

# Investment - Newsletter 2. Quartal 2008



Geisselhofer & Partner  
Finanz Management GmbH

## Vorwort

Bevor wir Sie über die Lage an den Weltmärkten informieren, möchten wir an dieser Stelle zur aktuellen Krise und deren Auswirkungen aus unserer Sicht Stellung nehmen.

Sub prime Krise, Housing Bubble, Immobilien- und Finanzkrise sind Begriffe, die uns in den letzten Monaten sehr oft begegnet sind. Dazu kommen noch hohe Inflation wegen stark gestiegener Energie- und Lebensmittelpreise. All das hat in den letzten 12 Monaten dazu geführt, dass fast alle Märkte und Anlageklassen eingebrochen sind.

Die Auswirkungen auf unsere Depots sind teilweise massiv spürbar. Über Jahre angesammelte Gewinne sind nahezu weg gebrochen bzw. bei neu angelegten Depots mussten teilweise empfindliche Verluste hingenommen werden. Wir alle sind dadurch natürlich sehr verunsichert und wünschen uns in dieser Situation am liebsten, dass unser Geld auf einem sicheren Sparbuch mit 5 % liegen sollte.

Darüber hinaus haben Sie sich möglicherweise schon die Frage gestellt, wozu habe ich einen Anlageberater, der noch dazu Geld kostet. Er sollte mich doch vor so einer Situation schützen oder zumindest den Schaden begrenzen.

All diese Überlegungen sind legitim und verständlich. Deshalb haben wir uns dazu entschlossen, Ihnen einige grundsätzliche Überlegungen nochmals nahe zu bringen.

## Templeton Prinzip – langfristiger Anlagehorizont

Sie alle kennen den Templeton Growth Fonds. Wir haben Ihnen anhand dieses Fonds gezeigt, dass es langfristig keine Periode gegeben hat, die negativ war. Kurzfristig waren jedoch auch beachtliche Kursverluste möglich. Ein stetiger und linearer Wertzuwachs entspricht unserer Vorstellung von Ertrag, ist aber keinesfalls erzielbar. Nur jene Investoren die langfristig investiert geblieben sind, konnten auch positive Erträge einfahren.

## Anlageberater soll Vermögen schützen bzw. Schaden begrenzen

Ja das stimmt, genau das soll ein Anlageberater. Durch Streuung auf unterschiedliche Märkte, Anlageklassen, qualitativ hochwertige Produkte wird eine Risikostreuung erzielt, die letztendlich dazu führen soll, langfristige Erträge über Sparbuchniveau zu erzielen. Was ein Anlageberater nicht kann, ist kurzfristige Entwicklungen vorweg erkennen und danach handeln. Gerade das Prinzip des aktiven Kaufens und Verkaufens (Markttiming) ist in der Regel nicht zielführend, da hohe Kosten verursacht werden und der ideale Ausstiegs- und Einstiegszeitpunkt vorher nicht bekannt ist und daher meistens nicht getroffen wird. Im Gegenteil, es wird am Tief verkauft und am Hoch gekauft.

## Psychologie der Märkte

Dieses Markttiming führt uns zur Psychologie der Märkte. Berichterstattung in den Medien, Analystenkommentare, positive wie negative, verleiten Investoren sich diesem „Mainstream“ anzuschließen. Professionelle Investoren versuchen jedoch genau entgegengesetzt zu agieren. Aus hohen Kursen wird eine Überbewertung und aus niedrigen Kursen wird eine Unterbewertung der Anlageklasse abgeleitet und entsprechend gehandelt (z.B. aktuelles Übernahmeangebot für Continentale). Was bedeutet das für Sie. Ihre Veranlagung ist nicht darauf ausgelegt, kurzfristigen Trends zu folgen. Sie sind langfristig in Fonds investiert welche in unterschiedliche Märkte mit unterschiedlichen Strategien investieren. Sie haben dadurch eine breite Risikostreuung, in qualitativ hochwertige Fonds, die zudem besser abschneiden als der zugrunde liegende Index.

## Honorar trotz schlechter Performance

In einigen Gesprächen wurden wir auf dieses Thema von Ihnen angesprochen. Unsere Überlegungen dazu wollen wir natürlich allen zur Verfügung stellen. Unser Ansatz dazu ist, dass wir als Berechnungsgrundlage den Depotwert heranziehen. Daraus ergibt sich eine relative Erfolgsabhängigkeit, fällt der Basiswert, fällt das Honorar und umgekehrt. Eine noch stärkere Abhängigkeit des Honorars zum Erfolg halten wir für nicht zielführend. Dadurch wird zwar kurzfristiger Erfolgsdruck erzeugt, aber auch die Risikobereitschaft des Beraters erhöht. Dies wollen wir auf jeden Fall vermeiden.

Wir hoffen, Ihnen mit dem Rückblick auf die ursprüngliche Anlagephilosophie eine wichtige Stütze in dieser so turbulenten Marktsituation geben zu können. Wir möchten uns an dieser Stelle auch bei all jenen entschuldigen, wo wir in den letzten Wochen/Monaten noch kein persönliches Gespräch führen konnten. Krisen bringen es ganz einfach mit sich, dass wir auf Anfragen nur reagieren können, anstatt aktiv auf Sie zu zukommen.

Wir sehen unsere Kundenveranstaltungen, Informationsschreiben über aktuelle Ereignisse und unseren Newsletter als sehr wichtige Medien, wo wir Ihnen aktiv wichtige Informationen rasch zukommen lassen können. Natürlich soll das ein laufendes und persönliches Gespräch nicht ersetzen, stellt aber eine sehr wichtige und unverzichtbare Ergänzung dar. Wir stehen Ihnen jederzeit für persönliche Gespräche sehr gerne zur Verfügung und danken für Ihre Aufmerksamkeit.

## Hohe Inflationsraten, wieder aufkeimende Finanzkrise, Energie- und Rohstoffpreise auf Rekordniveau ließen die Kapitalmärkte erzittern

Zu Beginn des 2. Quartals 2008 blickten viele Marktteilnehmer fast schon euphorisch in die Zukunft und vielerorts glaubte man, dass die internationale Finanzkrise schon in die Mottenkiste verbannt werden kann und deren Auswirkungen auf die Realwirtschaft bereits abzusehen sowie größtenteils eingepreist sind. Die Risikoaversion der Anlegerschaft sank, so dass sich Investoren wieder traute die sicheren Häfen der Staatsanleihen zu Gunsten chancenreicheren Anlagen zu verlassen. Die Aktienmärkte folgten diesem positiven Sentiment und konnten kurzfristig ordentliche Kurszuwächse verzeichnen. Diese Optimisten wurden ab Mitte Mai 2008 jedoch jäh in die Realität zurückgeholt.

	Kurs* 30.12.2007	Kurs* 04.07.2008	Veränderung ** in %
<b>DAX</b>	8 067,32	6 272,21	-22,25%
<b>MDAX</b>	9 864,62	8 480,22	-14,03
<b>SDAX</b>	5 191,56	4 135,52	-20,34
<b>TecDAX</b>	974,19	734,26	-24,63
<b>ATX</b>	4 512,98	3 728,48	-17,38
<b>MSCI Österreich</b>	287,68	236,44	-17,81
<b>ImmoATX</b>	247,29	211,46	-14,49
<b>DJ EuroSTOXX50</b>	4 404,64	3 275,20	-25,64
<b>Dow Jones</b>	13 365,87	11 288,54	-15,54
<b>S &amp; P 500</b>	1 478,49	1 262,90	-14,58
<b>Nasdaq Comp.</b>	2 674,46	2 245,38	-16,04
<b>Russel 2000</b>	771,76	665,78	-13,73
<b>Nikkei 225</b>	15 307,78	13 265,40	-13,34
<b>MSCI EM Free</b>	1 247,07	1 033,48	-17,13
<b>MSCI EM Europe</b>	814,71	712,31	-12,57
<b>MSCI Russia</b>	1 537,96	1 410,95	-8,26
<b>MSCI Latin America</b>	4 445,96	4 368,16	-1,75
<b>MSCI Brasil</b>	3 921,80	3 812,71	-1,25
<b>MSCI EM Asia</b>	510,28	381,76	-25,19
<b>MSCI China</b>	84,33	58,958	-30,06
<b>MSCI India</b>	851,82	527,14	-38,12

\* Kurse in Punkten; \*\* Angaben in Originalwährung  
Quelle: Reuters, Stand 04.07.2008

Zeichneten zunächst die Konjunkturindikatoren ein unklares Umfeld, verschlechterten sich gleichzeitig die Bankbilanzen. Doch dem war noch nicht genug. Die Inflationsraten stiegen weltweit angeheizt von Energie- und Rohstoffpreisen auf Rekordniveaus überproportional an, so dass die Notenbanken gezwungen waren ihre Notenbankpolitik zu überdenken und fürs Erste verbal auf die Zinsbremse traten – die Europäische Zentralbank ließ zum Ende des Quartals auch Taten folgen!

Die Situation an den globalen Kapitalmärkten dramatisierte sich zusehends am Ende unserer Berichtsperiode als neue Abschreibungsprognosen für US Banken und Ratingherabstufungen von US Anleiheversicherern den Anlegern die Stimmung verhegerten. Dies versetzte den Märkten einen so großen Dämpfer, dass es kein Halten mehr gab und die zyklischen Tiefs aus dem März dieses Jahres unterschritten wurden.

Doch die aktuellen Marktgegebenheiten lassen uns nicht unisono von einem bearischen Marktumfeld ausgehen. Wie wir die aktuelle Situation bewerten und welche Schlüsse wir aus den derzeit vorliegenden Wirtschaftsdaten ziehen, möchten wir Ihnen in gewohnter Form auf den folgenden Seiten unseres Globalen Marktausblicks für das 3. Quartal 2008 näher bringen.

