiks kommen, die Neuwahlen erzwingen oder das Land unregierbar machen. Dann hat die Troika (EU, EZB und IWF) die Fäden nicht mehr in der Hand. Wann dies der Fall sein wird, lässt sich nicht vorhersagen, es spricht aber viel dafür, dass es wegen der

Instabilität nicht länger als 12 Monate dauern wird, bis Griechenland auch offiziell insolvent ist. Bis dahin muss ein Plan B wie der Eigenkapital-Stabilisierungsfonds etabliert sein, um die Insolvenz geordnet abwickeln zu können.

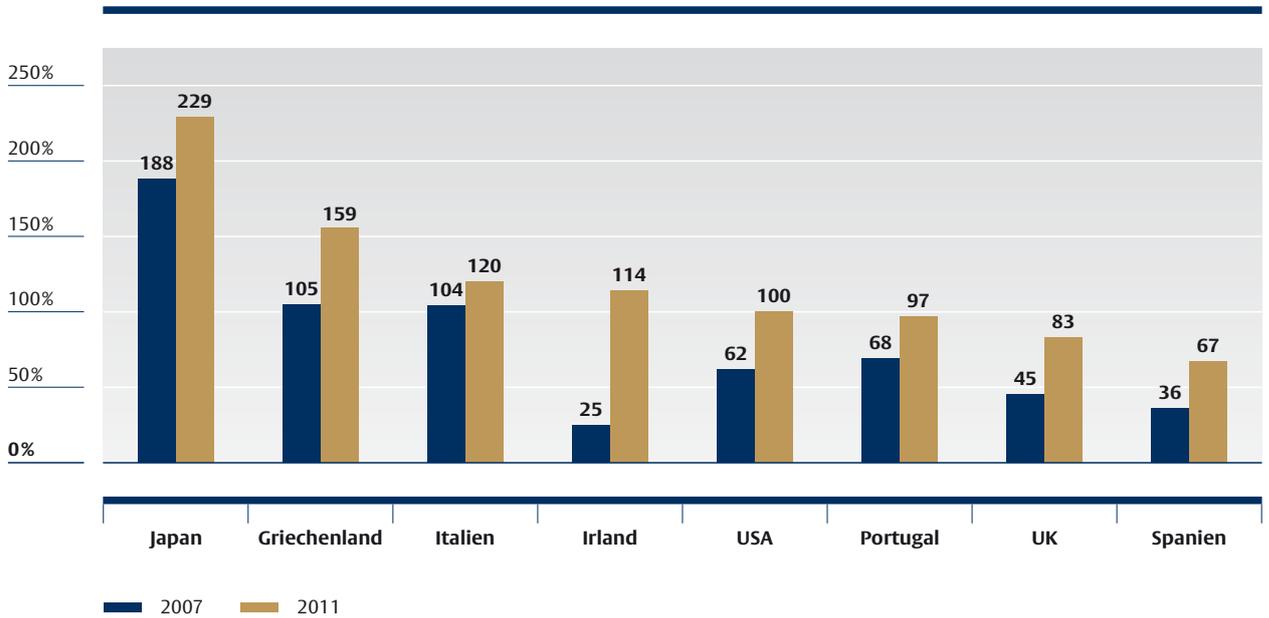
Die Schuldenkrise ist jedoch kein europäisches, sondern ein weltweites Phänomen. (Grafik 7)

Vor allem in Irland, den USA, Großbritannien und Spanien, also den Ländern, die besonders unter der Immobilien- und Bankenkrise gelitten haben, ist ein explosionsartiger Anstieg der Staatsschulden zu verzeichnen. Besonders dramatisch ist die Schuldendynamik in Irland, wo die Banken den Staat selbst zum Rettungsfall gemacht haben. Hier hat sich das Schuldenniveau seit 2007 mehr als vervierfacht.

Dabei sind die Staatsschulden nur ein Teil der Verschuldung einer Volkswirtschaft. Wie schnell private Schulden (vor allem Immobilienkredite) beim Staat landen können, haben wir in Irland gesehen. Aber auch Spanien, die USA oder Großbritannien haben einen hoch verschuldeten Privatsektor. (Grafik 8)

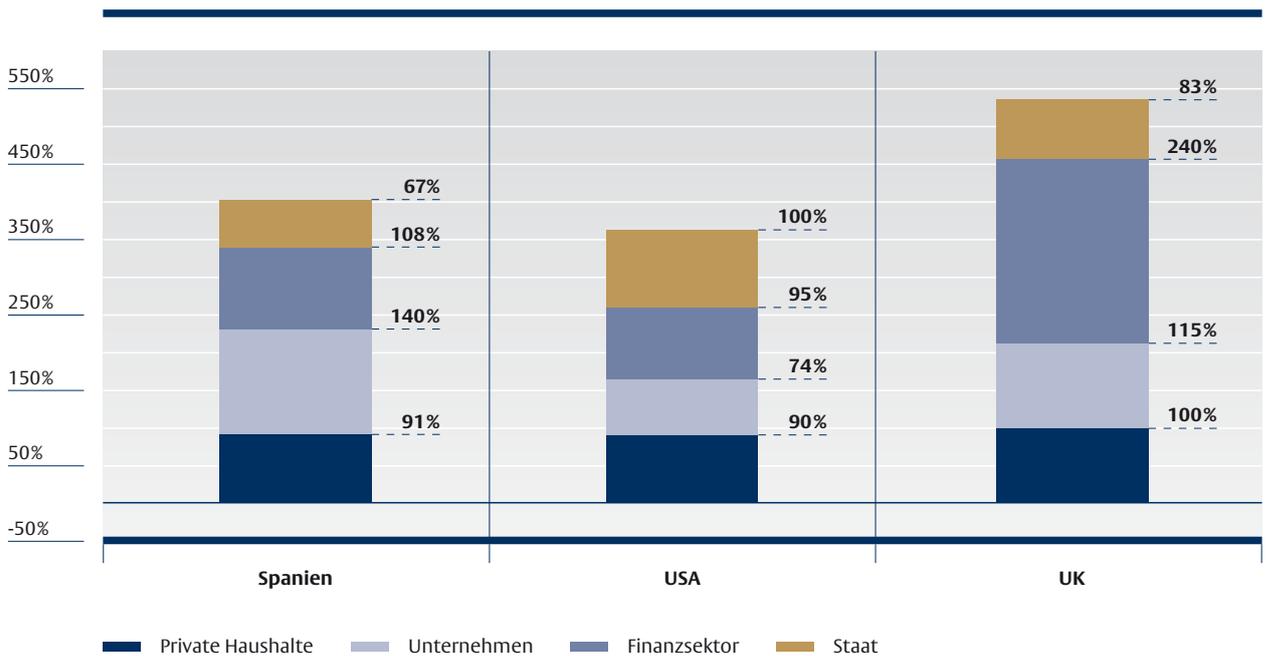
AUSBLICK

Grafik 7 Staatsverschuldung in % vom BIP



Quelle: Eurostat, Internationaler Währungsfonds, Flossbach von Storch, Stand: Juli 2011

Grafik 8 Verschuldung ausgewählter Länder in % vom BIP



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per Ende 2010 bzw. Schätzung für 2011

AUSBLICK

Wege aus der Schuldenkrise

Grundsätzlich gibt es vier Möglichkeiten, Staatsschulden zu reduzieren, wobei auch Kombinationen denkbar sind:

- 1. Hohes Wirtschaftswachstum**
- 2. Haushaltskonsolidierung (Ausgabenkürzung, Einnahmenerhöhung)**
- 3. Schuldenschnitt**
- 4. Inflation / „Financial Repression“**

Die schönste Form des Schuldenabbaus ist eine prosperierende Wirtschaft.

1. Hohes Wirtschaftswachstum

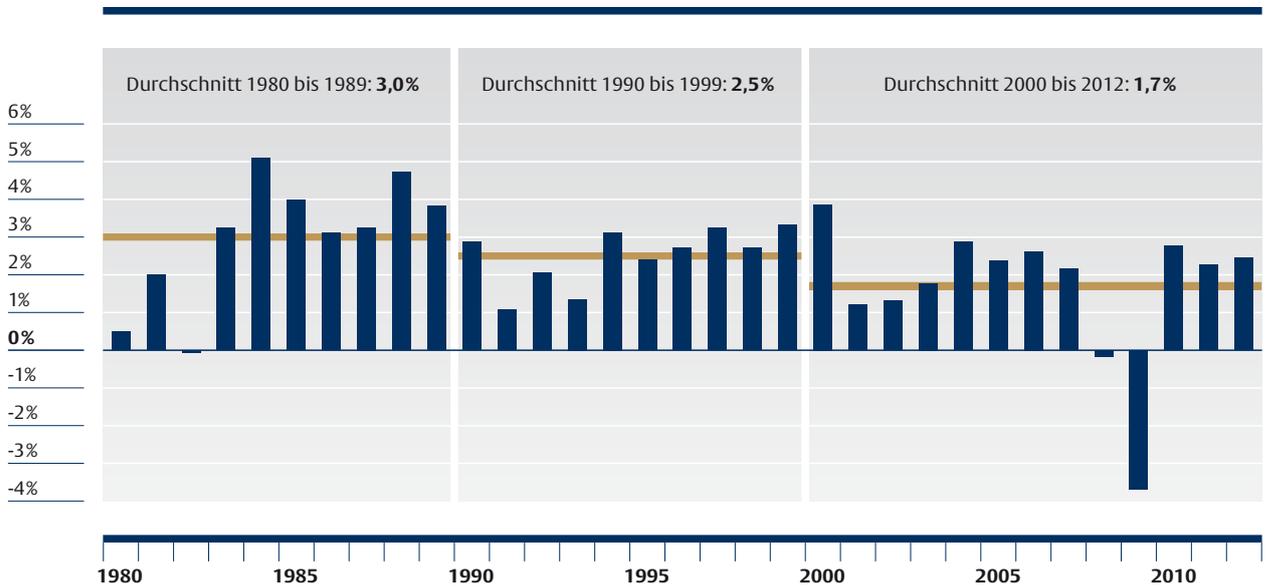
Die schönste Form des Schuldenabbaus ist eine prosperierende Wirtschaft. Die Steuereinnahmen sprudeln, die Ausgaben für Arbeitslosigkeit fallen und das wachsende Bruttoinlandsprodukt (BIP) führt zu einer sinkenden Schuldenquote (Schulden/BIP). Leider weist der Wachstumstrend in den hochverschuldeten westlichen Industrienationen seit Jahrzehnten nach unten. (Grafik 9)

Ursächlich für den strukturellen Wachstumsrückgang sind die demographische Entwicklung, die Verlagerung des Wachstums in die aufstrebenden Schwellenländer, allen voran China, und zunehmend die hohe Verschuldung der Industrienationen.

In den klassischen Industrieländern wird ein Realwachstum von 2 Prozent fast schon als Boom bezeichnet. Das Wachstum der Weltwirtschaft ist aufgrund der zunehmenden Bedeutung der Schwellenländer höher. Dies ist zwar ein Segen für westliche Unternehmen, die in diesen Regionen ständig steigende Umsätze verbuchen, aber nur bedingt hilfreich für die Industrienationen, da ein immer höherer Anteil dieser Umsätze vor Ort produziert wird. Nur bei direkten Exporten schlägt sich die Nachfrage der Schwellenländer auch in steigender Beschäftigung und damit Wachstum in den Industrieländern nieder. Hiervon profitieren Technonationen wie Deutschland derzeit am meisten.

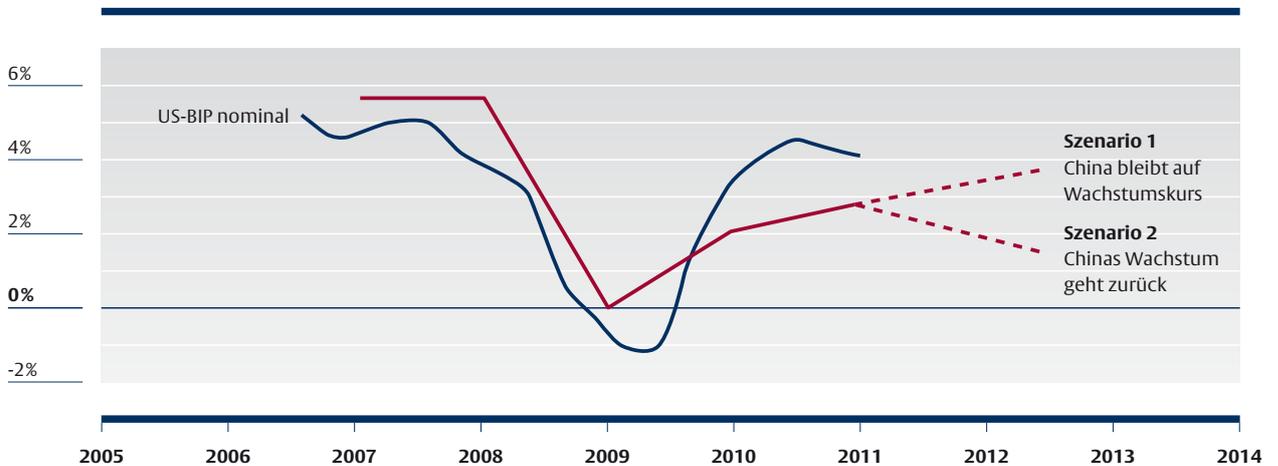
AUSBLICK

Grafik 9 Reales Wachstum der G7-Länder*



* Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien, Japan, Kanada, USA Quelle: Internationaler Währungsfonds, Flossbach von Storch, Stand: Juli 2011

Grafik 10 Entwicklung der US-Wirtschaft (stellvertretend für die Industrienationen)



Quelle: Bloombergs, Flossbach von Storch, Stand: Juli 2011

Da Demographie und Verschuldung die Wachstumsdynamik in den Industrieländern dämpfen, richten sich die Blicke der Anleger hoffnungsvoll auf China.

