



## Der Supergau im Finanzsektor wurde gerade noch vereitelt!

**Reichen die Maßnahmen der Regierungen und Notenbanken aus, um die Investoren aus dem „Tal der Tränen“ zu befreien?**

Ein Jahr der Krisen-Superlative. Rekorde deshalb, da Abschreibungen in Milliardenhöhe, Banken- und Unternehmenspleiten auf Rekordniveaus, Gold- bzw. Rohstoffpreise auf Allzeithochs nur um ein paar Wochen später wieder wie nie zuvor zu fallen sowie Tagesverluste und Tagesgewinne alles Vorherige in den Schatten stellten. Nicht verwunderlich daher, dass die weltweiten Aktienmärkte seit Jahresbeginn deutliche Kursverluste hinnehmen mussten.

	Kurs* 30.12.2007	Kurs* 19.12.2008	Veränderung ** in %
<b>DAX</b>	8 067,32	4 696,7	-41,78
<b>MDAX</b>	9 864,62	5 295,17	-46,32
<b>SDAX</b>	5 191,56	2 508,78	-51,68
<b>TecDAX</b>	974,19	471,33	-51,62
<b>ATX</b>	4 512,98	1 638,78	-63,69
<b>MSCI Österreich</b>	287,68	88,33	-69,30
<b>DJ EuroSTOXX50</b>	4 404,64	2 444,14	-44,51
<b>Dow Jones</b>	13 365,87	8 579,11	-35,81
<b>S &amp; P 500</b>	1 478,49	887,88	-39,95
<b>Nasdaq Comp.</b>	2 674,46	1 564,32	-41,51
<b>Russel 2000</b>	771,76	486,26	-36,99
<b>Nikkei 225</b>	15 307,78	8 588,52	-43,89
<b>MSCI EM Free</b>	1 247,07	582,06	-53,33
<b>MSCI EM Europe</b>	814,71	259,78	-68,11
<b>MSCI Russia</b>	1 537,96	408,40	-73,45
<b>MSCI Latin America</b>	4 445,96	2 132,49	-52,04
<b>MSCI Brasil</b>	3 921,80	1 686,59	-56,99
<b>MSCI EM Asia</b>	510,28	246,04	-51,78
<b>MSCI China</b>	84,33	43,08	-48,92
<b>MSCI India</b>	851,82	387,35	-54,53

\* Kurse in Punkten; \*\* Angaben in Originalwährung  
Quelle: Reuters, Stand 19.12.2008

---

Alles in allem lässt sich also festhalten, dass die Vielzahl an Brandherden innerhalb der Weltwirtschaft in Summe keine normale Krise unter vielen ist – ganz im Gegenteil. Und dass es zur Bekämpfung einer Krise der Superlative auch Maßnahmen der Superlative bedarf, scheint wohl die Meinung aller „Opfer“ zu sein.

Daher erstaunt es auch nicht, dass die getroffenen Bekämpfungsmaßnahmen der Regierungen und der Notenbanken historisch ebenso beispiellos sind. Ein tieferes Zinsniveau wie derzeit gab es in den USA noch nie, die EZB senkte den Leitzinssatz mit 75 Basispunkten in dieser Größenordnung ebenfalls noch nie und Rettungs- und Konjunkturpakete im mehrfachen Billionen Bereich gab es in so kurzer Zeit schon gar nicht.

Aber objektiv betrachtet, sind die Größenordnungen der Aktionspläne nur zweitrangig und somit auch die Diskussionen über zu hoch oder zu wenig ziemlich mühselig. Und wer weiß schon genau, welcher Betrag genau der Richtige ist?! Ob es genau die sind, die sich derzeit sehr stark in dieser Diskussion engagieren und deren Schätzung über einen möglichen Abschwung in einer Spanne von beispielsweise -0,5% bis -5% nur „geringfügig“ voneinander abweichen, sollte jeder für sich selbst entscheiden. Wichtig ist doch in erster Linie, dass man einen gesunden Weg findet und sich der Sache letztendlich annimmt.

Da die getroffenen Maßnahmen von Volkswirtschaft zu Volkswirtschaft stark differieren, möchten wir Ihnen in gewohnter Form auf den folgenden Seiten des Globalen Marktausblicks für das 1. Quartal 2009 unsere Einschätzungen und Schlüsse aus den vorliegenden Wirtschaftsdaten und –prognosen sowie den geplanten Interventionen und Stützungsprogrammen näher bringen und ihnen darüber hinaus unsere Antwort auf die eingangs gestellte Frage präsentieren.