# USA

## Performance

In der Rückschau betrachtet, konnten die Aktienmärkte in den USA nach ihren Tiefstständen im März 2008, wenn auch von hoher Volatilität gekennzeichnet in der ersten Quartalshälfte, recht ordentliche Kurszuwächse vermelden. Anders als noch im Vorquartal, in dem den Konjunkturdaten weitaus mehr Beachtung geschenkt wurde, standen in der ersten Hälfte unseres Berichtszeitraums die Quartalszahlen der US Unternehmen im Blickpunkt der Anleger, die ihrerseits insgesamt für eine positive Grundstimmung auf den Börsenparketts sorgten. Folglich konnten sich die amerikanischen Aktienmärkte bis zur zweiten Mai-Hälfte 2008 erholen und verzeichneten Indexstände von 1.426 Punkten für den S&P 500 bzw. 13.028 Punkte für den Dow Jones Industrial per 19.05.2008. bzw. 2.549 Punkte für den Nasdaq Composite per 05.06.2008. Von da an schickten stark aufkeimende Inflationssorgen aufgrund der stark gestiegenen Energie- und Nahrungsmittelpreise die Kurse wieder auf Talfahrt. Doch wer glaubte, die US Subprime- und globale Finanzkrise verschwände einfach so ohne zweites Aufbäumen wurde zum Ende des 2. Quartals 2008 eines besseren belehrt. Uneinheitliche, tendenziell eher belastende US Konjunkturdaten und eine Fed, die über eine restriktivere Notenbankpolitik nachdenkt, waren eine starke Belastungsprobe für die Märkte. Hinzu gesellten sich erneut schlechte Nachrichten des US Banken- und Automobilsektors, die dann die Märkte zurück zu ihren März-Tiefstständen schickten bzw. diese noch durchbrechen ließen.

## Marktgeschehen

Die US Wirtschaft hat während der letzten Monate positiv überrascht. Der Einbruch des Immobilienmarktes und der Finanzmärkte hat zwar zu einer Verlangsamung der konjunkturellen Entwicklung geführt, die sich aber im 1. Quartal 2008 nicht fortsetzte. Mit einem Wachstum des Bruttoinlandsprodukts von 0,2 Prozent im Vergleich zum Vorquartal ist die Wirtschaft mit ähnlicher Dynamik gewachsen wie die letzten Monate des Vorjahres, was eine positive Überraschung war. Jetzt stellt sich die Frage, ob dies eine Stabilisierung vor einer Erholung war oder noch ein weiterer Abschwung bevorsteht? Wir tendieren eher zu ersterem, jedoch gehen wir davon aus, dass einige Sektoren der Realwirtschaft noch mit weiteren Rückschlägen zu kämpfen haben werden.

Als erstes ist hier der Immobilienmarkt zu nennen, denn die dort stattfindende Korrektur wird ebenso in der 2. Jahreshälfte als belastender Faktor für die US Wirtschaft erhalten bleiben. Dies beweist insbesondere der erneute Rückgang der US Häuserpreise. Der repräsentative Case-Shiller-Index (Preisentwicklung von Einfamilienhäusern in den 20 größten Metropolregionen der USA) sank im 1. Quartal 2008 um weitere 14,4 Prozent gegenüber dem Vergleichszeitraum des Vorjahres und vermeldete so den stärksten Rückgang seit 20 Jahren. Zudem ist die Zahl der unverkauften Neubauten immer noch sehr hoch, bilden dabei jedoch derzeit einen Boden. Schlechter sieht es bei den Verkaufszahlen von Bestandsimmobilien aus. Offensichtlich kommen in gleichem Ausmaß Immobilien an den Markt wie diese verkauft werden. Dies verwundert nicht, denn die Zahl der Zwangsversteigerungen privater Einfamilienhäuser stieg im Juni 2008 nochmals an.

Sieht man von den in Liquiditätsnöte geratenen Konsumenten ab haben sich die Verbraucher bisher im schwierigen Marktumfeld gut behauptet. Neben dem Preisverfall am Immobilienmarkt belastet sie zwar die durch hohe Energie- und Rohstoffpreise getriebene Teuerungsrate (lag im Mai 2008 bei 4,2 Prozent), doch bis zuletzt war es möglich leichte, reale Zuwächse bei den privaten Ausgaben zu verzeichnen. Im Mai 2008 stiegen beispielsweise die Konsumausgaben um 0,8 Prozent im Vergleich zum Vormonat. An dieser Stelle ist aufgrund des Steuerrückerstattungsprogramms der US Regierung noch mit weiteren Zuwächsen auf niedrigem Niveau zu rechnen. Obwohl das Verbrauchervertrauen im Mai 2008 mit 58 Punkten auf ein Langzeittief gefallen war und die US Verbraucher derzeit so pessimistisch wie seit rund 28 Jahren in die Zukunft blicken - Konsumklimaindex der Universität Michigan sackte im Juni 2008 auf 56,7 Punkte ab (niedrigster Stand seit 1980) - scheint die Situation der Konsumenten erträglich. Entscheidend ist sicherlich, dass der Arbeitsmarkt zwar schwächelt, aber bisher nicht eingebrochen ist. So war die Anzahl der Beschäftigten zugegebenermaßen im Juni 2008 um 62.000 Personen gesunken, andererseits die Arbeitslosenquote auf gleichem Niveau bei 5,5 Prozent geblieben. Somit war dieser Arbeitsmarktbericht herrlich unspektakulär und zeigt, dass am Arbeitsmarkt kurzfristig noch keine Negativ-Trendwende, die eine zusätzliche Belastung für die Konsumseite wäre, zu erwarten ist.

An dieser Stelle sollten zunächst einmal die Maßnahmen der Notenbank greifen, denn mit den drastischen, sehr zeitnahen Leitzinssenkungen in den USA bekamen die stark angeschlagenen Banken die Unterstützung, die sie brauchten. Die stark expansive Geldpolitik bei einem Leitzins von 2 Prozent seit Ende April 2008 sollte das Abdriften der amerikanischen Wirtschaft in eine Rezession verhindern, was so wie es derzeit aussieht auch gelungen ist. Ein erhebliches Risikopotential geht derzeit jedoch immer noch vom Finanzsektor aus, denn offensichtlich ist es immer noch nicht klar, ob tatsächlich alle Institute ihren Abschreibungsbedarf offen kommuniziert haben. Erst kürzlich sind nachdem die Investmentbank Bear Stearns vor einigen Wochen gerade noch gerettet werden konnte schon wieder zwei US amerikanische Anleiheversicherer (MBIA und Ambac) in ernsthafte Schwierigkeiten geraten. Deren starke Ratingherabstufungen verhagelten den Marktteilnehmern die Stimmung und zeigten deutlich, dass noch mit Brandherden in diesem Segment zu rechnen ist. Dementsprechend wird die US Notenbank Fed sehr wachsam sein und Bankensektor sowie Wachstumssorgen im Auge behalten, auch wenn sie in den letzten Wochen immer wieder davon gesprochen hatte, nun langsam die aufkeimenden Inflationsgefahren in den Fokus ihrer Politik zu rücken. Trotz

der offensichtlichen Schwäche der US Wirtschaft stieg nämlich die Inflationsrate im Mai 2008 auf 4,2 Prozent wohingegen die Kerninflation auf konstantem Niveau verharrt. Hierzu hatten die weltweit gestiegenen Energie- und Nahrungsmittelpreise beigetragen. Auch wenn die Inflationsrisiken nicht von der Hand zu weisen sind, werden in unseren Augen die Abschwächungstendenzen der Wirtschaft noch einige Monate anhalten und die Inflationsentwicklung dämpfen. So sollte von Seiten der Notenbank erst einmal kein Handlungsbedarf erforderlich und für ein konstant niedriges Zinsniveau zu Gunsten der wirtschaftlichen Entwicklung gesorgt sein.

## **Fazit - USA**

Die vergangenen Monate haben gezeigt, dass die Kredit- und Finanzmarktkrise weniger stark als befürchtet die Investitionstätigkeit der Unternehmen gebremst hat als zunächst angenommen. Zudem ist die Verfassung der Unternehmen in Anbetracht des sehr angeschlagenen wirtschaftlichen Umfelds gut. Auch wenn die Gewinndynamik in den nächsten Monaten nachlassen sollte, gehen wir davon aus dass die Unternehmen diese Phase entsprechend gut überstehen werden. Dennoch sollte diese Entwicklung nicht darüber hinwegtäuschen, dass sich weitere Fallstricke – sei es auf konjunktureller Ebene sowie von Unternehmensseite (siehe beispielsweise General Motors) oder vor allem im Bankensektor (siehe höher als geglaubte Ausfallraten bei Konsumenten- und Kreditkartenkrediten) - ergeben könnten, mit denen derzeit noch nicht gerechnet wird. Von der Konsumseite sollten trotz der schwierigen Finanzlage aufgrund des Steuerpakets der Regierung und der niedrigen Zinsen, die den Kostendruck reduzieren, Impulse bis in den Herbst hinein auf niedrigem Niveau möglich sein.

## **Europa**

### **Performance**

Die drastischen Aktionen der US Notenbank (Fed) im ersten Quartal des laufenden Jahres scheinen einen ersten kleinen Erfolg verzeichnet zu haben. Die eingesetzten Mittel<sup>1</sup> wurden angesichts der aktuellen Lage als angemessen und konjunkturstabilisierend erachtet und von den Marktteilnehmern mit Kursaufschlägen honoriert. Seit der einmaligen außerordentlichen Leitzinssenkung Mitte März – ein Zeichen der Entschlossenheit seitens der Fed, die US Wirtschaft zu retten, koste es was es wolle – haben die internationalen Aktienmärkte vorerst ihre Tiefs erreicht. Es waren die schnellen und entscheidenden Maßnahmen seitens der Fed und der US Regierung, welche das amerikanische Finanzsystem vorerst vor einem weiteren Desaster gerettet haben.

So konnten sich die europäischen Aktienindizes innerhalb der ersten zwei Monate des 2. Quartals von ihren Tiefständen auf breiter Front erholen und einen guten Teil der erlittenen Verluste wieder wettmachen. Doch dieser Trend währte nicht lange. Zum Ende des Berichtszeitraums (04.07.2008) lagen manche europäischen Indizes sogar unterhalb ihrer Anfangsstände per 01.04.2008, nicht zuletzt aufgrund des wiederkehrenden Inflationsgespenstes und die erhöhte Angst eines globalen Abschwungs. Zusätzlich steigende Ölpreisnotierungen auf über 140 US Dollar je Barrel (159 Liter) und oftmals schwache Vorgaben aus den USA taten den Rest.