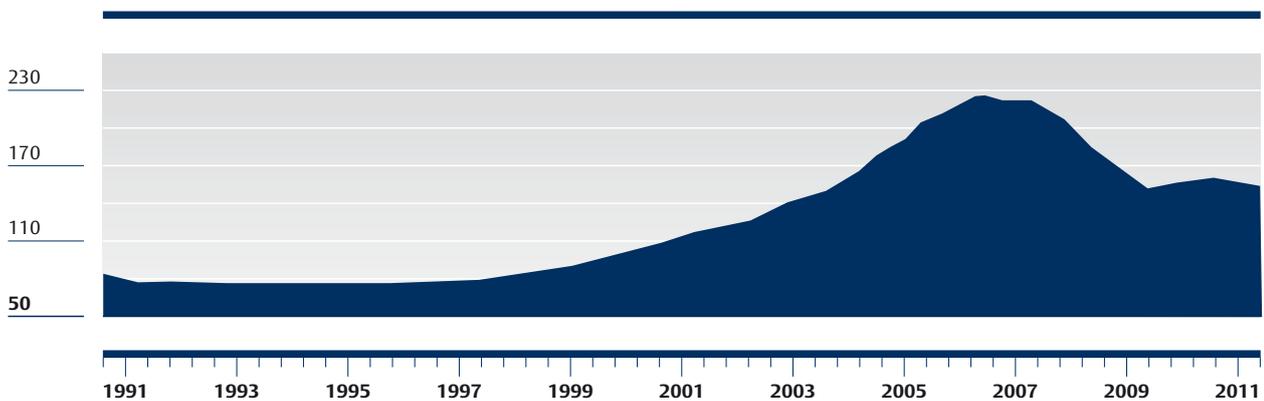
Die Weltwirtschaft hängt am Tropf Chinas

Da Demographie und Verschuldung die Wachstumsdynamik in den Industrieländern dämpfen, richten sich die Blicke der Anleger hoffnungsvoll auf China, das sich nach der Finanzkrise zum Hauptmotor der Weltwirtschaft entwickelt hat. Ohne die überraschend starke chinesische Konjunkturlokomotive hätte der Aufschwung in den westlichen Industrienationen einen weniger dynamischen Anstieg genommen und eher dem von uns ursprünglich erwarteten Konjunkturbild des „Origami-Vogels“ entsprochen. (Grafik 10)

AUSBLICK

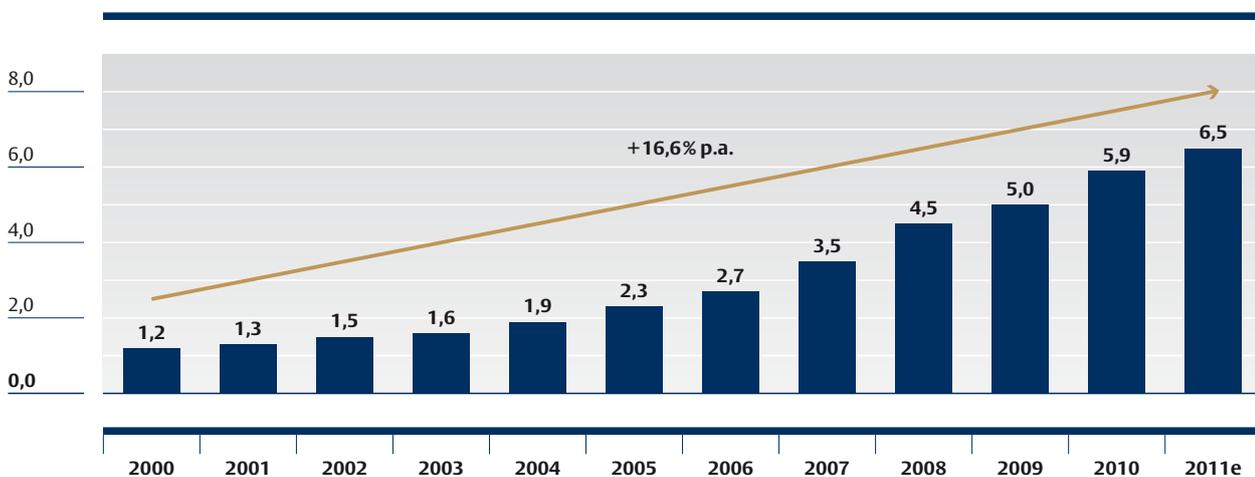
Solange der US-Häusermarkt am Boden liegt, ist ein selbsttragender Aufschwung in den USA kaum vorstellbar. Der Wert des eigenen Hauses macht einen großen Teil des Privatvermögens aus und ist oft mit einer Hypothek beliehen. Deshalb können fallende Immobilienpreise – anders als fallende Aktienkurse – den Wert des Privatvermögens leicht unter Null bringen. In einem Land, in dem der Privatkonsum rund 70 Prozent des BIP ausmacht, reduziert ein starker Preisverfall am Häusermarkt das Wachstumspotenzial der Volkswirtschaft in besonderem Maße. Der Case-Shiller Hauspreisindex reflektiert die Preisentwicklung eines amerikanischen Durchschnittshauses in den 10 größten Metropolregionen und verdeutlicht die Schärfe und Nachhaltigkeit des Preisrückgangs.

Grafik 11 Standard & Poor's Case-Shiller Hauspreisindex – saisonal bereinigt



Quelle: Standard & Poor's, Flossbach von Storch, Stand: März 2011

Grafik 12 China: Nominales BIP in Billionen US-Dollar



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Stand: Juli 2011

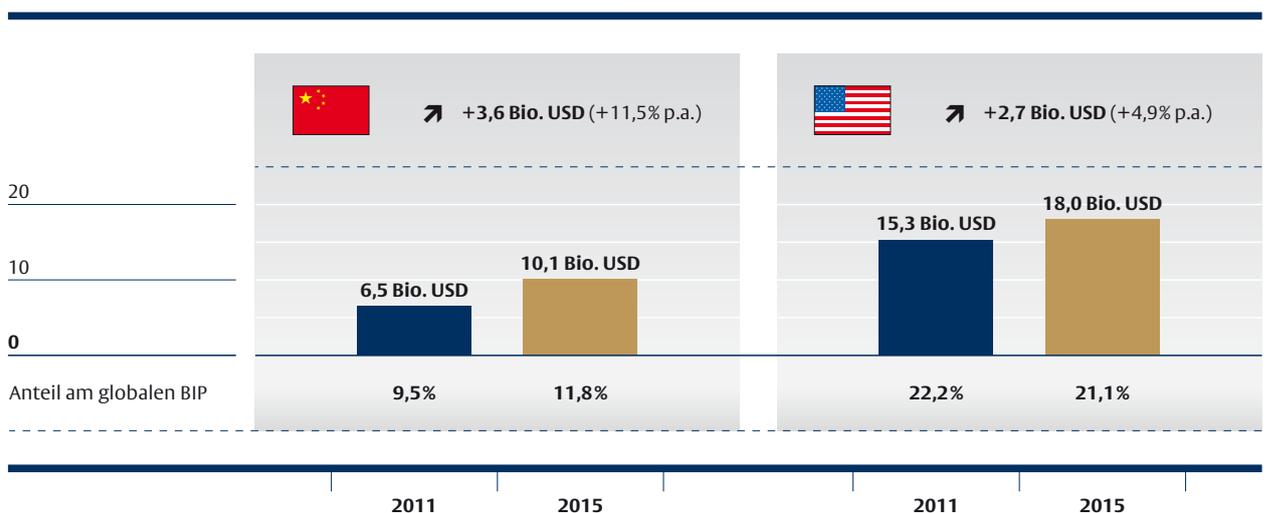
AUSBLICK

Solange sich aber der Immobilienmarkt nicht erholt, ist auch ein selbsttragender Aufschwung der größten Volkswirtschaft der Welt unwahrscheinlich.

Damit richten sich die Blicke auf China. Chinas Wirtschaft ist in der vergangenen Dekade nominal um fast 17% pro Jahr angestiegen und erreicht dieses Jahr mit einem BIP von ca. 6,5 Bio. US-Dollar fast die Hälfte der US-Wirtschaftsleistung. (Grafik 12)

Nach Schätzungen des Internationalen Währungsfonds wird das BIP von China bis 2015 auf 10,1 Bio. US-Dollar wachsen. Diese zugegebenermaßen optimistische Prognose bedeutet in nur vier Jahren einen Zuwachs von 3,6 Bio. US-Dollar, was der Wirtschaftsleistung Deutschlands entspricht und das Wachstum der USA in diesem Zeitraum um eine Billion übersteigen würde.

Grafik 13 China trägt die größte Bürde — Nominales BIP-Wachstum



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Stand: Juli 2011

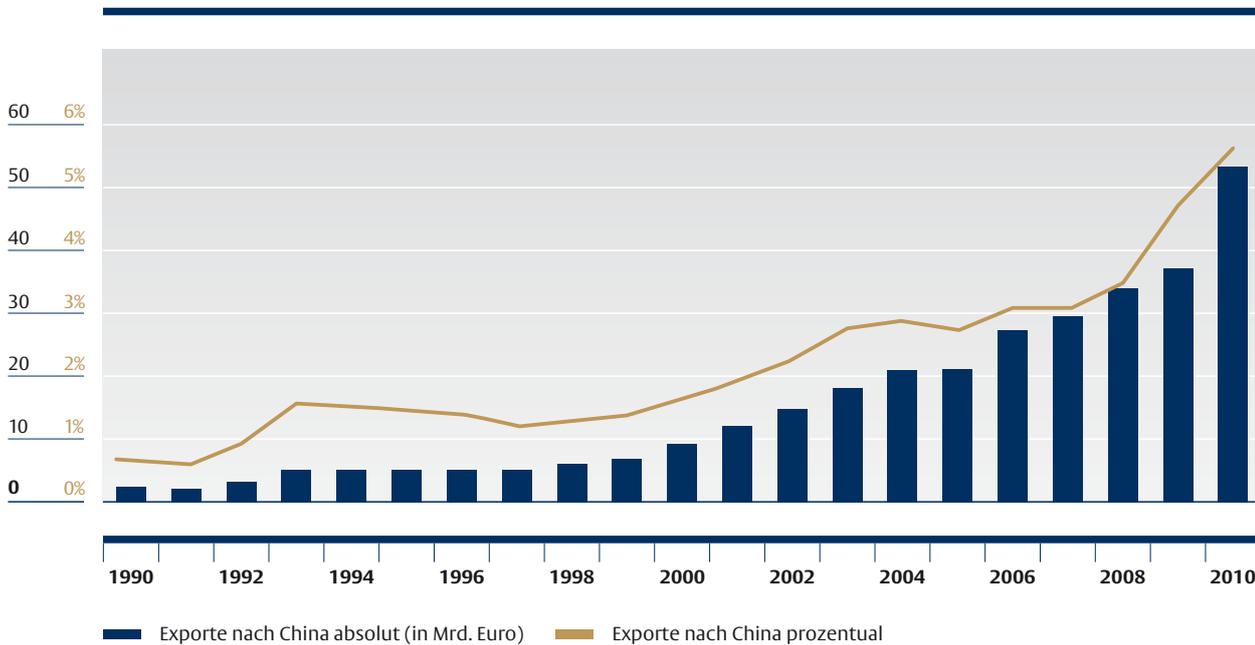
Ohne Chinas Wachstum müssten die asiatischen Handelspartner, die Rohstoffexporteure Südamerikas und Australiens und nicht zuletzt die deutschen Automobilhersteller und Maschinenbauer erhebliche Umsatzeinbußen in Kauf nehmen. Die folgende Abbildung zeigt die wachsende Bedeutung der deutschen Exporte nach China. (Grafik 14, nächste Seite)

Für die Gewinnentwicklung einiger deutscher Konzerne ist China sogar schon von dominanter Bedeutung.

Für die Gewinnentwicklung einiger deutscher Konzerne ist China sogar schon von dominanter Bedeutung. So dürften BMW und Mercedes inzwischen mindestens ein Drittel ihrer Gewinne in China erzielen. Die Unternehmen scheuen vor offiziellen Angaben zurück, weil sie wissen, dass aus einem Segen auch ein Fluch werden kann. So nannte uns BMW für das Jahr 2010 einen China-Anteil von 20 bis 30 Prozent des operativen Gewinns.