### **Marktgeschehen**

In Europa wird das konjunkturelle Bild mit gemischten Gefühlen betrachtet, wobei die positiven Ausblicke noch überwiegen. Die europäische Wirtschaft konnte im ersten Quartal 2008 mit 0,7 Prozent (q/q) überraschend kräftig wachsen und somit den „Pessimisten“ vorerst eine Abfuhr erteilen. Dieses Wachstum ist jedoch auf Sonderfaktoren wie der milden Witterung und den 2007 zu Ende gegangenen günstigeren Abschreibungsmöglichkeiten zurückzuführen. Im zweiten Quartal wird es wesentlich schwieriger werden, ein solches Wachstum zu wiederholen. Das größte Problem sowohl für die Unternehmen als auch für die Konsumenten war einerseits der starke Euro und andererseits die ins unermessliche steigenden Rohstoff- und Nahrungsmittelpreise, welche inflationstreibend wirkten. Ein zusätzliches Problem, welches die Europäische Union als Gemeinschaft trifft, sind die unterschiedlichen Entwicklungen der Mitgliedsländer. Während Deutschland und Frankreich auf Jahressicht den EU Bruttoinlandsprodukt (BIP) Wachstumsdurchschnitt erreichen sollten, werden Länder wie Spanien und Italien zu den Schlusslichtern gehören. Diese konträren Entwicklungen werden die Wachstumsdynamik Europas als Ganzes bremsen, eine gewisse Robustheit gegenüber einem sich abschwächenden weltwirtschaftlichen Geschehen sollte aber weiterhin gegeben sein.

Die Unternehmen Europas konnten sich bisweilen von einem stärkeren „einknicken“ des Wachstums entziehen und noch auf volle Auftragsbücher sowie Kapazitätsauslastungen oberhalb der 80% verweisen. Im April konnten die Auftragseingänge der Industrie zusätzlich um 2,5 Prozent (m/m) gesteigert werden.<sup>2</sup> Trotz der anhaltenden globalen negativen Wachstumsdynamik und eines für die Exportindustrie belastenden EUR / USD Wechselkurses konnten sie im April immerhin einen leichten Zuwachs von 0,1 Prozent (m/m) verzeichnen. Die Industrieproduktion in der Eurozone erreichte im April einen Wert, der um 0,9 Prozent (m/m) höher lag als im Vormonat, gegenüber dem Vorjahr erhöhte sich die Produktion gar um 3,9 Prozent (y/y). Die Produktion von Investitionsgütern – Güter welche für einen dauerhaften Einsatz im Unternehmen bestimmt sind – erhöhte sich im Jahresvergleich um 7,5 Prozent (y/y).

---

<sup>1</sup> Liquiditätsspritzen, Zinssenkungen, Steuernachlässe für die privaten Haushalte, Energy Bill, Farm Bill

<sup>2</sup> aktuellere Daten liegen noch nicht vor. Quelle: Eurostat

Es werden jedoch erste Anzeichen ersichtlich, dass sich die Wirtschaftsdynamik im Euroraum in den kommenden Quartalen abkühlen dürfte. Die Unternehmen spüren zunehmend den Druck des starken Euros auf der Exportseite und der steigenden Rohstoffpreise auf der Kostenseite. Für das 2. Quartal wird von einer leicht niedrigeren Industrieproduktion im Vergleich zum Vorquartal i. H. v. 0,5 Prozent ausgegangen.<sup>3</sup> Die Investitionen (als Grundlage für ein gesundes Wachstum) werden sich daher in den kommenden Monaten zwar noch immer robust aber mit einer langsameren Dynamik entwickeln. Darauf deutet auch der Einkaufsmanagerindex für die Eurozone hin, der im Juni um 1,6 Punkte auf nunmehr 49,5 Punkte gefallen ist und somit – strikt genommen – eine schrumpfende Wirtschaft signalisiert. Besonders schwach fielen die Indizes für Frankreich aus, womit unter den großen Euroländern nur noch Deutschland als Stütze der europäischen Wirtschaft angesehen werden kann.

Der Konsum der Haushalte kam in den letzten Monaten durch die hohe Teuerung der Energie- und Nahrungsmittelpreise stark unter Druck. Eine anhaltend hohe Inflationsrate – im Juni erreichte die Inflation den Rekordwert von 4 Prozent (y/y) – hat die Haushalte dazu gebracht, nicht unbedingt erforderliche Investitionen zu reduzieren. Dieser Konsumverzicht spiegelt sich am Absatzvolumen des Einzelhandels, der im April um 0,6 Prozent (m/m) fiel, wider. In der Eurozone ist der Absatz von Nahrungsmitteln, Getränken und Tabakwaren im April um 1 Prozent (m/m) gesunken. Der Nicht-Nahrungsmittelsektor nahm um 0,5 Prozent zum Vormonat ab. Ein noch immer stabiler Arbeitsmarkt konnte aber schlimmeres verhindern und dazu führen, dass der Konsum nicht noch mehr in die Knie ging. Die Zahl der Erwerbstätigen stieg im ersten Quartal um 0,3 Prozent (446.000 Personen). Im Vergleich zum Vorjahresquartal stieg die Anzahl der Erwerbstätigen um 1,6 Prozent. Die Arbeitslosenquote blieb im Mai weiterhin bei niedrigen 7,2 Prozent.

Die Situation, in der sich die Europäische Zentralbank (EZB) noch immer befindet, ist nicht beneidenswert. Auf der einen Seite eine sich leicht abschwächende und mit hohem Euro kämpfende europäische Wirtschaft und auf der anderen Seite ein zurückhaltender Konsum, der durch die Verteuerung der Energie- und Nahrungsmittelpreise ausgebremst wird. Die Rufe aus dem Marktumfeld nach Leitzinssenkungen zur Entlastung und Stabilisierung der Wirtschaft wurden von der EZB überhört – mehr noch, Ende Mai äußerte sich Notenbankchef Trichet entgegen aller gängigen Meinungen und kündigte völlig unerwartet für Juli des laufenden Jahres eine erste Leitzinserhöhung von 25 Basispunkten an. Diese Entscheidung zeigt, wie verbissen die EZB an ihrer Aufgabe festhält, die Inflation unter die von der EU gesetzte Maximalhöhe von 2 Prozent zurückzuführen. In wie fern diese kleine Straffung der Leitzinsen die Teuerung wieder unterhalb die 2 % Marke treibt, vor allem bei weiter ansteigenden Rohölpreisen, bleibt abzuwarten. Die europäischen Notenbanker schätzen die finanzielle Situation der europäischen Unternehmen stark genug ein, um mit leicht steigenden Leitzinsen zurechtzukommen. Das durch diese Aktion der Höhenflug des Euros weiteren Auftrieb bekommen könnte – was vor allem der Exportindustrie einem Dämpfer verpassen würde – nehmen sie blindlings in Kauf. Wie sich diese Entscheidung letztendlich auf das weitere Wachstum Europas auswirken wird, ist im Moment noch nicht ersichtlich. Für schlechte Stimmung im Unternehmer- sowie Konsumentenlager hat diese Entscheidung allemal gesorgt.

## **Fazit - Europa**

Trotz eines starken 1. Quartals deutet einiges darauf hin, dass die Wachstumsverlangsamung in Europa nunmehr begonnen hat – in einigen Ländern mehr als in anderen. Europa hat es somit nicht geschafft, sich komplett den Geschehnissen in den USA zu entziehen. Wir werden in den kommenden Monaten mit einem Rückgang des Wachstums – von einem sehr hohen Niveau – rechnen müssen, ohne jedoch als Ganzes in eine Rezession hineinzugeraten. Der steigende Druck seitens der Teuerung – welche sich in Richtung 4 Prozent bewegt – wird das Konsumklima in Europa merklich negativ beeinflussen und zu erhöhter Kaufzurückhaltung führen. Die Arbeitnehmer werden real gesehen weniger Einkommen zur Verfügung haben.

Die Exporte könnten sich wieder einmal als Retter in der Not erweisen, denn der Euro sollte zwar weiter volatil, aber der Höhenflug fürs Erste beendet sein (die Leitzinserhöhung sollte im Wechselkurs bereits eingepreist sein) und die Exportzahlen sind auch mit einer sich abschwächenden Weltkonjunktur noch immer intakt. In unseren Augen ist daher der Ausblick für die Unternehmenslandschaft Europas weniger pessimistisch als in anderen Volkswirtschaften. Eine weitere Entwicklung ist die Rückkehr nach Europa von Unternehmen aus Billiglohnländern. Laut dem Fraunhofer Institut für System- und Innovationsforschung kehrt jeder vierte bis sechste deutsche Betrieb zurück, weil Einbußen bei der Qualität, aber hauptsächlich die hohen Transportkosten aufgrund des gestiegenen Ölpreises, die Einsparungen bei den Lohnkosten übersteigen. Davon sollte die heimische Industrie profitieren.

Die EZB hat ihren Kampf gegen die steigende Inflation bei ihrer Juli Sitzung wieder aufgenommen und den Leitzins für die Euro-Zone um 25 BP auf 4,25 Prozent hochgeschraubt. Die Märkte haben darauf erstaunlich gelassen reagiert während der Euro im Verlauf der EZB-Presskonferenz deutlich an Wert verlor. Grund hierfür, waren die Aussagen von Trichet, dass in diesem Jahr keine weiteren Leitzinserhöhungen in der „pipeline“ seien und die Preisstabilität höchste Priorität genieße. Wie sich diese Erhöhung auf die mittelfristige wirtschaftliche Dynamik Europas auswirken wird, bleibt abzuwarten.