AUSBLICK

Grafik 14 Deutsche Exporte nach China



Quelle: Flossbach von Storch, Statistisches Bundesamt, Stand: Juli 2011

In letzter Zeit mehren sich jedoch die Anzeichen, dass der chinesische Motor ins Stottern geraten könnte.

Ohne den Beitrag Chinas würde er in diesem Jahr nicht die erwarteten 6,5 Mrd. Euro, sondern nur rund 4 Mrd. Euro betragen. Die Aktie stünde dann nicht bei 68 sondern eher bei 45 Euro. Ähnliches gilt auch für andere Hersteller hochwertiger Konsum- und Luxusgüter, die von der Kaufkraft und dem Markenbewusstsein der wachsenden chinesischen Oberschicht besonders stark profitieren.

In letzter Zeit mehren sich jedoch die Anzeichen, dass der chinesische Motor ins Stottern geraten könnte. Die größte Sorge gilt dabei der Entwicklung auf dem chinesischen Immobilienmarkt, wo inzwischen immer mehr Beobachter vor den Folgen einer Überhitzung warnen. So hat die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in ihrem jüngsten Jahresbericht vor Vermögenspreisblasen in den Schwellenländern gewarnt und in mehreren dynamischeren Volkswirtschaften der Welt „Symptome eines unhaltbaren Kreditbooms“ ausgemacht. Gemeint war damit vor allem China.

Seit Jahren wird der Kollaps des chinesischen Immobilienmarktes erwartet und seit Jahren steigen die Preise weiter. Wohneigentum hat für die Chinesen einen besonders hohen Stellenwert. Steigender Wohlstand, eine Sparquote von 35 Prozent und mangelnde Anlagealternativen (negativer Realzins) sind die wichtigsten Zutaten des Immobilienbooms.

Die chinesischen Lokalregierungen sind auf den Immobilienboom angewiesen, da der Verkauf von Baugrundstücken ihre mit zuletzt 70 Prozent wichtigste Einnahmequelle ist.

AUSBLICK

Einzelne Hedge Fonds bauen bereits ihre gesamte Anlagestrategie auf einem Kollaps des chinesischen Immobilienmarktes und darauf folgend der Weltkonjunktur auf.

Chinas Impulse haben der Welt geholfen, die Finanzkrise schneller als erwartet zu überwinden.

Im Jahre 2010 haben sie damit nach offiziellen Angaben 464 Mrd. US-Dollar eingenommen, doppelt soviel wie im Jahr zuvor. Trotzdem haben die Lokalregierungen nach offiziellen Angaben inzwischen einen Schuldenberg in Höhe von 1,7 Bio. US-Dollar oder 27% des chinesischen BIP angehäuft.

Hinzu kommen weitere 2,2 Bio. US-Dollar in Schattenhaushalten, die in Zweckgesellschaften ausgelagert sind. Das wahre Ausmaß der chinesischen Staatsverschuldung schätzen unabhängige Analysten wie Dragonomics deshalb auf 82% des BIP statt der offiziell ausgewiesenen Staatsverschuldung von 17%.

Einzelne Hedge Fonds bauen bereits ihre gesamte Anlagestrategie auf einem Kollaps des chinesischen Immobilienmarktes und darauf folgend der Weltkonjunktur auf. Diese Strategie hat aber ein großes Risiko – den politischen Willen. Ein Immobiliencrash ist nicht im Sinne der auf politische Stabilität bedachten Regierung in Peking.

Um eine bessere Versorgung mit modernem Wohnraum zu gewährleisten, werden die Lokalregierungen angehalten, Grundstücke für soziale Wohnungsbauprojekte zu veräußern. Diese werden wiederum von den Banken auf Geheiß der Zentralregierung finanziert. Etwaige Schieflagen im Bankensystem, das ein Bilanzvolumen von knapp 10 Bio. US-Dollar aufweist, müssten dann auch von der Regierung übernommen werden. China könnte sich hierzu seiner gigantischen Währungsreserven von 3 Bio. US-Dollar bedienen, die allerdings dann an anderer Stelle (z.B. in den USA) fehlen würden, neue Anleihen aufnehmen oder sich der Notenpresse bedienen. So könnte die chinesische Regierung den Immobilienboom noch eine ganze Weile am Laufen halten, bevor die unvermeidliche Abkühlung einsetzt.

Chinas Impulse haben der Welt geholfen, die Finanzkrise schneller als erwartet zu überwinden. China ist aber nur ein Zylinder der Weltwirtschaft und daher nicht in der Lage, den ganzen Motor in Schwung zu halten und damit das Wachstum im Rest der Welt dauerhaft auf ein so hohes Niveau zu heben, dass damit ein Herauswachsen aus der Schuldenkrise möglich ist. Sollte der Immobilienboom enden und sich die Wirtschaft in China abkühlen, gilt dies umso mehr.

2. Haushaltskonsolidierung

Eine Haushaltskonsolidierung, die nicht alle gesellschaftlichen Gruppen mit einbezieht, verliert die Akzeptanz der Bevölkerung und droht zu scheitern. Selbst in Großbritannien, das seit 30 Jahren nicht mehr durch Proteste und Streiks aufgefallen ist, baut sich Widerstand gegen die massiven Sparmaßnahmen der Regierung auf.

AUSBLICK

Haushaltssanierung ja, aber bitte nicht zuviel, lautet das Credo.

Haushaltssanierung ja, aber bitte nicht zuviel, lautet das Credo. So warnte jüngst der IWF die USA, nicht mit einer zu frühen fiskalischen Anpassung die wirtschaftliche Erholung zu gefährden. Auch deshalb wird der Kongress wohl in den nächsten Wochen der 94. Erhöhung der Schuldenobergrenze in den USA seit deren Einführung im Jahre 1917 zustimmen müssen. Wenn nicht, wäre dies ein „Schwarzer Schwan“. Auch Silvio Berlusconi will erst ab 2013 sparen und selbst der Musterschüler Deutschland schafft es im größten Wirtschaftsboom seit der Wiedervereinigung trotz rekordtiefer Zinsen nicht annähernd, einen ausgeglichenen Haushalt zu erzielen. Nicht auszudenken, wie sich die Haushaltsdefizite im Falle einer erneuten Rezession entwickeln würden.

Einseitige Sparmaßnahmen sind in Ländern mit 40 Prozent Jugendarbeitslosigkeit aber kein erfolgversprechendes Sanierungskonzept.

Eine einseitige Konsolidierungspolitik birgt in Zeiten, in denen die Diskrepanz zwischen oberen und unteren Einkommenschichten weltweit auf einen Nachkriegsrekord gestiegen ist, erheblichen sozialen Sprengstoff. Sie belastet oft genau die Bevölkerungsgruppen, die von der Klientelpolitik der bisherigen Regierungen am wenigsten profitiert haben. Griechenlands Wirtschaft schrumpft in diesem Jahr aufgrund der Sparmaßnahmen und Steuererhöhungen voraussichtlich um 3,8 Prozent, nach einem Minus von 4,4 Prozent im Vorjahr. Der argentinische Ex-Staatssekretär Guillermo Nielsen vergleicht die Situation in Griechenland mit der Argentinien vor 10 Jahren. Heute seien die gleichen Experten (IWF) am Werk, die schon Argentinien mit Quartalszielen zum Sparen gezwungen haben, um die Zinszahlungen für die Gläubiger sicherzustellen, anstatt den Aufbau einer zukunftsfähigen Wirtschaft zu ermöglichen. Einseitige Sparmaßnahmen sind in Ländern mit 40 Prozent Jugendarbeitslosigkeit aber kein erfolgversprechendes Sanierungskonzept.

Wenn der Schuldendienst aber schon einen großen Teil der Staatseinnahmen aufzehrt, hilft auch das beste Geschäftsmodell nicht mehr.

Dazu braucht es ein Geschäftsmodell, mit dem das Land international wettbewerbsfähig ist. Wenn der Schuldendienst aber schon einen großen Teil der Staatseinnahmen aufzehrt, hilft auch das beste Geschäftsmodell nicht mehr. Der Point of no Return ist überschritten und es bleiben nur noch zwei Alternativen: Schuldentilgung mit der Notenpresse oder ein massiver Schuldenschnitt.

3. Schuldenschnitt

Ohne eigene Währung kann ein Land die Notenpresse nicht anwerfen und hat auch keine Möglichkeit, durch die Abwertung seiner Währung an Wettbewerbsfähigkeit zu gewinnen. Die Regierung könnte eine interne Abwertung mit massiven Lohnkürzungen anstreben, die politisch aber nur schwer durchsetzbar ist und die Verschuldung im Verhältnis zum schrumpfenden Sozialprodukt weiter in die Höhe treibt. In Griechenland lässt sich dieser Effekt gerade studieren.

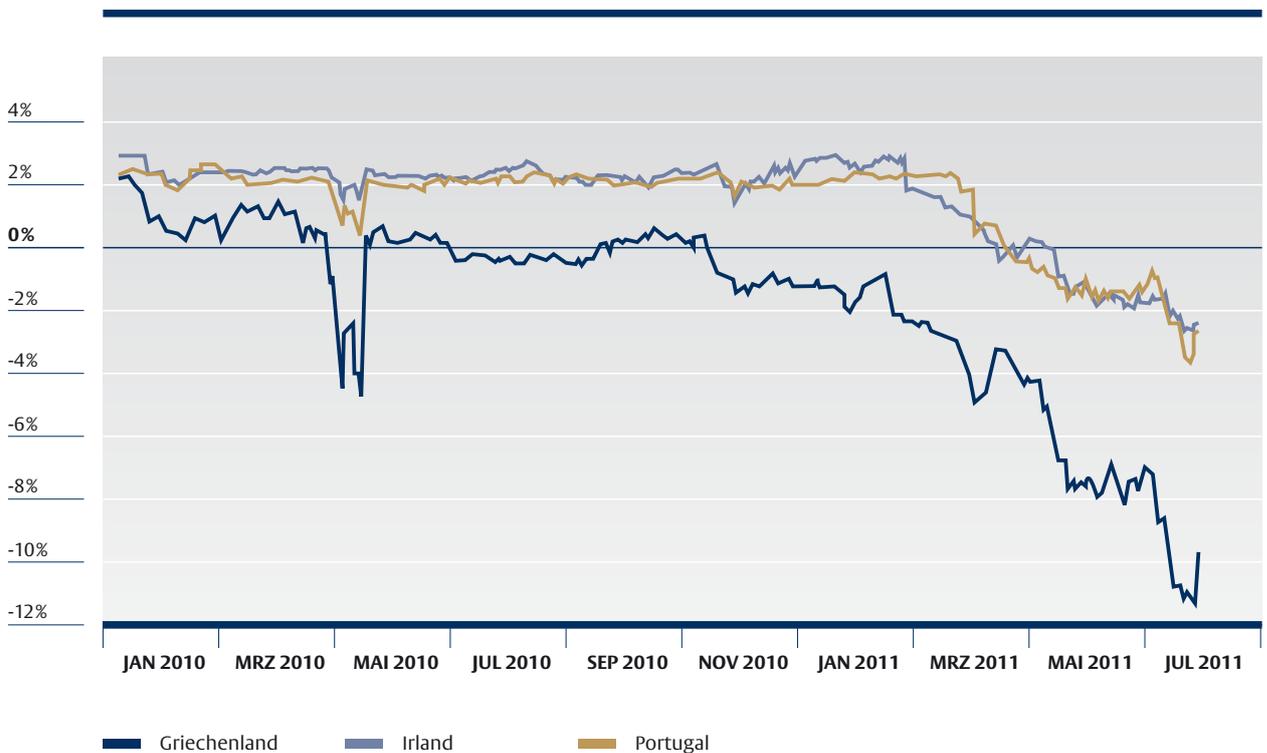
AUSBLICK

Die Wahrscheinlichkeit für einen Schuldenschnitt wird inzwischen auch an den Kapitalmärkten deutlich höher eingeschätzt als noch vor einigen Monaten.

Selbst bei einem Primärüberschuss des Haushalts wächst die Schuldenquote weiter an. Bei einem Rückgang der Wirtschaftsleistung explodiert sie förmlich. Portugal und Irland sind in einer ähnlichen Situation.

Dass die Wahrscheinlichkeit für einen Schuldenschnitt inzwischen auch an den Kapitalmärkten deutlich höher eingeschätzt wird als noch vor einigen Monaten, zeigt die Renditedifferenz von Anleihen mit 10-jähriger Laufzeit zu Anleihen mit 3-jähriger Laufzeit, die uns als „Hair Cut Seismograph“ dient. Wenn Anleger einen Schuldenschnitt erwarten, fallen die Kurse aller Titel, was bei kurzen Laufzeiten zu einem überproportionalen Renditeanstieg führt. In Griechenland rentieren 3-jährige Titel deshalb mit 27 Prozent gut 10 Prozentpunkte höher als 10-jährige Anleihen.