---

<sup>3</sup> It. Ifo Institut, Euro-zone economic outlook, 9. April 2008

# Japan

## Performance

Die aktuell positive Situation der japanischen Wirtschaft scheint vermehrt die Aufmerksamkeit internationaler Investoren auf sich zu ziehen. Die langsame Öffnung inländischer Unternehmen hin zu einer kapitalmarktüblichen, aktionärsfreundlicheren Struktur trägt hierzu bei und macht den japanischen Aktienmarkt für ausländisches Vermögen attraktiver. Dies könnte den starken Anstieg des Nikkei225 erklären, der seit seinem Tiefststand Mitte März 2008 (am 17.03.2008 notierte der Nikkei225 bei 11.787 Punkten) bis Ende Mai 2008 um ca. 20 Prozent zulegte. Mit diesem Anstieg ging der japanische Aktienmarkt kurzfristig unter die Top-Performer. In den Monaten Mai und Juni 2008 hatten wir es dann eher mit einer leicht nach oben gerichteten volatilen Seitwärtsbewegung des Nikkei225 zu tun – die Kursbewegungen fanden in einer Range von 13.500 und 14.500 Punkten statt. Am Ende des Berichtszeitraums konnte sich jedoch leider auch der japanische Leitindex nicht dem allgemein negativen Marktumfeld entziehen und notierte dann wieder bei 13.265 Zählern per 04.07.2008 und somit immer noch 609 Punkte höher als zum Ende des letzten Quartals (Indexstand per 01.04.08, 12.656 Punkte).

## Marktgeschehen

Obwohl sich Japan – genauso wie alle anderen Volkswirtschaften – realwirtschaftlich nicht dem weiteren Verlauf der Finanzkrise entziehen kann, ist das Finanzsystem Nippons bisher von Zahlungsausfällen weitestgehend verschont geblieben und sehen die Krise in anderen Märkten zunehmend als Chance, günstig ins Ausland zu expandieren und so neue Geschäftsfelder zu erschließen. Nur wenige japanische Banken haben bisher Abschreibungen publizieren müssen.

Die erst veröffentlichte, erstaunlich gute konjunkturelle Entwicklung Japans im 1. Quartal hat die Hoffnungen unter vielen Analysten genährt, Japan könne die globale Wachstumsverlangsamung nahezu unbeschadet überstehen. Bis Ende März 2008 hatten sich noch die Anzeichen gemehrt, dass die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt vom globalen Wachstumsabschwung mitgerissen werden würde.<sup>4</sup> Doch dementsprechend erzielte Japan, nach Deutschland, im 1. Quartal 2008 das zweitgrößte Wirtschaftswachstum unter den Industrienationen. Das Bruttoinlandsprodukt konnte in diesem Zeitraum um 1 Prozent gegenüber dem Vorquartal zulegen. Hauptsächlich getragen wurde diese Entwicklung vom Außenhandel – wie schon in der Vergangenheit. Doch neu ist der Beitrag der Konsumseite, der mit einer Wachstumsrate von 2 Prozent im 1. Quartal so hoch war wie schon lange nicht mehr.

Der Exportsektor konnte im selben Zeitraum um 4,5 Prozent zulegen; in erster Linie getrieben von der steigenden Nachfrage der asiatischen Länder (allen voran China), welche den stagnierenden Absatz in die EU und den fallenden Absatz in die USA mehr als ausgleichen konnten. Erste Meldungen im April 2008 deuteten nur auf eine leichte Reduzierung der Lagerbestände hin und zeigten, dass sich die Nachfrage offensichtlich doch nicht in dem Maße geschwächt hatte wie vielerorts vermutet. Die Daten für die Industrieproduktion aus dem April und Mai 2008 bestätigten dies mit Werten von -0,2 bzw. 2,9 Prozent. Doch was noch mehr hoffen lässt, sind die im April 2008 stark gestiegenen Auftrageingänge der Industrie bzw. des Maschinenbaus von 4,5 bzw. 5,5 Prozent im Vergleich zum Vormonat. Diese positive Geschäftsentwicklung sollte sich nach Meinung der Unternehmen auch in Zukunft in einer Produktionssteigerung fortsetzen. Unterstützung für eine grundsätzlich stabile Einschätzung der wirtschaftlichen Verfassung des Landes kommt überdies vom wichtigsten Barometer für die Stimmung der Unternehmen – der Tankan Bericht. Japans Unternehmen sind zwar für den Verlauf des Jahres 2008 nicht enthusiastisch, empfinden die aktuelle Lage, obwohl sich ihre allgemeine Stimmung etwas eingetrübt hatte, jedoch besser als vielerorts erwartet.

Ein weiterer unterstützender Faktor für das Wachstum Japans ist der Immobilienmarkt, der sich langsam von seinen Tiefstständen erholt. Nachdem von Jahr zu Jahr die Preise gesunken waren und hierdurch die gesamte Wirtschaft in Mitleidenschaft gezogen wurde, war in den vergangenen zwölf Monaten eine, wenn auch kleine, Preissteigerung von 2 Prozent bei Büromieten und 1,7 Prozent bei Grundstückspreisen zu verzeichnen. Dies könnte ein erster Hinweis darauf sein, dass wir die Tiefs dieses Sektors gesehen haben und somit der Weg nach oben frei ist, was sich stützend auf die Gesamtökonomie auswirken sollte.

Die weltweit steigenden Inflationsraten könnte sich für die japanische Wirtschaft jedoch als Glückslos erweisen, denn Japan erlebt derzeit aufgrund steigender Preise (Inflationsrate liegt per Mai 2008 bei 1,3 Prozent) einen Kaufrausch, der allem Anschein nach den Konsumverzicht der letzten Jahre ablöst. Die Umsätze im Einzelhandel sind allein im Mai 2008 um sage und schreibe 30 Prozent gestiegen. Der Auslöser für diesen Nachfrageschub ist die Erwartung anziehender Preise, die für die deflationsgewöhnten Japaner eine völlig neue Situation darstellen. Die Japaner verfügen über Ersparnisse in Höhe von 1.500 Billionen Yen (ca. 9 Billionen Euro), das entspricht ungefähr dem dreifachen des Bruttoinlandsprodukts<sup>5</sup>. Die Erwartung sinkender Preise hatte in der Vergangenheit dazu geführt, Investitionen sprich Konsum „auf die lange Bank zu schieben“, was immer weiter fallende Preise (deflationäre

<sup>4</sup> siehe auch MOVENTUM - Globaler Marktausblick März 2008

<sup>5</sup> per Ende 2007 betrug das Bruttoinlandsprodukt Japans geschätzte 2,84 Billionen Euro (ca. 4,4 Billionen US Dollar).

Spirale) zur Folge hatte. Laut einer Umfrage der japanischen Zentralbank erwarten die japanischen Haushalte innerhalb der nächsten zwölf Monate eine (gefühlte) Preissteigerung von 7 Prozent, was den Konsum begünstigen sollte. Die Aussichten, dass nur ein geringer Teil der Ersparnisse in den Konsum fließt, ist für Ökonomen der „japanische Weg“ aus der jahrelangen Deflationsgefangenschaft. Die Organisation für Entwicklung und Zusammenarbeit (OECD) schätzt, dass die Verbraucher Japans dieses Jahr soviel konsumieren und Japan damit trotz schwierigem weltwirtschaftlichen Umfeld vor einer Rezession bewahren werden. Diese Auffassung teilt ebenso die Ratingagentur Moody's, die ihre Bonitätseinschätzung für Japan nach oben anpasste.

Das Machtvakuum an der Spitze einer der wichtigsten Notenbanken der Welt, welches die Handlungsfähigkeit derselben stark beeinflusst hatte, scheint nach wochenlangem Gerangel gelöst. Die oppositionellen Demokraten haben ihre Zustimmung für die Ernennung des geschäftsführenden Gouverneurs der Bank of Japan (BoJ) Masaaki Shirakawa zum neuen Notenbankchef signalisiert. Damit ist zumindest ein Problem gelöst, doch ein noch schwerwiegenderes gilt es zu lösen: Japans Regierungschef Yasuo Fukuda überlebte in diesem Monat nur knapp ein Misstrauensvotum dank der Unterstützung des Unterhauses. Auslöser für diese Regierungskrise ist die Einführung der Gesundheitsversicherung für Senioren, welche die unteren Einkommen stärker belasten wird. Zusätzlich sind die Japaner über den spurlosen Verbleib von über 40 Millionen Überweisungen empört, die scheinbar durch eine bürokratische Schlampe verloren gingen und somit die Ansprüche vieler Rentner minderte (Einkommenseinbußen). Neuwahlen nach dem Weltwirtschaftsgipfel der G 8-Staaten im Juli 2008 – auf der nordjapanischen Halbinsel Hokkaido – erscheinen wahrscheinlich, denn auch ohne diese Zwischenfälle ist die derzeitige Regierung gelähmt. Die Opposition blockiert seit der Wahl 2007 fast jede doch so nötige Reform, so dass die Regierung den nahenden wirtschaftlichen Aufschwung nicht unterstützen kann. Neuwahlen wären deshalb eine große Chance für Land und Leute sowie die Wirtschaft.

## Fazit - Japan

Trotz dieser rosigen Aussichten für einen steigenden Konsum generiert die Exportwirtschaft derzeit noch einen großen Anteil des Bruttoinlandsprodukts des Landes. Von dieser Seite gehen in unseren Augen für die japanische Wirtschaft derzeit erhebliche Risiken aus, denn die Haupt - Exportländer Japans leiden unter hohen Inflationsraten und nachlassender Konjunktdynamik, was sich weiter negativ auf deren Importtätigkeit auswirken könnte. Hier denken wir vor allem an die USA und die asiatischen Emerging Markets.

Allerdings sind wir der Meinung, dass die positiven Argumente für den Konsum diesmal wirklich greifen und es Japan mit Hilfe seiner Bevölkerung (privaten Haushalte) gelingen könnte, der Deflationsspirale nachhaltig zu entkommen und einen allgemeinen Wachstumstrend los zutreten. Gelänge dies könnte Japan in einer Zeit, in der die größte Volkswirtschaft der Welt die USA mit einer konjunkturellen Talsohle zu kämpfen hat, wesentlich schneller wachsen und verlorenes Terrain im Ranking der großen Volkswirtschaften zurückgewinnen sowie zusätzliches Investitionskapital anlocken.

## Emerging Markets

### Performance

In der Rückschau betrachtet war die Entwicklung der Schwellenländer-Aktienmärkte im Berichtszeitraum nichts für schwache Nerven. Denn zu Beginn des 2. Quartals 2008 konnten die Emerging Markets infolge der globalen Aktienmarkterholung kräftige Kursaufschläge verzeichnen, die fast sogar das Niveau per Ende Dezember 2007 – sprich vor dem großen Crash im Januar des darauf folgenden Jahres – erreichten. Seit Mitte Mai 2008 befinden sich die Schwellenländer-Aktienmärkte allerdings in einer ausgeprägten Konsolidierungsphase, welche die erarbeiteten Kursgewinne des 2. Quartals 2008 bereits nahezu vollständig aufgezehrt hat.

Auslöser für die Abkehr der Investoren aus diesen Regionen waren neben der Überhitzung vieler Volkswirtschaften die immer höher steigenden Inflationsraten, nicht zuletzt angeheizt durch die weltweit steigenden Rohstoffpreise. Eine hohe Inflation ist zwar für viele Emerging Markets Länder nichts neues, denn damit haben sie schon seit Jahren zu kämpfen. Allerdings werden infolge der rasanten Ölpreissteigerungen Dimensionen erreicht, welche internationale Anleger langsam etwas vorsichtig über die weitere Entwicklung dieser Länder werden lassen. Insofern verloren die Aktienmärkte der Schwellenländer wieder deutlich an Wert, wobei sich die einzelnen Regionen innerhalb der Emerging Markets zum Teil deutlich unterschiedlich entwickelten. So schlossen die Indices für die asiatische Region (MSCI EM Asia: 381,76 Zählern) und für die osteuropäische Region (MSCI EM Europe: 712,31 Punkte) unter ihren Ständen zu Beginn des 2. Quartals 2008, während der Index der lateinamerikanischen Region (MSCI EM Latin America: 4.368,16 Punkte) noch oberhalb dem Anfangsstand unseres Berichtszeitraums notiert. Der für die gesamte Region repräsentative MSCI Emerging Markets Free Index schloss den Berichtszeitraums per 04.07.2008 mit einem Stand von 1.033,48 Zählern unterhalb seines Niveau zu Beginn des 2. Quartals 2008 ab.

## Marktgeschehen

### Osteuropa

Wie bereits oftmals erwähnt geht die Abkopplung der Emerging Markets von den etablierten Volkswirtschaften stetig weiter – allerdings innerhalb der Entwicklungsländer mit unterschiedlich starker Dynamik. Die wohl größte Abkopplung hat sicherlich die osteuropäische Anlageregion vollzogen. So sind die Direktinvestitionen im Jahr 2007 in diese Region auf einen neuen Rekordwert von 101 Mrd. Euro gestiegen, wobei sich eine Verschiebung der Investitionen weiter Richtung Osten – und hier speziell Russland – andeutet. Maßgeblich daran beteiligt ist sicherlich die mehr und mehr an Bedeutung gewinnende Binnennachfrage und die zunehmend breiter aufgestellte Abnehmerschaft auf der Exportseite. Folglich kann man aus heutiger Sicht der Studie des Wiener Instituts für Internationale Wirtschaftsvergleiche (WIIW)<sup>6</sup> nur zustimmen, dass sich das starke Wachstum der jüngsten Vergangenheit in dieser Region auch in den kommenden drei Jahren – wenn auch infolge der anhaltenden US Hypotheken- und Finanzmarktkrise sowie der dramatisch gestiegenen Rohstoffkosten mit nachlassender Dynamik – fortsetzen sollte. Auch im Falle einer Rezession in den USA – so die Studie weiter – sollten diese Länder nicht allzu sehr tangiert werden und weiterhin mit überdurchschnittlichen Wachstumsraten aufwarten.

Nichtsdestoweniger gibt es auch innerhalb der Emerging Markets Osteuropa große Unterschiede. So ist die süd- und nordosteuropäische Region nach wie vor als der größte Risikofaktor zu nennen. Hier mussten die Randmärkte auf dem Balkan und im Baltikum kräftige Kurskorrekturen aufgrund einer weiter desolaten makroökonomischen Situation – sinkende Wachstumsraten bei steigender Inflation (Stagflation) – verkraften. So stieg z. B. die Teuerungsrate in Lettland auf 17,5 Prozent (y/y) und in Estland auf 10,6 Prozent (y/y). Eine Besserung angesichts der aktuellen Rohstoffhausse und zusätzlichen inflationären Tendenzen aufgrund einer starken Importorientierung (importierte Inflation) ist ebenfalls nicht in Sicht. So werden die baltischen Volkswirtschaften nach mehreren Prognosen in diesem Jahr ein Nullwachstum hinlegen.

Ganz im Gegenteil dazu Russland. Obwohl die Regierung mit hohen Lohnkosten und auch gegen aufgekommene Inflationssorgen kämpft, bleibt Russland das Schwergewicht und unser Favorit in der osteuropäischen Region. Nachdem zuletzt ein Zuwachs im Produzentenpreisindex von 26 Prozent und im Konsumentenpreisindex von knapp 13 Prozent auf Jahresbasis veröffentlicht wurde, wurden angekündigte Preiseregulierungen im Gas- und Versorger- sowie Telekommunikationsbereich einfach in die Zukunft verschoben. Unternehmen aus diesen Branchen ist es damit nicht möglich, höhere Kosten über Preissteigerungen weiterzugeben. So soll zum Beispiel der noch staatlich kontrollierte Strommonopolist RAO UES dieses Jahr privatisiert, die Preise aber erst im Jahr 2011 komplett liberalisiert werden. Aufgrund der künstlich niedrig gehaltenen Strompreise – die hauptsächlich der Wirtschaft zu Gute kommen – fehlt den Stromanbietern aber das nötige Geld für Zukunftsinvestitionen. Allein bis 2011 müssen ca. 80 Milliarden Euro in die Stromindustrie gepumpt werden, um mit dem Wirtschaftsboom mithalten zu können, der jährlich zwischen 5 und 6 Prozent mehr Strom benötigt. Bis die Liberalisierung jedoch komplett durchgeführt ist, dürfen sich Unternehmen und Konsumenten über staatlich festgesetzte Preisobergrenzen freuen. So konnten im 1. Quartal hauptsächlich das Baugewerbe, Hotel und Restaurants, die Finanzbranche und der Gross- und Einzelhandel am meisten zulegen und zum BIP Wachstum von 8,5 Prozent (y/y) maßgeblich beitragen.

Ferner lassen insbesondere der ohne Probleme verlaufene Machtwechsel hin zum neuen Staatsoberhaupt Medwedew, prognostizierte jährliche BIP-Steigerungsraten von rund 7 – 8 Prozent und die geplanten Investitionsmaßnahmen auf eine stabile russische Zukunft hoffen. Gerade Letzteres mit einem Gesamtwert von ca. 500 Milliarden US Dollar wird Russland in den nächsten Jahren zu einer etablierten Volkswirtschaft heranwachsen lassen. Diese Gelder sollen vor allem für den Ausbau der russischen Infrastruktur und des Energiesektors – neue Kraftwerkskapazitäten werden angesichts eines sich rapide ansteigenden Stromverbrauchs dringend benötigt – genutzt werden, was neben der Schaffung zusätzlicher Arbeitsplätze auch nahezu alle Branchen profitieren lassen sollte.

### Asien

Die Sorgen um die Region mit den höchsten Wachstumsraten der letzten Jahre nehmen von Quartal zu Quartal weiter zu. Steigende Rohölpreise, ein fallender Handelsüberschuss und eine rasant steigende Inflationsrate sind nur einige der Probleme, mit denen sich diese Länder auseinandersetzen müssen. In Asien ist die Teuerung in Begriff, außer Kontrolle zu geraten. Sie lag im April bei durchschnittlich 7,5 Prozent. Noch schwerer wiegt aber, dass in etlichen Ländern Asiens die Zinsen derzeit unterhalb der Inflationsrate liegen. So steht der Zinssatz in China seit Ende vergangenen Jahres bei 7,47 Prozent, während die Inflation per Ende Mai bei 8,3 Prozent liegt.

---

<sup>6</sup> siehe MOVENTUM Globaler Marktausblick 2. Quartal 2008

Über die letzten Jahre hinweg haben eine Reihe von Staaten versucht, die Inflation zusätzlich über Subventionen und Preisobergrenzen für die wichtigsten Bedarfsgüter – zu denen auch Benzin gehört – zu bremsen. Der Handelsbilanzüberschuss ist nun aufgrund des stetigen Preisauftriebs für Rohöl und den damit steigenden Staatsausgaben in den letzten Quartalen gefährlich geschrumpft und dürfte sich bald in ein Defizit umkehren. Aufgrund internationaler Kritik an den staatlich niedrig gehaltenen Energiepreisen folgte nun auch China anderen asiatischen Volkswirtschaften (wie zum Beispiel Indonesien, Malaysia, Pakistan, Sri-Lanka und Taiwan) und kürzte ihre Benzinsubventionen. Die Einzelhandelspreise für Benzin stiegen um 17 Prozent, die für Diesel um 18 Prozent und Flugzeugtreibstoffe erhöhten sich um ganze 25 Prozent. Dies ist nur ein Schritt, um den Sorgen einer Überhitzung der Konjunktur zusätzlich entgegenzuwirken – die Auswirkung auf die Inflation mal außer Acht gelassen. Die Überhitzung der Wirtschaft wird vor allem an den Wachstumsraten ersichtlich. So wuchsen die Investitionen in Sachanlagegüter, laut den Chinesischen Behörden, in den ersten vier Monaten des Jahres um 25,7 Prozent (y/y) oder in Zahlen ausgedrückt auf 400 Mrd. US Dollar. Der Einzelhandelsumsatz stieg um 21,5 Prozent. Die Exportausfuhren stiegen im gleichen Zeitraum um 21 Prozent, nach 25,5 Prozent im Vorjahr. Das Wirtschaftswachstum lag mit 10,6 Prozent im 1. Quartal ebenfalls auf einem weiterhin hohen Niveau. Diese Wachstumsraten unterstreichen die Angst der internationalen Finanzgemeinde, China bekomme das Problem der Überhitzung seiner Wirtschaft nicht in den Griff und werde auf kurz oder lang kollabieren und die ganze Region mit hinunterziehen.