Grafik 15 Renditedifferenz 10- und 3-jähriger Staatsanleihen



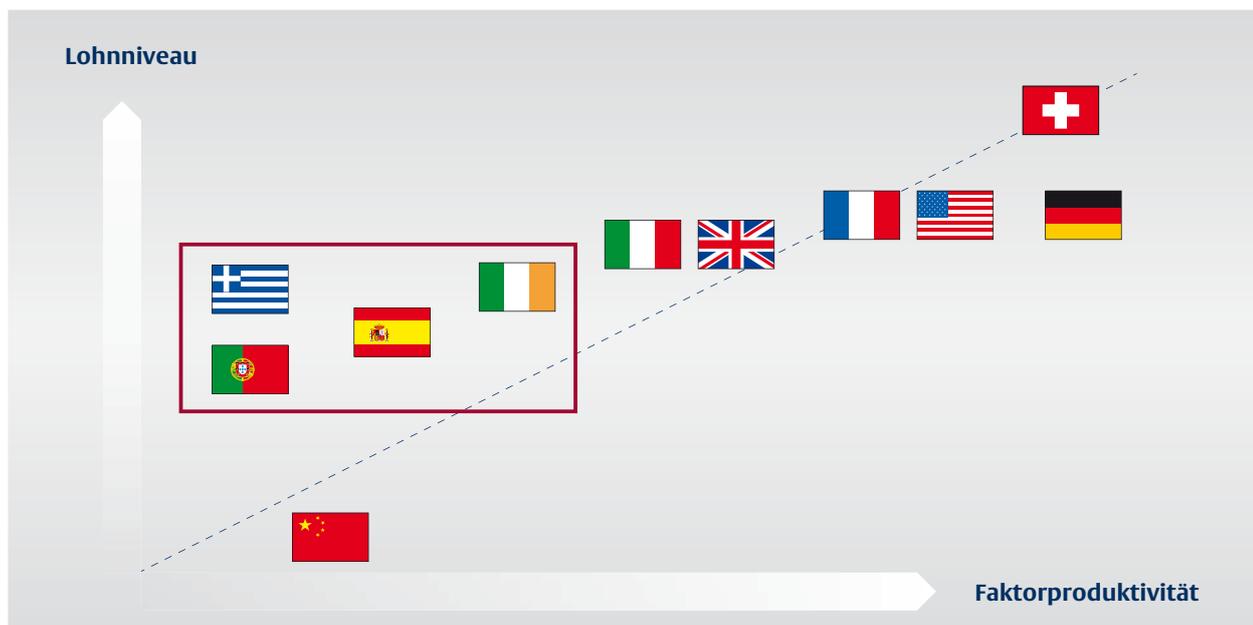
Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Stand: 30. Juni 2011

Ohne die Zinssubventionen durch die EU hätten alle drei Länder ihren Zinsdienst bereits einstellen und den Bankrott erklären müssen. Eine Zinssubventionierung ad infinitum würde aber nicht nur Fehlanreize setzen, sondern auch von der Bevölkerung der Geberländer auf Dauer nicht toleriert werden. Die Folge wären Konflikte, die sich bereits jetzt in den einzelnen EU-Ländern abzeichnen, und ein Auseinanderbrechen des Euros. Deshalb sind ein massiver Schuldenschnitt und eine zumindest temporäre Wiedereinführung der nationalen Währungen für Griechenland – und wahrscheinlich auch für Portugal – die einzig sinnvolle Lösung.

AUSBLICK

Beide Länder sind hochverschuldet und haben kein Geschäftsmodell. Im Vergleich zu den aufstrebenden Schwellenländern sind sie zu „teuer“ und im Vergleich zu den hochentwickelten Industrienationen der Eurozone fehlt es an exportfähigen Produkten. Die folgende idealtypische Grafik verdeutlicht dies.

Grafik 16 Wettbewerbsfähigkeit ausgewählter Staaten



Quelle: Flossbach von Storch, Stand: Juli 2011

Spanien könnte es aufgrund eines niedrigeren Staatsschuldenniveaus noch gelingen, sich dem Teufelskreislauf zu entziehen.

Spanien könnte es aufgrund eines niedrigeren Staatsschuldenniveaus noch gelingen, sich dem Teufelskreislauf zu entziehen. Allerdings ist die private Verschuldung in Spanien enorm hoch. Bei weiter fallenden Immobilienpreisen würden die Verluste dann, wie in Irland, zunehmend auf den Staat übertragen. Irland hat durch harte Anpassungen seine Wettbewerbsfähigkeit verbessert und bleibt dank niedriger Steuern für viele Unternehmen ein interessanter Standort. Beide Länder bleiben aber latent gefährdet.

Für die großen Länder der Eurozone schließen wir Staatspleiten zunächst aus.

Für die großen Länder der Eurozone schließen wir Staatspleiten zunächst aus. Italien hat aufgrund seiner hohen Verschuldung von 120 Prozent des BIP das größte Gefährdungspotenzial, verfügt aber über ein Geschäftsmodell, das bei moderaten Lohneinbußen funktioniert und den Zinsdienst (noch) ermöglicht. Aber auch Italien hat keine eigene Währung und daher nur begrenzte Anpassungsmöglichkeiten. Ein Schuldenschnitt in Italien, dessen Schuldenniveau sechsmal so hoch wie das griechische ist, hätte die fatalen Konsequenzen, die Banken und Politik heute einer Pleite Griechenlands andichten. Eine klassische Rettung wäre nicht mehr möglich, nur die EZB könnte mit gedrucktem (digitalen) Geld Italiens Staatsanleihen kaufen.

AUSBLICK

Hier wird auch der Konstruktionsfehler des Euros deutlich, wie ein Vergleich mit dem US-Dollar zeigt. Wenn eine heterogene Gruppe von Ländern in ein Währungs- und Zinskorsett gepresst wird, kommt es früher oder später zum Knall, bei dem sich der aus den Ungleichgewichten resultierende Anpassungsdruck entlädt.

Tabelle 3 Kriterien eines optimalen Währungsraums

		
Flexible Arbeitsmärkte	●	● ○
Freie(r) Warenverkehr/Kapitalmärkte	●	●
Einheitliche Fiskalpolitik	●	○
Ähnliche Inflationsraten	●	○
Inhärentes Kulturverständnis	●	○
Solidarität	●	○

Quelle: Flossbach von Storch, Stand Juli 2011

Die Eurozone erfüllt nur wenige Kriterien eines optimalen Währungsraums.

Die Eurozone erfüllt nur wenige Kriterien eines optimalen Währungsraums. So wie Argentinien oder Mexiko die Anbindung zum US-Dollar irgendwann aufgeben mussten, werden dies auch einige Länder der Eurozone durch ihren Austritt tun müssen.

Länder mit eigener Währung verfügen über andere Mittel, um ihre Schuldenquote auf ein tragfähiges Maß zu reduzieren, und haben dies in der Geschichte schon einige Male erfolgreich exerziert: Inflation bzw. „Financial Repression“.

4. Inflation / „Financial Repression“

In ihrem Buch 'THIS TIME IS DIFFERENT' haben die US-Ökonomen Reinhart und Rogoff einen empirischen Zusammenhang zwischen hoher Staatsverschuldung und niedrigem Wirtschaftswachstum beschrieben. Die häufig zitierten Ergebnisse haben bei einigen Vermögensverwaltern zur Erkenntnis geführt, dass wir auf eine Phase niedrigen Wachstums mit deflationären Tendenzen zusteuern. Dies ist bekanntlich ein schlechtes Umfeld für Aktien und positiv für Staatsanleihen. Die von Reinhart und Rogoff untersuchten Länder haben ihre Schuldenprobleme aber zumeist zeitversetzt gehabt.

AUSBLICK

Niemals standen fast alle klassischen Industrienationen zur gleichen Zeit vor dem gleichen Problem:

Niemals standen fast alle klassischen Industrienationen zur gleichen Zeit vor dem gleichen Problem: Eine Kombination aus hoher Verschuldung und niedrigem Wachstum. Dem eigentlich ironisch gemeinten Titel des Buchs könnte man deshalb diesmal aber ein Ausrufezeichen hinzufügen.

Die nächste Rezession würde die Schuldenquote in vielen Ländern auf ein Niveau steigen lassen, das die Solvenz des Staates ernsthaft in Frage stellt. Eine schwache Konjunktur ist deshalb nicht mehr, wie allgemein angenommen, gut für Staatsanleihen, sondern lässt ihre Renditen steigen (siehe Italien), was die Zinslast und damit die Schulden weiter erhöht.

Wenn die Staaten nicht aus ihren Schulden herauswachsen können, wenn die Sanierung der Staatshaushalte die Weltwirtschaft in eine tiefe Rezession stürzt oder politisch nicht durchgesetzt werden kann, und wenn auch der Schuldenschnitt aufgrund der Größe des Landes keine Option ist, dann bleibt nur noch ein Vermögenstransfer von den Sparern zu den Schuldnern. Die Inflation ist dabei das probateste Mittel, weil sie sich zumindest anfangs im Verborgenen vollzieht und die Menschen einer Nominalwertgläubigkeit unterliegen: „Meine Immobilie hat sich seit 1991 im Wert verdoppelt“, was letztlich einer realen Rendite von Null entspricht. Welch eindrucksvolles Ergebnis schon mit moderaten Inflationsniveaus erzielt werden kann, zeigt die folgende Tabelle.

Tabelle 4 **Schuldentilgung durch Inflation**

Staatsverschuldung 2011 (% vom BIP)	100%				
Haushaltsdefizit	6%				
Inflation	0,0%	2,0%	4,0%	6,0%	8,0%
Wachstum real	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Wachstum nominal	2,0%	4,0%	6,0%	8,0%	10,0%
Staatsverschuldung 2020 (% vom BIP)	142%	120%	100%	83%	69%

Quelle: Flossbach von Storch, Stand Juli 2011

Ein Land, das eine Schuldenquote von 100 Prozent aufweist, bis 2020 ein jährliches Haushaltsdefizit von durchschnittlich 6 Prozent hat und ein Realwachstum von 2 Prozent p.a. erzielt, erfährt bis 2020 einen Anstieg der Schuldenquote auf 120 Prozent (die Zahlen ähneln denen der USA, deren Defizit allerdings derzeit noch weitaus höher ist). Bei einer Inflationsrate von 8 Prozent fällt die Schuldenquote dagegen auf 69 Prozent, weil die Wirtschaft mit nominal 10 Prozent und damit jährlich 4 Prozent schneller wächst als der Schuldenberg.

AUSBLICK

Die Sache hat aber einen Haken. Wenn sich bei Investoren eine hohe Inflationserwartung verfestigt, werden sie einen angemessenen Risikoaufschlag (sprich Realzins) verlangen. Der Staat muss dann deutlich höhere Zinsen für seine Anleihen zahlen, was das Haushaltsdefizit und damit den Schuldenberg immer schneller wachsen lässt.

Deshalb muss er die Zinsen auf seine Anleihen trotz hoher Inflation niedrig halten. Investoren müssen überzeugt oder gezwungen werden Staatsanleihen zu kaufen, obwohl dies bei einem negativen Realzins ein schlechtes Geschäft für sie ist. Hierzu gibt es ein ganzes Arsenal an historisch erprobten Maßnahmen, die Ökonomen als „Financial Repression“ bezeichnen.

- Das einfachste Mittel ist eine Zinskontrolle, wie es sie z.B. in den USA von 1942 bis 1951 gab oder heute noch in China gibt. Dabei wird der Zinssatz staatlich festgelegt oder „gedeckelt“.
- Damit der Anleger nicht ins Ausland flieht, wird flankierend eine Kapitalverkehrskontrolle eingeführt.
- Andere Möglichkeiten sind Zwangsanleihen, wie sie früher vor allem zur Finanzierung von Kriegen oder dem anschließenden Wiederaufbau „verkauft“ wurden.
- Ähnlich plump ist ein direktes Besitzverbot bestimmter Vermögenswerte. 1933 hatten die USA den Besitz von mehr als fünf Unzen Gold verboten und danach den Dollar um 43 Prozent gegenüber Gold abgewertet (was zu Zeiten des Goldstandards freilich eine andere Bedeutung hatte als heute).
- Vergleichsweise subtile, aber dennoch wirkungsvolle Instrumente sind Anlagevorschriften für Banken, Versicherungen und Pensionskassen. Der Staat deklariert seine Anleihen als risikolos, die deshalb nicht mit Eigenkapital unterlegt oder zu Marktkursen bilanziert werden müssen.
- Noch subtiler ist die Manipulation des Verbraucherpreisindex, der offiziell als Inflationsmaßstab dient und an den die Entwicklung von Löhnen, Pensionen und Mieten gekoppelt ist. In Argentinien liegt die

offizielle Inflationsrate derzeit bei 10 Prozent. Tatsächlich dürfte sie ca. 25 Prozent betragen. In Russland ist die Situation ähnlich. Die USA wollen die Inflation so niedrig wie möglich ausweisen, indem sie den Verbraucherpreisindex laufend an neue Konsumgewohnheiten anpassen.

- Da die Investoren bei ihren Anlageentscheidungen nicht die aktuelle Inflation, sondern die Inflationserwartung zugrunde legen, kann die Notenbank auch einen etwaigen Inflationsanstieg als temporär bezeichnen und versuchen, ihn mit Sonderfaktoren wie Energie- oder Nahrungsmittelpreisanstiegen zu entkräften – was bereits üblich ist. Damit gelang es oft, Anleger selbst in langjährigen Phasen mit negativen Realzinsen bei der Stange zu halten.
- Dagegen sind Transaktions- oder Vermögensteuern wiederum ein direkter Griff in die Tasche der Vermögensinhaber, auch wenn sie wie die geplante Finanztransaktionsteuer, als Beitrag der Banken zur Finanzierung der Finanzkrise getarnt wird. Auf Staatsanleihen würden diese Steuern natürlich nicht erhoben.

Es ließe sich leicht ein weiteres Dutzend an Maßnahmen definieren, mit denen der Staat trotz steigender Zinsen private und institutionelle Anleger „überzeugen“ kann, seine Anleihen auch zu unattraktiv niedrigen Renditen zu kaufen.

In einer globalen Finanzwelt lassen sich einige der oben skizzierten Folterinstrumente nicht mehr so leicht umsetzen. Zinskontrollen sind bei globalem Kapitalverkehr leichter zu umgehen.

Kapitalverkehrskontrollen wären dann eine notwendige, aber verzweifelte Maßnahme, um dies durchzusetzen. Auch ein Goldverbot ist z.B. durch Lagerung in anderen Ländern umgehbar, es sei denn, es werden Notstandsgesetze erlassen.

AUSBLICK

Grafik 17 **Aktien als sicherer Hafen während der 'Financial Repression' in den USA – Dow Jones Industrial Average**



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Stand: Juli 2011

Tabelle 5 **Reduzierung der Schuldenquote durch negative Realzinsen**

	Inflationsrate	Rendite 3-monatige Staatsanleihen	Rendite 10-jährige Staatsanleihen	Realzins*
UK	4,5%	0,54%	3,32%	-2,57%
USA	3,6%	0,02%	3,10%	-2,04%
China	5,5%	3,39%	3,89%	-1,86%
Eurozone**	2,7%	1,02%	2,98%	-0,70%
Deutschland	2,3%	1,02%	2,98%	-0,30%
Japan	0,3%	0,10%	1,14%	0,32%
Schweiz	0,4%	0,25%	1,70%	0,58%
Norwegen	1,6%	2,34%	3,40%	1,27%

* Annahme: hälftige Anlage in 3-monatigen und 10-jährigen Staatsanleihen

** Renditeangaben entsprechen den Werten für Deutschland

Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Stand: Juli 2011

AUSBLICK

Dank 'Financial Repression' haben es die USA geschafft, ihre Schuldenquote von 116 Prozent im Jahre 1945 auf 66 Prozent im Jahre 1955 zu senken, wobei allerdings auch der Nachkriegsboom geholfen hat.

Voraussetzung für die Entschuldung des Staates über „Financial Repression“ ist ein Inflationsniveau, bei dem das nominale Sozialprodukt stärker als der Schuldenberg steigt.

Mit der nächsten Stufe geldpolitischer Lockerung, also weiteren Aufkäufen von Anleihen durch die US-Notenbank und die Bank von England, wird der negative Realzins zementiert.

Dank 'Financial Repression' haben es die USA geschafft, ihre Schuldenquote von 116 Prozent im Jahre 1945 auf 66 Prozent im Jahre 1955 zu senken, wobei allerdings auch der Nachkriegsboom geholfen hat. Für US-Amerikaner gab es in der Zeit der Zinskontrolle (1942 bis 1951) allerdings eine durchaus lukrative Fluchtmöglichkeit. Risikoscheue Investoren wird es wundern, dass dies ausgerechnet der Aktienmarkt war. (Grafik 17)

Von März 1942 bis März 1951 (Aufhebung der Zinskontrolle) stieg der Dow Jones Index von 100 auf 250 Punkte an, was einen Kursanstieg von 10,6 Prozent p.a. bedeutet. Hinzu kamen noch die Dividenden. Damit haben Aktionäre nicht nur die Inflation von ca. 5 Prozent p.a. komfortabel geschlagen, sondern auch weitaus mehr verdient als Inhaber von Anleihen, die sich mit 0,38 Prozent für kurzlaufende und 2,5 Prozent für langlaufende Staatspapiere begnügen mussten.

Voraussetzung für die Entschuldung des Staates über „Financial Repression“ ist ein Inflationsniveau, bei dem das nominale Sozialprodukt stärker als der Schuldenberg steigt. Das Fundament hierfür ist gelegt. Seit 2008 haben die US-Fed, die EZB und die Bank von England im Rahmen ihrer euphemistisch als „Quantitative Easing“ beschriebenen Aufkäufe von Wertpapieren die monetäre Basis um 4,5 Bio. US-Dollar ausgeweitet. Das offizielle Ziel einer nachhaltigen Ankurbelung der Wirtschaft wurde damit zwar nur bedingt erreicht, für die Kurse von Aktien, Rohstoffen und Edelmetallen war sie allerdings ein voller Erfolg. Dies gilt auch für Anleihen, deren Renditen seither trotz steigender Inflation leicht gefallen sind, was in einigen Ländern bereits zu negativen Realzinsen geführt hat. (Tabelle 5)

Mit der nächsten Stufe geldpolitischer Lockerung, also weiteren Aufkäufen von Anleihen durch die US-Notenbank und die Bank von England, wird der negative Realzins zementiert. Sie dürfte spätestens dann starten, wenn sich eine Abkühlung der Wirtschaft abzeichnet oder ein Anstieg der Beschäftigung ausbleibt. Ganz abgesehen davon müssen die USA allein in den nächsten 12 Monaten neue Schulden von 1,5 Bio. US-Dollar finanzieren. Wer außer der Fed soll dies zu einem Zinssatz von gut 3 Prozent tun? Natürlich könnten auch die Zinsen steigen, damit genügend Investoren aus der Reserve gelockt werden. Aber bis wohin? Zinsniveaus von 5 oder gar 6 Prozent, wie sie teilweise erwartet werden, würden nicht nur den Staat teuer zu stehen kommen, sondern auch dem darniederliegenden US-Häusermarkt den Todesstoß versetzen. Wir haben keine Zweifel daran, dass die US-Regierung und Notenbank dies in jedem Fall zu verhindern suchen.

Die EZB dürfte zwar zunächst keine weiteren Anleihen von Peripheriestaaten der Eurozone kaufen, nachdem sie sich hiermit die Finger verbrannt hat, finanziert aber ohne jedes Limit den Kapitalbedarf der Banken. Im Falle einer erneuten Verschärfung der Schuldenkrise in den Peripherieländern wird aber auch die EZB wieder mit „quantitativen Lockerungsmaßnahmen“ aktiv werden.

ANLAGESTRATEGIE

Die (Finanz-)Welt ist derzeit reich an Fragen, aber arm an Antworten.

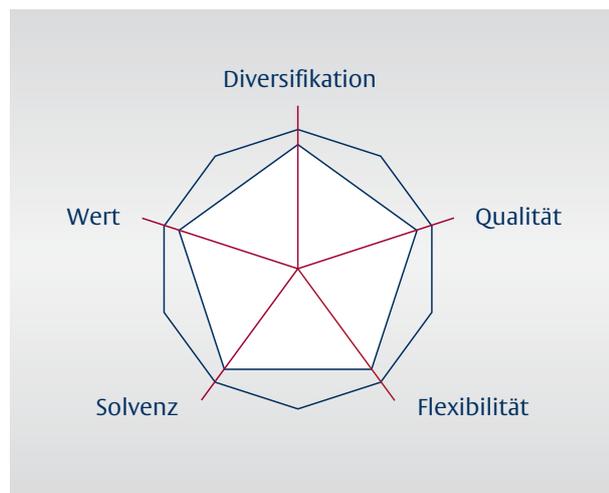
Eine Antwort geben wir als unabhängige Unternehmer vorab: Wenn man den Untergang des Finanzsystems erwarten würde, hätten wir weder in den vergangenen 12 Monaten die Zahl unserer Mitarbeiter von 45 auf 65 erhöht, noch einen 10-jährigen Mietvertrag abgeschlossen oder umfassende IT-Investitionen getätigt.

Unsere unternehmerische Zuversicht basiert auf der Erkenntnis, dass unsichere Zeiten auch große Chancen bieten. Zum einen verlangen Anleger verstärkt nach objektiver Beratung, zum anderen bieten sich Chancen, wenn man Entwicklungen frühzeitig erkennt und sich entsprechend positioniert. Dass die Dinge temporär mal in die Gegenrichtung laufen können, liegt in der Natur der Märkte und bringt uns nicht vom Pfad der Tugend ab.

Die globale Schuldenlawine, der um sich greifende Moral Hazard und die Abhängigkeit der Weltwirtschaft von China skizzieren die Ausgangslage, an der sich die Anlagestrategie zu orientieren hat. Dabei sind aber auch spieltheoretische Überlegungen von zunehmender Bedeutung. Wie überrascht werden die Anleger reagieren, wenn bestimmte Entwicklungen eintreten. Kommt es zur von uns fest erwarteten Pleite Griechenlands und glauben genügend Investoren an die von Bankern apostrophierte „Kernschmelze“, dann würde sich diese zu einer selbsterfüllenden Prophezeiung entwickeln. Hat sich dagegen die Mehrzahl schon darauf eingestellt, bleiben die Folgen überschaubar.

Erschwerend wirkt sich auch die geringe Verlässlichkeit politischer Instanzen und Notenbanken aus, die Gesetze brechen (Lissabonvertrag), Marktmechanismen aushebeln (Ankauf von Staatsanleihen durch EZB) und so die Marktpreise verzerren. Früher galt ein Mindestrating für die Beleihbarkeit von Papieren durch die EZB. Heute gilt was immer die EZB oder die Politik für opportun halten. Damit ist das Vertrauen als wichtigstes Kapital der Notenbank verspielt.

In diesem Umfeld sind die fünf Postulate unseres Anlagepentagramms bedeutender denn je.



ANLAGESTRATEGIE

Diversifikation und Flexibilität sind derzeit die wichtigsten Postulate, um ein Vermögen sicher durch die vor uns liegenden Untiefen zu steuern.

- Wer **Sicherheit** ohne Diversifikation sucht und alles „auf der Bank liegen hat“, wird durch das Schicksal von Kunden der dänischen Fjordbank Mors eines Besseren belehrt. Das Institut mit einer Bilanzsumme von 11,4 Mrd. Kronen ging jüngst aufgrund massiver Hypothekenkreditverluste Pleite. Die Kunden mussten ab einem Betrag von 100.000 Euro auf 26 Prozent ihrer Einlagen verzichten. Natürlich kann so etwas in Deutschland nie passieren, denkt man.
- **Flexibilität** bedeutet Manövrierfähigkeit. Eine langfristige Bindung, etwa in Form eines mehrjährigen Festzinsangebots, setzt ein Vermögen schutzlos gegen „Financial Repression“ aus und verhindert die Nutzung von Chancen, die sich zwangsläufig in anderen Bereichen bieten werden.
- Die Staatsschuldenkrise offenbart, dass die tatsächliche **Solvenz** von Staaten oftmals schlechter als ihr Rating ist. Eine eigene Bonitätseinschätzung ist deshalb sowohl bei Staats- als auch bei Unternehmensanleihen zwingend.
- In Zeiten großer Unwägbarkeiten ist die **Qualität** einer Anlage, d.h. die Sicherheit der zukünftigen Erträge, wichtiger als während eines dauerhaften Aufschwungs, in dem die Flut alle Schiffe hebt.
- Und natürlich möchte man für eine noch so gute Aktie nicht mehr zahlen als ihren inneren **Wert**.

Unser Mindestanlageziel ist die langfristige Erhaltung der realen Kaufkraft, was angesichts der zu erwartenden „Financial Repression“ durchaus einen hohen nominalen Wertzuwachs erforderlich machen kann. Die Strategie basiert deshalb auf einem Schwerpunkt in liquiden Sach- und sicheren Nominalwerten.

Zu Ersteren zählen wir vor allem Gold und Aktien erstklassiger Unternehmen, die Wachstumspotenzial und damit Schutz vor Inflation bieten. Nominalwerte wie Unternehmens- und Staatsanleihen stabilisieren das Portfolio und erhöhen die Flexibilität, Chancen nutzen

zu können, wenn sich diese in Folge von Marktturbulenzen ergeben. Die Laufzeiten sollten kurz- bis mittelfristig sein und der Schuldner besser als sein Rating. Zusätzlich sollte eine taktische Barreserve gehalten werden, bei größeren Beträgen sinnvoller Weise in kurzlaufenden Bundesanleihen. Wandelanleihen kombinieren die Eigenschaften von Sach- und Nominalwerten und verbessern die Diversifikation des Portfolios.