Ebenfalls von Erhitzungserscheinungen geplagt, erweist sich die Wirtschaft Indiens. Obwohl auch sie mit einer Wachstumsrate im 1. Quartal von 8,8 Prozent überzeugen konnte, wächst die Furcht, dass die hohe Inflation der Wirtschaft bald einen herben Dämpfer verpassen könnte. So hat bereits die Konjunktur in diesem Jahr etwas an Dynamik eingebüßt. Vor allem das verarbeitende Gewerbe hat sich in den ersten vier Monaten des Jahres deutlich verlangsamt. Der Preisauftrieb dagegen hat sich in den letzten Monaten deutlich beschleunigt. So erreichte die Teuerung im Mai des Jahres 8,1 Prozent, was den höchsten Wert seit 2004 darstellt. Doch der Weg könnte weiter nach oben führen, denn die Indische Regierung hat sich entschlossen – als eines der letzten Länder in Asien – ebenfalls die subventionierten Benzinpreise zu erhöhen. Nun sind Streiks, Demonstrationen und Proteste an der Tagesordnung. Der Regierung blieb aber keine andere Wahl, da aufgrund der explodierenden Rohstoffpreise am Weltmarkt, den staatlichen Ölfirmen ein täglicher Verlust von rund 60 Millionen Euro entsteht. Obwohl der Außenhandel in den ersten vier Monaten um satte 28 Prozent zulegen konnte, hat sich das Leistungsbilanzdefizit weiter vergrößert, nicht zuletzt wegen der höheren Einfuhren – hierfür ist hauptsächlich der höhere Ölpreis verantwortlich. Zusätzlich kämpft die Regierung an weiteren Baustellen, welche die Wachstumsdynamik Indiens empfindlich treffen könnte. So steht die Infrastruktur kurz vor dem Kollaps. Es wurde lange Zeit nichts unternommen, wodurch die Entwicklung von Straßen, Brücken und Flughäfen sowie Strom- und Wasserleitungen mit dem rasanten Wachstum der Wirtschaftsleistung nicht mehr mithalten konnte. Es ist derzeit ungemein schwierig, Waren innerhalb Indiens zu transportieren. Als ein weiteres nicht zu unterschätzendes Problem sind die fehlenden Facharbeiter, welche benötigt werden um die aktuelle Wachstumsdynamik beizubehalten. Im kommenden Jahr wird in Indien gewählt und die Regierung wird alles Denkbare tun, um die Inflation bis dahin auf ein normales Maß „herunterzuklopfen“. Und wenn notwendig, wird sie auch in die freie Marktwirtschaft eingreifen. Investoren stehen diesen Aussichten skeptisch gegenüber und zogen zwischen Januar und Juni dieses Jahres bereits 4,9 Mrd. US Dollar aus Indien ab.

## **Lateinamerika**

Obwohl Lateinamerika lediglich 10 Prozent der weltweiten Nahrungsmittel stellt, kann sich diese Region als der wahre Gewinner von den weltweit steigenden Rohstoffpreisen zählen. Während andere Volkswirtschaften unter den Nachwehen der Subprime-Krise stöhnen und unter der Gefahr einer US Rezession leiden, beweisen die Länder Lateinamerikas eine blendende Standfestigkeit. Im Jahr 2007 erreichte diese Ländergruppe ein Wirtschaftswachstum von 5,6 Prozent. Für das Jahr 2008 wird von einem leicht reduzierten Wachstum von 5 Prozent ausgegangen. Diese Entwicklung verdanken sie aber nicht allein den hohen Preisen für Nahrungsmittel, sondern der Vielfältigkeit an Rohstoffen. Ob Öl aus Venezuela, Kupfer aus Chile, Erdgas aus Argentinien oder Eisenerz aus Brasilien, es ist dieser Reichtum von dem das enorme Wachstum ausgeht. Zusätzlich profitieren diese Länder von einer makroökonomischen Stabilisierung und einem stetigen Binnenkonsum- sowie Investitionsklima. Mit rund 106 Mrd. US Dollar haben ausländische Investoren mehr investiert als je zuvor. Dass die Volkswirtschaften Lateinamerikas heutzutage in der Summe eine ausgeglichene Handelsbilanz ausweisen, bedingt durch höhere Ex- als Importe, ist ein angenehmer Nebeneffekt, welcher zu ausgeglichenen Haushalten und gesunden Staatsfinanzen führt.

So erweist sich z.B. Brasilien als einer der größten Profiteure der aktuellen Rohstoffhaussse. Das Land verfügt über große landwirtschaftliche Flächen – Brasilien ist der weltweit größte Produzent von Bioethanol – und über reiche Bodenschätze. Im laufenden Quartal hat der staatliche Energiekonzern Petrobras vor der Küste Brasiliens enorme Ölvorkommen und zur Exploration derselben Ausschreibungen mit einem Auftragsvolumen von bis zu 66 Mrd. US Dollar gemeldet. Des Weiteren plant Brasilien die Errichtung des drittgrößten Staudamms der Welt und zusätzliche Infrastrukturprojekte (Wasserkraftwerke, Straßen) mit einem Volumen von umgerechnet 200 Mrd. Euro. Die Konjunkturindikatoren geben diesen Mammutprojekten weitere Nahrung. So konnte das 1. Quartal einen starken Jahresanfang vermelden und mit einem Industriewachstum, welches um 9 Prozent über dem Vorjahresniveau lag, besagten Zeitraum abschließen. Die Einzelhandelsumsätze legten ebenfalls im 1. Quartal um 8 Prozent (y/y) sehr stark zu. Die Exporte konnten im April 2008 um 13 Prozent, die Importe um stolze 49 Prozent zulegen. Dadurch leidet

aber vor allem die Handelsbilanz, welche von einem Überschuss i. H. v. knapp 40 Mrd. US Dollar im Jahr 2007 auf ca. 6 Mrd. US Dollar im laufenden Jahr zusammenschmelzen sollte. Durch die Heraufstufung Brasiliens (BBB+) durch die Rating Agentur Standard & Poor's in den Investment Grade Bereich gelangt dieser Markt nun auch in den Blickwinkel von zusätzlichen institutionellen Investoren, wodurch der Kapitalstrom weiter anhalten und ein eventuelles Leistungsbilanzdefizit ausgleichen sollte.

Was den brasilianischen Leitindex (Bovespa) angeht, so musste sich auch dieser den allgemeinen Abwärtstendenzen an den Aktienmärkten anschließen, wobei er im Vergleich zu anderen Schwellenländern noch sehr gut da steht und die Chance hat, bei weiteren Einbrüchen eine gewisse Stärke zu zeigen. Hierfür sprechen nicht zuletzt der Aufwertungsprozess des Real gegenüber dem US Dollar, der Abbau der Auslandsverschuldung sowie eine umsichtige Wirtschafts- und Geldpolitik.

Diese rosigen Aussichten dürfen aber nicht über die Tatsache hinwegtäuschen, dass die Länder Lateinamerikas weiterhin Schwellenländer sind und noch lange nicht die Standards der etablierten Volkswirtschaften erreicht haben. Nicht zuletzt leiden fast alle Länder Lateinamerikas unter einer erschreckend hohen Inflation, bedingt durch hohe Exportpreise und Kapitalzuflüsse in Milliardenhöhe. Die Regierungen werden es nicht vermeiden können, die Leitzinsen zu erhöhen um der Teuerung entgegenzuwirken.

## **Fazit – Emerging Markets**

US Rezessionsängste und die Finanzmarktkrise sowie die dramatisch gestiegenen Rohstoffpreise und Inflationsrisiken werden die internationalen Kapitalmärkte noch einige Zeit in Atem halten und auch in den Emerging Markets immer wieder zu erhöhten Volatilitäten führen. Gleichwohl sind wir für die längerfristige Entwicklung in den Schwellenländern aufgrund der Globalisierung und den vorangegangenen Ausführungen weiter generell positiv gestimmt. Heute verfügen die Hälfte der Schwellenländeranleihen über ein Rating im Investment Grade Bereich, was auf eine verbesserte Bonität der Länder zurückzuführen ist. Viele Regierungen haben die Vorteile einer gesunden Fiskalpolitik sowie die Notwendigkeit von Haushaltsüberschüssen erkannt. Dies hat zum Rückgang früherer Volatilitätsniveaus (vgl. 80er und 90er Jahren) geführt. Dies dürfte sich positiv auf die weitere längerfristige Entwicklung dieser Länder auswirken.

## **Globaler Anleihemarkt**

### **Performance / Marktgeschehen**

#### **Staatsanleihen**

Nachdem seit Beginn der US Subprime-Krise Mitte 2007 die Kurse von Staatsanleihen aufgrund des von starker Unsicherheit geprägten Umfelds beträchtlichen Schwankungen unterlagen, schwenkten diese Ende März 2008 in eine Korrekturphase. Anleger setzten im Zuge der US Subprime- und der daraus resultierenden Finanzkrise lieber auf Papiere mit hoher Bonität als sich an vermeintlich risikoreicheren Märkten zu engagieren. Nachdem dann Mitte / Ende März 2008 das Schlimmste überwunden schien, sank die Risikoaversion der Investoren deutlich, was sie dann veranlasste, wieder risiko- und ertragreichere Anlagemöglichkeiten zu nutzen. Hierdurch fielen die Kurse an den Märkten für langfristige europäische Staatspapiere von einem Kursniveau per 17.03.2008 von 102,46 Prozent auf 96,62 Prozent per 18.06.2008. Doch nicht nur der Anstieg der Risikobereitschaft der Anleger war für diesen harschen Kursverfall verantwortlich, sondern auch der Eintritt in eine Phase der Straffung der Geldpolitik durch die Notenbanken, die große Inflationsgefahren für ihre Volkswirtschaften befürchteten - insbesondere die Europäische Zentralbank (EZB). Zum Ende des Quartals gab es jedoch wegen zunehmend negativer Meldungen aus dem Bankensektor, einer starken Eintrübung des Geschäftsklimas in Europa und erneuter Rekordpreise für Rohöl eine erneute Sentiment-Kehrtwende, die die Anleger sofort wieder in Richtung Staatsanleihen fliehen ließen. Sofort stiegen die Kurse der 10 jährigen europäischen Staatspapiere per 04.07.2008 auf 97,8 Prozent an.