Auch bei Währungen gilt das Prinzip der Diversifikation. Der Dollar neigt zur Schwindsucht, der Euro ist ein Experiment mit ungewissem Ausgang und der Schweizer Franken ist als naheliegende Fluchtwährung inzwischen „überbewertet“. Eine Flucht aus allen Papierwährungen ist aber nicht möglich, es sei denn, man investiert 100 Prozent in Gold, was wiederum gegen das Postulat der Diversifikation verstoßen würde. Als Ergänzung bieten sich deshalb kurzlaufende Währungsanleihen solider Staaten wie Norwegen oder Australien an, die zudem höhere Renditen als Bundesanleihen abwerfen.

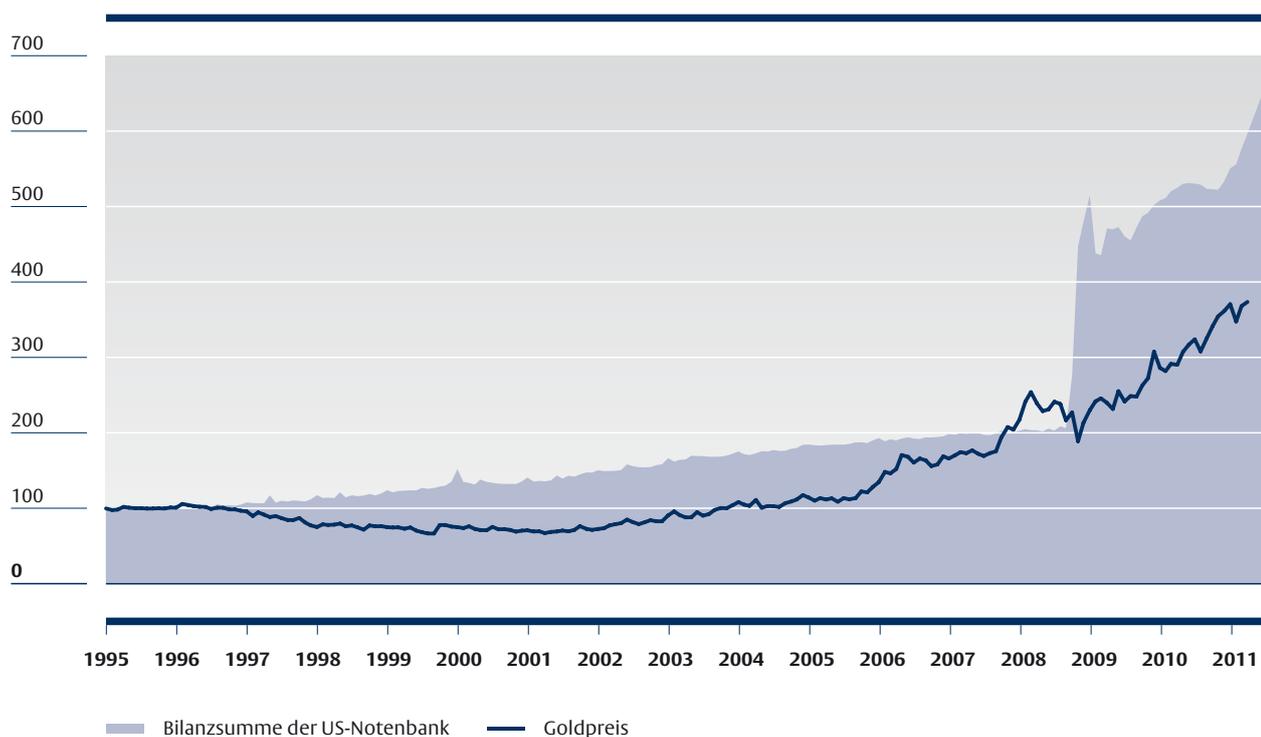
ANLAGESTRATEGIE

In Gold we trust!

Gold ist eine der besten Antworten auf die Fragen der Finanzwelt:

- Gold ist pures Eigentum ohne jedes Gegenparteirisiko und deshalb auch ohne Zins.
- Gold hat alle Finanzkrisen der letzten 6.000 Jahre schadlos überstanden.
- Seine hohe Liquidität, Wertdichte, Unzerstörbarkeit, Akzeptanz und die nur langsam wachsende Menge (ca. + 1,5 Prozent p.a.) sichern Stabilität und Vertrauen.
- Als ultimative Währung hat Gold in den letzten 10 Jahren kontinuierlich gegenüber allen Papierwährungen aufgewertet.
- Gold ist die beste Absicherung gegen die exzessive Geldmengenausweitung und bietet Schutz vor „schwarzen Schwänen“. Es profitiert vom fallenden Vertrauen in Notenbanken, Politik und das Finanzsystem.

Grafik 18 Goldpreis und Bilanzsumme der US-Notenbank – indexiert



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 30. Juni 2011

ANLAGESTRATEGIE

Grafik 19 **Platin-Gold-Preisverhältnis**



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 30. Juni 2011

Die explosionsartig steigende Bilanzsumme der Notenbank durch das beliebige „Drucken“ digitalen Geldes („Fiat Money“) schürt Misstrauen in der Bevölkerung und verstärkt die Nachfrage nach Gold. Der Goldpreis spiegelt als Fieberthermometer des Finanzsystems diesen Vertrauensverlust wider.

Eine wachsende Goldnachfrage führt aufgrund der begrenzten Fördermenge von jährlich ca. 2.500 Tonnen zu steigenden Preisen. In der Vergangenheit haben die Notenbanken mit Goldverkäufen von einigen hundert Tonnen p.a. einen Teil der Nachfrage bedient. Seit letztem Jahr sind sie aber selbst zu Nettokäufern von Gold geworden, da sie ihre Währungsreserven verständlicherweise nicht mehr ausschließlich in schwindsüchtige Dollar oder Euro anlegen wollen.

Auch das Verhältnis von Gold zu Platin signalisiert die steigende Bedeutung des Sicherheitsstrebens der Investoren. Normalerweise ist Platin teurer als Gold. Dies gilt vor allem im Wirtschaftsboom, wenn die Industrie besonders viel Platin z.B. für die Herstellung von Katalysatoren nachfragt und gleichzeitig das Sicherheitsbedürfnis der Anleger geringer ist, was

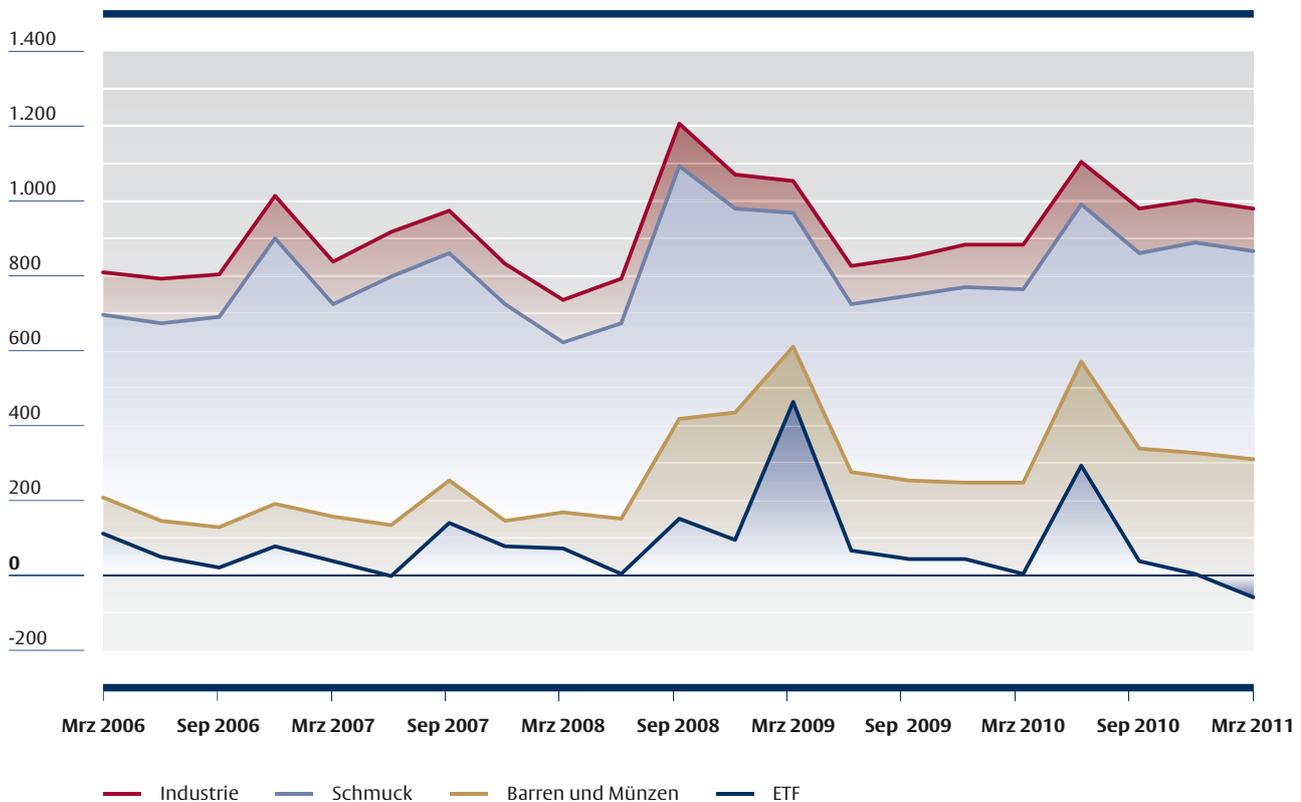
wiederum die Investmentnachfrage nach Gold einschränkt. Deshalb stieg der Platinpreis in den Boomjahren 2000 und 2008 auf mehr als das Doppelte des Goldpreises. (vgl. Grafik 19)

In der Finanzkrise fiel der Platinpreis von 2.200 US-Dollar auf knapp 800 US-Dollar zurück. Am 12. Dezember 2008 kostete eine Unze Platin mit 820 US-Dollar erstmals seit Anfang 1992 weniger als eine Unze Gold. Seither ist der Platinpreis, trotz des Booms in der Autoindustrie, kaum stärker gestiegen als der Goldpreis. Das Platin-Gold-Preisverhältnis beträgt aktuell eher niedrige 115 Prozent (Platinpreis 1.730 US-Dollar) und impliziert ein hohes Sicherheitsbedürfnis und/oder Zweifel an der Nachhaltigkeit des Aufschwungs.

Für ein gestiegenes Sicherheitsbedürfnis spricht auch die Abkehr von „Papiergold“ Investments (ETFs) zu Gunsten physischen Goldes. Grafik 20 verdeutlicht diesen Trend und zeigt, dass ETFs zuletzt sogar Netto-rückflüsse (blaue Fläche) verzeichnen mussten, während die Nachfrage nach Barren und Münzen (beige Fläche) weiter steigt.

ANLAGESTRATEGIE

Grafik 20 Goldnachfrage in Tonnen pro Quartal – Q1 2006 bis Q1 2011



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 30. Juni 2011

Private Investoren, Notenbanken und demnächst auch institutionelle Anleger dürften zukünftig noch deutlich mehr Gold nachfragen, da der Goldanteil am Gesamtvermögen immer noch äußerst gering ist. So halten gemäß einer Studie der Steinbeiss-Hochschule Berlin deutsche Privathaushalte nur 2,8 Prozent ihres Vermögens in Gold. Bei institutionellen Investoren ist der Anteil noch weitaus geringer und China hat von seinen 3.000 Mrd. US-Dollar großen Währungsreserven (offiziell) nur 1,7 Prozent bzw. 50 Mrd. US-Dollar in Gold angelegt. Ein Anstieg des Goldanteils an den chinesischen Währungsreserven auf nur 10 Prozent würde beim heutigen Preis eine Zusatznachfrage von 5.300 Tonnen entsprechen, d.h. mehr als das Doppelte der jährlichen Fördermenge.

Auch die Befürchtung, dass die Schmucknachfrage unter dem steigenden Goldpreis leiden könnte, hat sich bis dato nicht bestätigt. Die steigende Prosperität in den goldaffinen Volkswirtschaften China und Indien und der damit verbundene Kaufkraftgewinn konnten den Effekt höherer Preise bis dato stets kompensieren.

Weil Gold keine Zinsen zahlt, sind negative Realzinsen optimal für Gold.

Weil Gold keine Zinsen zahlt, sind negative Realzinsen optimal für Gold. Da die Notenbanken gezwungen sind die Zinsen trotz steigender Inflation niedrig zu halten, um eine weitere Steigerung der Staatsschuldenquoten

ANLAGESTRATEGIE

Wir befinden uns mitten in einem äußerst intakten Bullenmarkt für Gold.

zu verhindern, dürfte der Realzins weiter fallen. Dabei orientiert sich die Goldnachfrage und damit der Goldpreis nicht an der offiziellen manipulierbaren Inflationsrate, sondern an der „gefühlten“ Inflation.

Wir befinden uns mitten in einem äußerst intakten Bullenmarkt für Gold. Dazu passen auch die immer geringer und kürzer ausfallenden Korrekturen. Inzwischen reicht schon ein Rückschlag von wenigen Prozent und die Investoren greifen wieder zu. Dies gilt sowohl für den Preis in US-Dollar als auch den zuletzt weniger stark gestiegenen Preis in Euro.

Wie weit kann der Preis noch steigen? Eine präzise Antwort auf diese Frage gibt es naturgemäß nicht. Eine plausible Antwort wäre: Das hängt von der Entwicklung der Zentralbankgeldmenge und den Staatsschulden ab.

Seit Freigabe des Goldpreises im Jahre 1971 waren durchschnittlich 4,6 Prozent der US-Schulden durch die Goldvorräte der USA (8.400 Tonnen) gedeckt. Am Ende der großen Goldhaussa 1979/1980 waren es in der Spitze sogar 25 Prozent. Heute sind es nur 2,8 Prozent. Um die historische Durchschnittsdeckung zu erreichen, müsste der Goldpreis auf 2.400 US-Dollar steigen. Für die am Ende der letzten großen Hausse erreichte Deckung von 25,3 Prozent wären es sogar 13.200 US-Dollar. Mit weiter wachsenden Schulden würden sich auch die berechneten Preisniveaus entsprechend erhöhen. Dies soll nicht als unser Kursziel missverstanden werden, verdeutlicht aber, wie hoch der Goldpreis steigen müsste, damit der Schulden- deckungsgrad dem historischen Durchschnitts- oder Höchstwert entspricht.

Grafik 21 **Gold-Korrekturen werden kürzer und geringer** – Goldpreis in US-Dollar



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Stand: Juli 2011

ANLAGESTRATEGIE

Aktien

Die positiven Erfahrungen der US-Amerikaner mit Aktien während der Phase der „Financial Repression“ stimmen zuversichtlich. Ob Aktien den Anlegern in den nächsten Jahren ähnlich viel Freude bereiten, hängt von der Entwicklung der Unternehmensgewinne und dem Bewertungsniveau ab, wobei die Politik der Notenbanken eine große Rolle spielt. Wenn es zu der von uns erwarteten „Financial Repression“ kommt, werden Aktien aber auf jeden Fall eine höhere reale Rendite abwerfen als Staatsanleihen.

Die Gewinnperspektiven hängen in diesem Szenario stark vom Inflationsniveau und der Fähigkeit des einzelnen Unternehmens ab, steigende Preise an die Kunden weiterzureichen. Unternehmen

- mit hoher Preissetzungsmacht,
- die über ein stabiles Geschäftsmodell und einen hohen Schutzwall gegenüber (potenzieller) Konkurrenz verfügen,
- die hohe Cash Flows generieren,
- die eine solide Bilanz aufweisen und
- gut gemanagt sind,

bieten das beste Chance-Risikoprofil.

Sie profitieren von Inflation und leiden kaum unter einer Konjunkturabkühlung, weil sie Produkte des täglichen Bedarfs herstellen, die auch in wirtschaftlich schwierigen Zeiten gekauft werden. Nestlé, Coca Cola oder Procter & Gamble sind typische Vertreter dieser Gattung. Ihre Qualität fußt nicht auf hohem, sondern kontinuierlichem und damit gut vorhersehbarem Gewinnwachstum, hohen Cash Flows und sicheren, stetig steigenden Dividenden. In Zeiten des konjunkturellen Aufschwungs zählen sie dagegen nicht zu den „Outperformern“. Hier reüssieren Aktien zyklischer Unternehmen.

Die Bewertung von Aktien ist gemessen an den einschlägigen Indizes derzeit nicht hoch. So ist der S&P 500 Index, der die 500 größten börsennotierten Unternehmen der USA enthält, aktuell mit dem 13,3-fachen der für dieses Jahr erwarteten Gewinne bewertet. Für 2012 beträgt das KGV nur 11,7. Der Kehrwert des KGVs ergibt die Gewinn- bzw. die Unternehmensrendite. Sie liegt für 2011 bei 7,5 Prozent und damit 4,4 Prozentpunkte über der Rendite von US-Staatsanleihen. (vgl. [Grafik 22](#))

Der Renditevorsprung der Unternehmen vor Staatsanleihen war, zumindest seit Anfang der achtziger Jahre, noch nie so groß wie heute. In Relation zu Anleihen sind Aktien damit historisch niedrig bewertet.

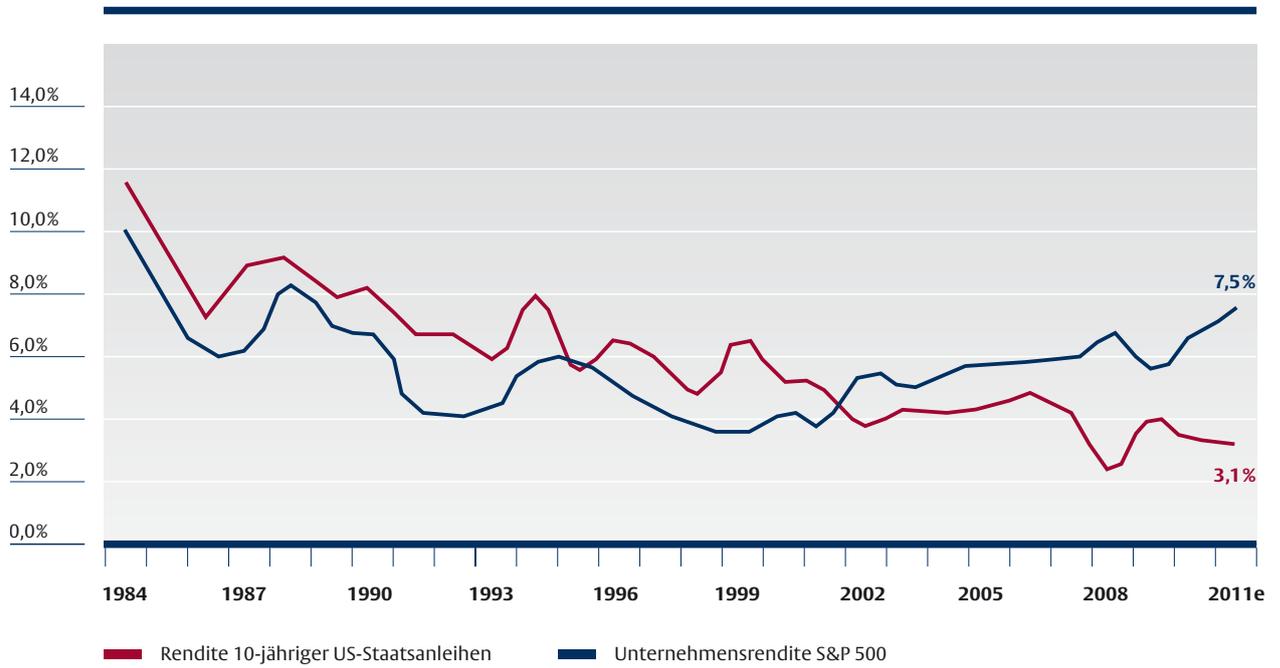
Da 2011 ein besonders gutes Jahr für die Unternehmensgewinne ist und damit einen Ausreißer nach oben bedeuten könnte, ließe sich die aktuell niedrige Bewertung auch als Skepsis gegenüber der weiteren Gewinnentwicklung interpretieren. Die Analysten teilen diese Skepsis nicht, sondern rechnen auch für 2012 mit weiter steigenden Unternehmensgewinnen. (vgl. [Grafik 23](#))

Analysten können natürlich auch irren, wie das Jahr 2008 gezeigt hat, als für 2009 ebenfalls neue Gewinnrekorde erwartet wurden. Deshalb ziehen wir zusätzlich einen längeren Betrachtungszeitraum von 5 Jahren heran, der gute und schlechte Jahre umfasst und Gewinnausschläge glättet. Der Durchschnittsgewinn der S&P 500 Unternehmen für die letzten fünf Jahre (2007 bis 2011) beträgt 78,2 Indexpunkte (vgl. [Grafik 23](#)), was bei einem aktuellen Indexstand von 1.320 ein 5-Jahres-KGV von 17 ergibt. Es liegt deutlich über dem KGV für das Jahr 2011 von 13,3, weil in der Fünfjahresbetrachtung auch die niedrigen Gewinne der Rezession (2008 und 2009) enthalten sind. Vergleicht man das 5-Jahres-KGV (2007 bis 2011) mit früheren Fünfjahresperioden ergibt sich immer noch eine niedrige Bewertung.

(vgl. [Grafik 24, Seite 36](#))

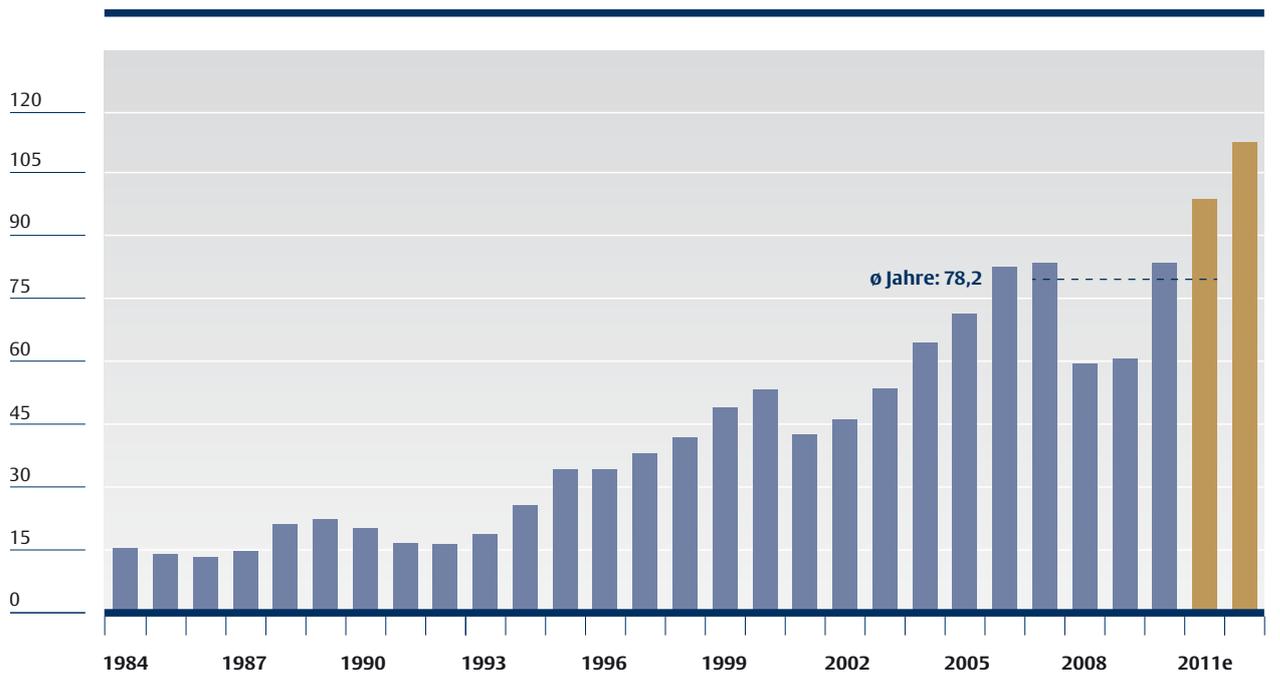
ANLAGESTRATEGIE

Grafik 22 Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen versus Unternehmensrenditen des S&P 500



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 30. Juni 2011

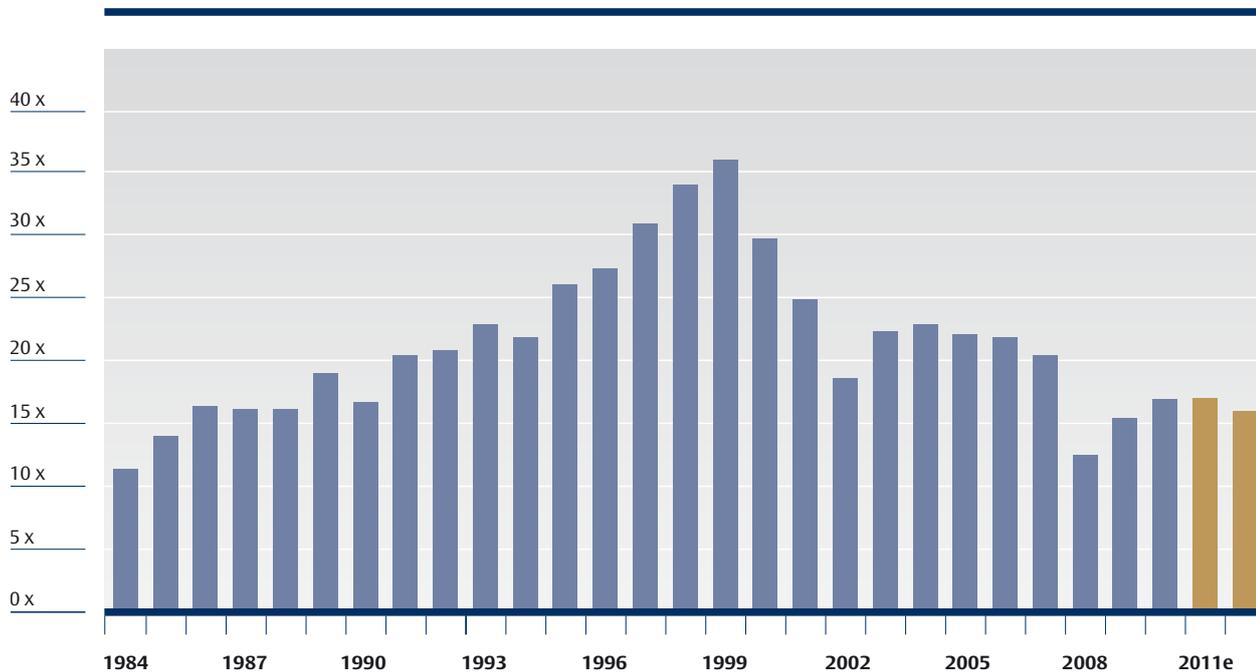
Grafik 23 Entwicklung der S&P 500-Gewinne (Indexpunkte)



Quelle: Flossbach von Storch, Stand: Juli 2011

ANLAGESTRATEGIE

Grafik 24 5-Jahres KGV des S&P 500 – rollierend



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 30. Juni 2011

Ein moderates Bewertungsniveau erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass sich steigende Unternehmensgewinne auch in höheren Kursen niederschlagen.