Einen ähnlichen Kursverlauf – allerdings mit ausgeprägteren Seitwärtsphasen - verzeichneten auch die US amerikanischen Staatstitel. Dort setzte mit Stabilisierung der Finanzmärkte Mitte März 2008 eine Verflachung der Renditestrukturkurve ein, die maßgeblich von einer Abkehr der Zinssenkungserwartungen der Marktteilnehmer getragen wurde.

Positiver als erwartet ausgefallene Konjunkturdaten veranlassten die Fed in ihrem Juni-Bericht zu kommunizieren, dass sie den Inflationsgefahren in den USA nun mehr Beachtung schenken wolle. Dies lies die Kurse von 10 jährigen US Staatsanleihen bis auf ein Niveau von 96,225 Prozent per 13.06.2008 sinken. Eine neuerliche Welle schlechter Nachrichten vom Finanzmarkt und der Konjunktur waren zum Ende des 2. Quartals 2008 dafür verantwortlich, dass die Pessimisten wieder die Oberhand gewannen und Anleger wieder begannen den sicheren Hafen der Staatsanleihen zu suchen. Aus diesem Grund stiegen die Kurse der langfristigen sowie der kurzfristigen US Staatsanleihen erneut auf 99,25 Prozent bzw. 100,5 Prozent per 04.07.2008 an.

#### **Fazit**

Die Anleger diesseits des Atlantiks werden mit großer Wahrscheinlichkeit, solange die Unsicherheit an den Märkten weiter umgeht, zurückhaltend bleiben und den sicheren Hafen der Staatsanleihen bevorzugen. Es ist zwar keine Serie von Zinsschritten durch die EZB geplant, doch viele Marktteilnehmer gehen bereits von einem Zinsanstieg in

Folge hoher Inflationserwartungen von 0,75 Prozent in drei Schritten auf einen Notenbankzins von 4,75 Prozent aus. Dies ist jedoch in unseren Augen überzogen und wurde auch in der Pressekonferenz der EZB zu ihrer Notenbanksitzung am 03.07.2008 bestätigt.

Doch ob mit einem oder drei Zinsschritten - das konjunkturelle Umfeld bleibt schwierig und wird die Rentenmärkte auch im nächsten Quartal in Atem halten. Wir gehen deshalb davon aus, dass die Rentenmärkte Spielball der Wirtschaftsberichterstattung bleiben und sich in einem Seitwärtskorridor bei Renditen zwischen 4,4 Prozent und 4,7 Prozent bewegen sollten. Die Änderung der Renditedifferenz zwischen US Staatsanleihen und europäischen Staatstiteln kann unserer Meinung nach keine signifikanten Impulse in die eine oder die andere Richtung bringen.

In den USA scheint die Zinssenkungsphantasie erst einmal auf Eis gelegt, denn das bereits niedrige Zinsniveau und die Veränderung des Augenmerks der Notenbank auf die Inflation, gibt hier keinen Spielraum mehr für Zinssenkungen und wird eine Phase der konstanten Leitzinsen einläuten. Dies lässt uns am kurzen Ende eine konstante Renditeentwicklung erwarten, Langläufer werden unserer Meinung nach erst – allerdings nur in geringem Maße – Renditegewinne verzeichnen, wenn die allgemeine Unsicherheit an den Kapitalmärkten abebbt.

### **Unternehmensanleihen**

Die Wogen im Bereich der Unternehmensanleihen haben sich seit dem letzten Quartal etwas geglättet. Die sehr pessimistische Einstellung der Marktteilnehmer über den weiteren Verlauf der US Subprime- und Kreditmarktkrise sowie deren Auswirkung auf Unternehmen und Volkswirtschaften ist einer rationaleren Einschätzung der aktuellen Lage gewichen. Die schrittweise Bereinigung der Bankbilanzen, robuster als erwartete Konjunkturdaten – vor allem in den USA – sowie besser als prognostiziert ausgefallene Unternehmenskennzahlen hellten die Stimmung bei den Marktakteuren weitestgehend auf. Zudem fruchteten die Stabilisierungsmaßnahmen der Notenbanken für das internationale Finanzsystem und nahm weitestgehend den Liquiditätsdruck aus den Märkten. Während Staatsanleihen vom Anstieg der Risikoneigung der Marktteilnehmer unter Druck gerieten, profitierten Corporate Bonds in der ersten Hälfte des Berichtszeitraums. So konnte sich der Itraxx Crossover Index<sup>7</sup> von März bis Ende Mai 2008 um ca. 225 Basispunkte reduzieren. Einen (leichten) Dämpfer erhielt der Index jedoch zum Ende des 2. Quartals 2008 als die wieder aufkeimende Unsicherheit an den allgemeinen Kapitalmärkten die Anleger wieder in Richtung „sichere Häfen“ – ergo Staatsanleihen – drängte. Der Itraxx Crossover Index legte im Zuge dieser Stimmungsänderung an den Märkten alleine im Laufe der Woche vom 23.06. bis 27.06.2008 um 150 Basispunkte zu.

### **Fazit**

Unserer Meinung nach sind zwar die größten strukturellen Probleme im Bankenbereich abgearbeitet, doch diese Auffassung scheint am Markt noch nicht durchgesetzt. Solange dies nicht der Fall ist, werden Unternehmensanleihen unter einer erhöhten Volatilität „leiden“, wobei wir keine signifikanten Rückschläge bei den Risikoaufschlägen erwarten. Eine Seitwärtsbewegung mit langsamer Spreadeinengung scheint uns das wahrscheinlichere Szenario, denn die Unternehmen haben in den letzten Jahren gut verdient, Rationalisierungsmaßnahmen umgesetzt und Schulden abgebaut, sodass sie ihren Verpflichtungen problemlos nachkommen können sollten – hier ist jedoch eine sorgfältige Prüfung der Einzeltitel erforderlich. Für Anleiheinvestoren, die mit Volatilitäten umgehen können, sind Unternehmensanleihen eine gute Investmentalternative, insbesondere der Investment Grade – Bereich (Unternehmen mit einwandfreier Bonität) erscheint uns interessant und bietet Anlegern die Chance auf einen Mehrertrag gegenüber Staatsanleihen.

### **Emerging Market Anleihen**

Die Anlageklasse der Schwellenländer-Anleihen hat sich im 2. Quartal 2008 erstaunlich robust gegenüber den Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten gezeigt. Was lange als ein eher exotisches und zu risikoreiches Investment angesehen wurde, ist in den letzten Quartalen immer wieder in den Blickwinkel der Anleger gerückt. Die aufstrebenden Volkswirtschaften glänzen durch hohes Wirtschaftswachstum sowie durch hohe Leistungsbilanz- und Fiskalüberschüsse - hauptsächlich getragen durch die hohen Preise an den Rohstoffmärkten. Dementsprechend verbessert sich die Bonitätssituation einzelner Länder. Dies hat sich noch nicht überall in Ratinganhebungen niedergeschlagen. Aufgrund dessen werden bessere Ratings immer wahrscheinlicher, was in diesem Segment gute Wachstumspotentiale vermuten lässt. Zudem korrelieren die Schwellenländeranleihemärkte immer weniger mit der Entwicklung der Anleihemärkte etablierter Volkswirtschaften – in erster Linie losgelöst von den USA. Dies verspricht für das Gesamtportfolios des Investors zusätzliches Diversifizierungspotential und eröffnet ihm die Möglichkeit, die mageren Renditen der Staatsanleihen aufzubessern. Doch gerade im Bereich der Emerging Market Bonds gilt es Risiken nicht nur bzgl. der Bonität des Landes zu überschauen, sondern auch in Bezug auf wirtschaftliche und politische Stabilität.

### **Fazit**

Wir glauben, dass die erneut eingesetzte Flucht in Staatsanleihen mit sinkender Unsicherheit an den Kapitalmärkten aufhören wird und Schwellenländeranleihen im Laufe des 2. Halbjahres davon profitieren sollten. Zudem werden die allgemein niedrigen Zinsniveaus in den etablierten Märkten Anleger nach Investmentalternativen mit höherem Kupon suchen lassen, so dass alleine deshalb schon eine stetige Nachfrage die Kurse stützen sollte. Da in diesem Quartal

---

<sup>7</sup> Dieser Index spiegelt die Absicherungskosten für einen Korb aus 50 schwachen europäischen Unternehmen wider (5 Jahre Restlaufzeit).

jedoch die Zinspolitik der Notenbanken an Bedeutung gewinnen sollte, positionieren wir uns eher im weniger zinssensiblen, kürzeren Laufzeitbereich und nutzen zudem Potentiale lokaler Währungen.

## **Fazit – Globaler Anleihemarkt**

Nichts desto trotz dürfte das kommende Quartal für Anleiheinvestoren solange ein Wechselbad der Gefühle durch erhöhte Volatilitäten sein bis sich die Situation an den Kapitalmärkten nachhaltig entspannt hat. Dies lässt erwarten, dass es Anleihemanager wieder schwer haben werden sich zu positionieren, um für ihre Investoren zufriedenstellende Erträge zu erzielen. Sie werden gezwungen auf andere, risikoreichere Rentensegmente wie z. B. Corporate Bonds, High Yield Anleihen oder Emerging Market Bonds auszuweichen, um losgelöst vom Zinserhöhungsumfeld und negativem Sentiment an den allgemeinen Kapitalmärkten einen absolut positiven Ertrag erwirtschaften zu können.