Für Aktien deutscher Unternehmen gilt Ähnliches. Gemessen am DAX-Index liegt das KGV basierend auf den diesjährigen Unternehmensgewinnen bei 11 und basierend auf den Gewinnen der letzten 5 Jahre bei 16,3.

Ein moderates Bewertungsniveau erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass sich steigende Unternehmensgewinne auch in höheren Kursen niederschlagen und nicht durch einen Rückgang des KGVs aufgezehrt werden, wie es in der ersten Dekade dieses Jahrhunderts der Fall war.

Da man mit dem Erwerb von Aktien nicht die historischen, sondern die zukünftigen Gewinne erwirbt, ist die Entwicklung der Unternehmensumsätze und Margen entscheidend. Die Umsätze des Unternehmenssektors entwickeln sich insgesamt ähnlich wie das nominale Sozialprodukt, profitieren also grundsätzlich auch von Inflation. Dagegen schwanken die Margen der Unternehmen je nach Branche deutlich stärker.

So fiel die operative Umsatzmarge (EBIT-Marge) des Automobilherstellers BMW von 7,2 Prozent im Jahr 2007 auf nur noch 0,4 Prozent im Jahr 2009, um 2010 wieder auf 8,6 Prozent zu steigen. Für dieses Jahr wird sogar mit einer Rekordmarge von knapp 10 Prozent gerechnet, die auch für das nächste Jahr erwartet wird. Hier sind angesichts des dramatischen Ertragseinbruchs während der Finanzkrise Bedenken angebracht, wenn gleich es derzeit keinerlei Anzeichen für eine Geschäftsabschwächung gibt, vor allem da das Chinageschäft, mit dem BMW das meiste Geld verdient, weiterhin gut läuft.

ANLAGESTRATEGIE

Bei einer Anlageentscheidung sollte man nie die Beste aller Welten zu Grunde legen.

Veränderungen der EBIT-Margen wirken sich vor allem bei zyklischen Unternehmen sehr viel stärker auf den Gewinn aus als Umsatzveränderungen. Der vergleichsweise „zyklische“ DAX-Index bestätigt dies mit einer Verdopplung der EBIT-Marge seit 2003. (vgl. Grafik 25)

Die Gewinnmargen der Unternehmen außerhalb des Finanzsektors haben sowohl in den USA (blaue Linie), als auch in Deutschland (beige Linie) neue historische Höchstwerte erreicht. Nur bei den im EuroStoxx 50 enthaltenen Aktien (rote Linie) haben sich die EBIT-Margen in den letzten Jahren nicht erhöht, sondern sind seitdem sogar gefallen. Dies erklärt sich vor allem durch den Margenrückgang bei den im Index relativ stark vertretenen Ölwerten und dem Gewinneinbruch des finnischen Mobiltelefonherstellers Nokia.

Bei einer Anlageentscheidung sollte man nie die Beste aller Welten zu Grunde legen, sondern immer eine Sicherheitsmarge einbauen. Deshalb kalkulieren wir in unserem Aktienbewertungsmodell bei zyklischen Unternehmen bereits mit leicht rückläufigen Margen, auch wenn wir dazu derzeit noch keine konkreten Anhaltspunkte finden. Die Finanzkrise 2008/2009 hat eindrucksvoll gezeigt, wie schnell Margen und damit

Grafik 25 EBIT-Margen-Entwicklung von 2000 bis 2011e (exkl. Finanzdienstleistungen)



Quelle: Flossbach von Storch, Stand: Juli 2011

ANLAGESTRATEGIE

die Gewinne zyklischer Unternehmen unter Druck kommen.

Risiken, wie eine deutliche Konjunkturabkühlung in China oder die Verschärfung der Staatsschuldenkrise haben nicht nur unterschiedliche Eintrittswahrscheinlichkeiten, sondern wirken sich auch höchst unterschiedlich auf die Unternehmensgewinne und Aktienkurse aus.

Eine weitere Verschärfung der Staatsschuldenkrise halten wir für sehr wahrscheinlich. Deshalb meiden wir Finanzaktien. Vor allem Bankaktien verletzen das Qualitäts-Postulat derzeit in besonderer Weise.

Die Bilanzen der Banken haben große stille Lasten oder sind zumindest äußerst intransparent. Ihre Gewinnperspektiven trüben sich aufgrund schärferer Eigenkapitalvorschriften, zunehmender Regulierung und potenzieller Klagerisiken weiter ein. Hinzu kommt noch der Moral Hazard allzu risikofreudiger Manager, der auch Bankaktionäre als Leidtragende treffen kann. Kein Sektor, abgesehen von Luftfahrtgesellschaften, weist langfristig ein so schlechtes Chance-Risikoprofil auf wie Banken, was die oben gezeigte Entwicklung der Bankaktien bestätigt. (vgl. Grafik 6, Seite 10)

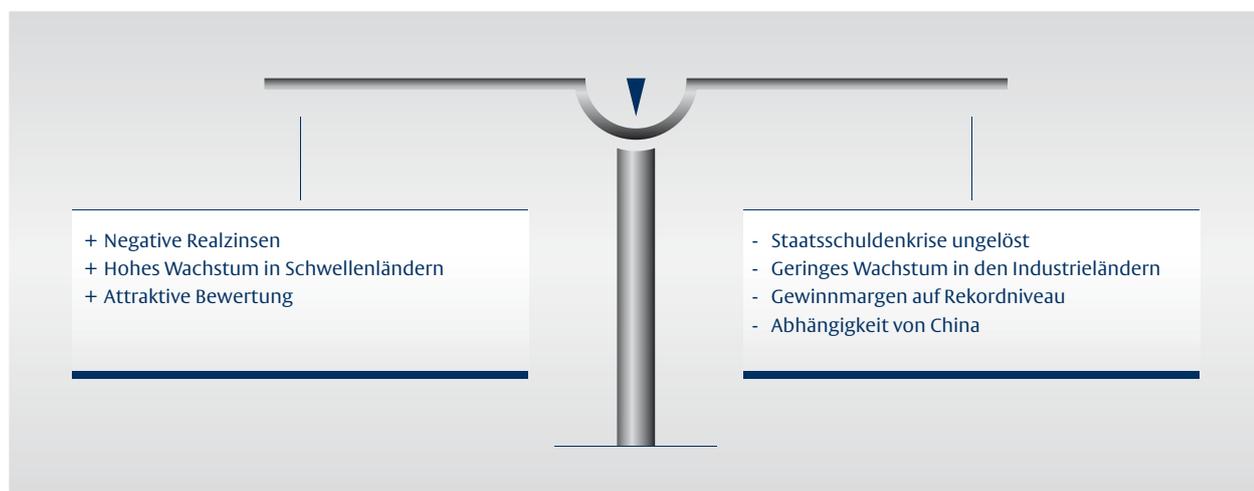
Ein Konjunktureenbruch in China ist dagegen nicht unmittelbar zu befürchten. Dennoch halten wir uns bei

Engagements in den Schwellenländern zurück, da die Entwicklung der Unternehmensgewinne und vor allem die Cash Flows weit hinter dem Wirtschaftswachstum zurückbleiben, was die Bewertungen dieser Börsen noch nicht ausreichend widerspiegeln.

Im derzeitigen Umfeld fokussieren wir uns auf Unternehmen mit möglichst sicheren Erträgen und soliden Bilanzen. Unsere Schwerpunkte im Aktienbereich liegen derzeit auf:

- defensiven Unternehmen aus dem Konsumgüter-, Pharma- und Gesundheitssektor,
- sehr attraktiv bewerteten Unternehmen aus dem Technologiesektor,
- Ölwerten mit niedriger Bewertung und hohen Dividendenrenditen,
- global tätigen und gut diversifizierten Herstellern von Investitionsgütern,
- Sondersituationen bei deutschen „MidCaps“.

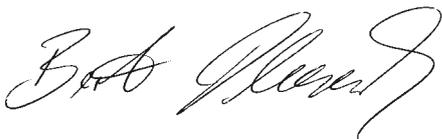
Darüber hinaus halten wir eine Barreserve, um Chancen im Falle einer Marktkorrektur nutzen zu können. Eine solche Korrektur könnte auch der Auslöser für die nächste Runde der geldpolitischen Lockerung sein. Wie im Spätsommer 2010 hieß es dann das Schiff über alle Toppen zu flaggen. Dann würde auch die jetzt noch ausgeglichene Waage zur positiven Seite ausschlagen.



FAZIT

Die Finanzmärkte stehen an einem Wendepunkt. Der ruhige, gleichförmige Lauf der Dinge mit weitgehend verlässlichen politischen Instanzen, den wir seit Jahrzehnten gewöhnt sind, neigt sich dem Ende zu. Vor uns liegen unbekannte Gewässer. Die Kapitäne der Politik versuchen Probleme nicht mehr zu lösen, sondern sie anderen in die Schuhe zu schieben. Weil „Nicht sein kann, was nicht sein darf“ segeln sie, nur den Wunsch als Vater des Gedankens an Bord, ohne Plan B in ein Meer voller Risiken und Chancen.

Für Anleger gilt es, sich bestmöglich auf diesen „Törn“ vorzubereiten. Ihr Schiff sollte gut ausgestattet sein, über genügend Proviant verfügen und eine eingespielte Crew aus erfahrenen Seglern an Bord haben. So lassen sich Untiefen meiden und die Winde nutzen, um die Ladung sicher in den Hafen zu bringen. Mehr kann man derzeit nicht tun.



Dr. Bert Flossbach

Köln, den 8. Juli 2011

Impressum

Herausgeber

Flossbach von Storch AG
Ottoplatz 1
50679 Köln

Telefon +49-(0)221-3388-0

Fax +49-(0)221-3388-101

info@fvsag.com

Vorstand

Dr. Bert Flossbach
Kurt von Storch
Dirk von Velsen

Umsatzsteuer-ID

DE 200 075 205

Handelsregister

HRB 30 768 (Amtsgericht Köln)

Redaktion

Dr. Bert Flossbach
Philipp Vorndran
Gerald Kichler
Dirk Schmitt
Karsten Friebe
Jonas Nahry

Zuständige Aufsichtsbehörde

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Lurgiallee 12
60439 Frankfurt

Graurheindorfer Str. 108

53117 Bonn

www.bafin.de

**Nachdrucke des Berichtes sowie öffentliches Zugänglich-
machen – insbesondere durch Aufnahme in fremde
Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger
aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen
Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG.**

Redaktionsschluss

8. Juli 2011

Rechtliche Hinweise

Diese Publikation wurde von der Flossbach von Storch AG („FvS“) erstellt. Sie dient ausschließlich der Information und darf ohne ausdrückliche schriftliche Einwilligung von der FvS nicht an Dritte weitergegeben werden.

Mit dieser Publikation wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Sie ersetzen keine individuelle Anlageberatung.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen beruhen auf Quellen, die die FvS für zuverlässig hält, jedoch keiner neutralen Prüfung unterzogen wurde. Die FvS übernimmt keine Gewähr und keine Haftung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen. Die in dieser Publikation vertretenen Meinungen stellen ausschließlich die Auffassung des Autors dar und können sich jederzeit ändern; solche Meinungsänderungen müssen nicht publiziert werden. Die enthaltenen Informationen und Meinungen basieren auf öffentlich zugänglichen Informationen.

Den in dieser Publikation enthaltenen Angaben liegen historische Marktdaten sowie die Einschätzungen der künftigen Marktentwicklung der FvS zu Grunde. Diese Markteinschätzungen sind auf der Basis von Analysen gewonnen worden, die mit der gebotenen Gewissenhaftigkeit und Sorgfalt erstellt worden sind. Dennoch kann die FvS für ihr Eintreten keine Gewähr übernehmen. Der Wert jedes Investments kann sinken oder steigen und Sie erhalten möglicherweise nicht den investierten Geldbetrag zurück.