## **Rohöl**

### **Preisentwicklung/Marktgeschehen**

Drei Monate ist es nun her, als wir an gleicher Stelle über die Preisentwicklung des Rohöls im 1. Quartal 2008 berichteten und über das dort beschriebene, damalige Rekordhoch von rund 107 US Dollar je Barrel der US-Sorte WTI (West Texas Intermediate) stöhnten. Dieser Wert stellte sich in der Rückschau betrachtet nur als „Durchgangswert“ heraus, denn im 2. Quartal 2008 setzte der Rohölpreis seine Rallye kontinuierlich fort. Mitte Mai 2008 verursachten Meldungen über eine US Bevölkerung, die ihre Benzinnachfrage angesichts der dramatisch gestiegenen Kosten in Zukunft stark einschränken sollte, eine kurzfristige Konsolidierung des Rohölpreises. Diese fand jedoch kurz danach ein jähes Ende als sich Rohöl an nur einem Tag um 10,75 US Dollar je Barrel verteuerte. Ausgelöst wurde dieser Rekordpreissprung durch einen von Jean Claude Trichet auf Talfahrt gesandten US Dollar - wegen avisierten Zinserhöhung für Europa. Zum Ende des 2. Quartals 2008 verlief die Ölpreisentwicklung zunächst auf hohem Niveau seitwärts. In den letzten Tagen des Quartals durchbrach dann angesichts der Einschätzung der Internationalen Energieagentur (IEA), dass wir mittelfristig einen dritten Ölschock erleiden könnten, der Rohölpreis die 140 US Dollar-Marke. Den Berichtszeitraum schloss dieser dann am 04.07.2008 auf einem Niveau von 143,60 US Dollar je Barrel.

Die Rohstoffhaushalte weltweit stellt nicht nur die privaten Haushalte dies und jenseits des Atlantiks in Form von stetig steigenden Energiekosten vor große Probleme, sondern auch Unternehmen und ganze Länder. Viele Volkswirtschaften – allen voran die asiatischen – haben versucht den starken Rohölpreisanstieg mit Subvention entgegenzutreten und geraten in Folge dessen zusehends in finanzielle Schwierigkeiten (z.B. Indonesien und Indien).

Auf der Suche nach Erklärungen für den dramatischen Preisanstieg im letzten Quartal wird schnell deutlich, dass sich an der grundsätzlichen Situation am Rohölmarkt so gut wie nichts geändert hat. Die Angst vor einem vorzeitigen Ende der Öl-Ära, die weiter steigende Nachfrage aus den Schwellenländern sowie dem spekulationsgetriebenen Liquiditätszufluss in die Rohstoffmärkte lieferten den Nährboden für steigende Preise. Doch zurzeit scheinen die Spekulanten aus Mangel an Beweisen nicht als Sündenbock herhalten zu können. Ungeachtet dessen hält dies beispielsweise die US Regierung nicht ab, die Kontraktzahl an der New Yorker Terminbörse zu beschränken oder Gesetzentwürfe vorzubereiten, die es der Terminmarktaufsichtsbehörde CFTC erlaubt, Notfallmaßnahmen gegen Spekulanten einzuleiten – falls erforderlich. Um ein Ausweichen auf andere Börsen zu verhindern, wurden die US Regulierungsschritte auch bei der Londoner Tochter Intercontinental Exchange (ICE) eingeführt. Doch angesichts der fundamentalen Datenlage, die der Welt zeigt, dass es Zeit für energieeffizientere Strukturen ist, erscheinen diese Mühen lächerlich. Tatsache ist, dass nach einem Bericht der Internationalen Energieagentur die stetig steigende Öl-Nachfrage – also der Anteil der Ölausgaben – gemessen an der Wirtschaftsleistung der Welt bald die Spitzenwerte der frühen 80er-Jahre erreicht hat und die Angebotsseite nicht ausreichend reagiert. Funken auf der einen Seite die Länder mit Ölvorkommen aus eigenen wirtschaftlichen Interessen dazwischen und vergeben Erschließungsmandate ausschließlich an landeseigene, langsamere, staatliche Unternehmen, stellen auf der anderen Seite politische Spannungsherde wirtschaftliche Hemmnisse zur Ausweitung des Rohölangebots dar. Hier ist vor allem an die Androhung von Ölsanktionen des Irans im Falle eines Angriffs durch die Israelis oder an den Irak, der nach Öl-Multis sucht, die in seine Industrien und Explorationen investieren, zu denken.

Ungeachtet dieser Risiken haben wir es mit einem immer knapper werdenden Rohölangebot zu tun. Dies wird durch langsamer ansteigende Produktionskapazitäten verursacht. Hierzu tragen vor allem die teurere und zeitaufwendigere Exploration der Vorkommen bei. Überdies kann der sinkende Ausstoß reifer Ölfelder nur schwer mit neuen Quellen kompensiert werden.

### **Fazit - Rohöl**

Diese Fakten lassen den Schluss zu, dass das knappere Angebot, die höheren Explorationskosten sowie das schleppende Voranschreiten der Energieeffizienzmaßnahmen mittelfristig nur zu einem steigenden Rohölpreis führen können. Dieser nachfragegetriebenen Preissteigerung könnte sich allenfalls eine allgemein abschwächende

Weltkonjunktur in den Weg stellen. Ansonsten gehen wir jedoch nur von kurzfristigen, preisentspannenden Volatilitäten aus.

## Schlussfolgerung

Die Kredit- und Finanzmarktkrise – um genauer zu sein die Bankenkrise! – zieht sich länger hin als erwartet. Genau die „Fraktion“, die uns nun predigt, dass die Stimmung an den Börsen so schlecht ist und die globale wirtschaftliche Situation so stark unter den Auswirkungen der oben genannten Krisen leidet, ist der Urheber des Übels. Veranlasste sie zunächst Ertragsdruck alle Maßnahmen zu ergreifen, die zu diesen Krisenherden führten, so verlängern sie nun auch noch die negativen Effekte durch mangelnde Berichterstattung.

Doch so wie es derzeit scheint, haben die Unternehmen (Ausnahme die Finanzinstitute) die Kraft diese Durststrecke zu durchtauchen. Ihre solide Situation lässt sie trotz schwieriger Finanzierungslage Investitionen tätigen. Bisher konnten sie durch ihre hohe Profitabilität, ihre gute Gewinnsituation und ihrem niedrigem Verschuldungsgrad das aufgewühlte Fahrwasser gut durchfahren. So zeigen an dieser Stelle Rationalisierungsmaßnahmen und Projekte zur Effizienzsteigerung der letzten Jahre ihre positiven Effekte und lassen die Unternehmen wesentlich robuster auf die Hindernisse aus dem Bankensektor reagieren. Dies sollte jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass sich Marktteilnehmer auf eine geringer werdende Gewinndynamik einstellen müssen.

Doch in Anbetracht der kürzlich stattgefundenen, weltweiten Konsolidierungsphase an den Aktienmärkten, die die Bewertungen der Einzelunternehmen soweit zurückgeführt hat, sollte dies kein Problem mehr darstellen. In den nächsten Wochen sollte sich zudem das allgemeine Umfeld an den Börsen zum Positiven wenden und die Risikofreudigkeit der Anleger wieder langsam an die Märkte zurückkehren. Beides sollte den Aktienmärkten ein wenig Stabilität verleihen. Doch nichts desto trotz erwarten wir - solange die Unsicherheit nicht vollends aus den Märkten gewichen ist - große Volatilitäten und keine eindeutigen Aufwärtstrends auf breiter Front.

Risikofaktoren für unsere Einschätzung sind - wie in den vorangehenden Kapiteln ausführlich dargestellt - die sehr hohen Energie- und Rohstoffpreise, die für Unternehmen sowie Konsumenten eine harte Bewährungsprobe darstellen. In diesem Zusammenhang sind auch die Notenbanken zu erwähnen, die mit ihrer Geldpolitik und ihrem Augenmerk auf die Inflationsgefahren sich als Störfaktoren für die konjunkturelle Entwicklung entpuppen könnten. Last but not least ist ein weiterer Unsicherheitsfaktor für die allgemeine konjunkturelle Entwicklung die Situation der Banken, die durch ihre Berichterstattung z. B. Veröffentlichung der Quartalsergebnisse und Bilanzsituation sowie die Entwicklung der Kreditvergabe und die Umsetzung von Maßnahmen zur Stärkung ihrer Eigenkapitalbasis das Marktstimmung stark beeinflussen können.

Insgesamt lässt sich aber festhalten, dass viele negative Nachrichten bereits in den heutigen Kursen eingepreist sind und es uns nicht wundern würde, wenn in der Rückschau betrachtet, jemand in 5 Jahren sagen würde, dass die heutigen Kurse billig waren. Es sei jedoch der Hinweis erlaubt, dass geopolitische Irritationen (Iran – Israel Konflikt) durchaus zu einem Überschießen des Rohölpreises führen könnten, was dann kurzfristig erneut für Marktturbulenzen sorgen sollte.

Stand 04. Juli 2008

**Das Team von Geisselhofer & Partner steht Ihnen jederzeit für Fragen gerne zur Verfügung**

### Haftungsausschluss:

Geisselhofer & Partner Finanz Management GmbH übernimmt keine, wie immer geartete Garantie oder Haftung, im Hinblick auf den Inhalt und die Vollständigkeit, und akzeptiert keine Verantwortung für Verluste, die auf Basis der Nutzung dieser Informationen möglicherweise auftreten. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Die hierin ausgedrückten Meinungen dienen nur der allgemeinen Information und beabsichtigen nicht, eine spezifische Beratung oder individuelle Empfehlung auszusprechen.

A-1010 Wien, Tiefer Graben 7, Firmenbuch: FN 243831a Handelsgericht Wien, Telefon +43/1/535 30 54 0, Fax +43/1/535 30 54 65,  
Email: [office@geisselhofer-partner.at](mailto:office@geisselhofer-partner.at), [www.geisselhofer-partner.at](http://www.geisselhofer-partner.at), UID Nr. ATU57768589, BA-CA AG, Konto Nr. 51434 077 701, BLZ 12000  
DVR Nr.: 2.110366 Konzessioniertes WPDLU gem. § 4 WAG, Geschäftsführer: Christian Schwarzbauer