## USA

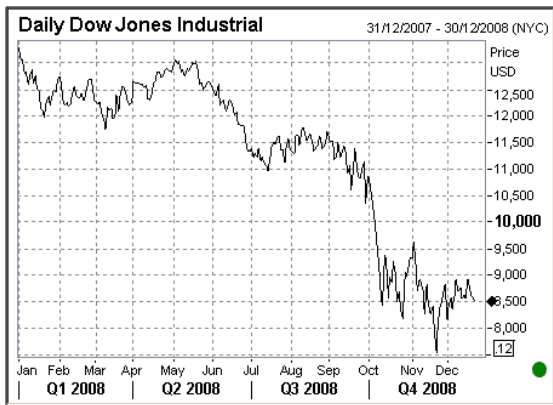
### Performance

Im Vergleich zum vorangegangenen 3. Quartal 2008 präsentierten sich die amerikanischen Aktienmärkte im Berichtszeitraum wieder von ihrer schlechtesten Seite. Dabei bestand zunächst noch Erleichterung darüber, dass das 700 Milliarden US Dollar schwere Rettungspaket der Regierung in einem zweiten Anlauf vom Repräsentantenhaus gebilligt wurde. Hierdurch soll das Überleben systemisch wichtiger Kreditinstitute und Versicherungen gewährleistet und die insgesamt negativen Auswirkungen der Finanzmarktkrise auf die Realwirtschaft eingedämmt werden. Aber durch eine Fülle von schlechter als erwarteten Wirtschaftsdaten behielten die Rezessionsängste letztendlich die Oberhand, weshalb eine durchgreifende Erholungsbewegung an den Aktienmärkten ausblieb. Sie belasteten die Kursentwicklung, obwohl der Rückgang im Bruttoinlandsprodukt mit -0,3 Prozent im 3. Quartal 2008 nicht so kräftig ausfiel wie befürchtet. Insbesondere das drastisch gefallene Verbrauchervertrauen und die schlechten Arbeitsmarktdaten sorgten für Verunsicherung. Ziemlich „beeindruckt“ von den daraus resultierenden Panikverkäufen und den einhergehenden weltweiten Kursverlusten reagierten sowohl die US Notenbank, Federal Reserve (Fed), als auch die Europäische Zentralbank (EZB) sowie die Bank of England (BoE) mit einer konzertierten Leitzinssenkung von 50 Basispunkten. Die Verschnaufpause währte allerdings nicht lange. Denn als die Q3-Berichtssaison der Unternehmen eher enttäuschend anlief und die ehemals größte Bank der Welt – die Citigroup – nur durch ein über das Wochenende verabschiedete staatliches Rettungspaket im Wert von weiteren 326 Mrd. US Dollar (davon 306 Mrd. US Dollar für Bürgschaften) vor dem Zusammenbruch bewahrt werden konnte, erreichten die führenden amerikanischen Börsenindizes neue historische Tiefststände. Ebenfalls erdrückend auf die Stimmung der Anlegerschaft wirkte auch das zunehmende Tohuwabohu um die Automobilhersteller General Motors (GM), Chrysler und Ford, die mit Hilfsforderungen in Mrd.-Höhe und evtl. Insolvenzrisiken immer wieder für größere Verunsicherung unter den Marktteilnehmern sorgten. So verlor der Dow Jones Industrial Average (DJIA) seit Quartalsbeginn bis zum Tief per 20. November 2008 nochmals 30%, während der breiter gefasste S&P 500 weitere 35% einbüßte. Zum Ende des Berichtszeitraums per 19. Dezember 2008 konnten sich aber sowohl der DJIA als auch der S&P 500 von diesen Tiefs wieder ein wenig erholen. Dazu führte die Hoffnung auf ein baldiges Ende der wirtschaftlichen Misere, hervorgerufen durch die Vielzahl an getroffenen Maßnahmen- und Rettungspakete der US Regierung sowie die per

16. Dezember 2008 von der Fed vollzogene Leitzinssenkung auf ein noch nie dagewesenes Tief. Der in letzter Minute durch den scheidenden US Präsidenten Bush genehmigte Überbrückungskredit für die US Automobilindustrie trug ebenfalls zur Erleichterung bei. So notierte der DJIA mit 8.579,11 Punkten wieder 13% über seinen Tiefständen vom November 2008, während der S&P 500 mit 887,88 Zählern seinerseits 18% an Boden gut machen konnte.

### Marktgeschehen

„Die Katze ist aus dem Sack!“ – Wenngleich auch viele Fragen hinsichtlich der Auslegung offen bleiben, befinden sich die USA nach Einschätzung eines offiziellen Gutachtergremiums – dem National Bureau of Economic Research (NBER) – bereits seit Dezember 2007 (!) in einer Rezession. Offene Fragen deshalb, da die unter Ökonomen etablierte Formel, zwei Quartale in Folge mit negativen Wirtschaftswachstum = Rezession, augenscheinlich neu ausgelegt wurde. Nach +0,8% (Q1/2008) und +2,8% (Q2/2008) ist zwar die wirtschaftliche Aktivität im 3. Quartal 2008 um 0,5% geschrumpft, da aber für das noch nicht abgeschlossene 4. Quartal nur Schätzungen – wenngleich auch negativer Art – vorliegen, ist eine definitive Aussage noch nicht möglich. Nicht so für die Experten vom NBER: wichtigstes Kriterium für eine Rezession ist, dass nach einem Konjunkturhoch ein signifikanter Rückgang der Wirtschaftsaktivitäten zu verzeichnen sei. Und mit diesen Maßgaben sei die US Wirtschaft bereits seit Dezember 2007 in einer Rezession. Mancherorts würde man diese weiträumige Deutung auch unter der Kategorie „subjektive Auslegung noch nicht greifbarer Tatsachen“ ablegen. Nichtsdestotrotz finden die Urteile des von prominenten Volkswirten bestehenden Komitees große Beachtung und wahrscheinlich war diese Meldung auch dringend notwendig, damit unter den Marktteilnehmern endlich die Verunsicherung hinsichtlich der Frage „Rezession? Ja oder Nein?!“ keine Rolle mehr spielt. Über die mögliche Dauer der Schwächung machte das Institut keine Vorhersagen. Fakt ist nur, dass die aktuelle Abschwungphase mit einer Dauer von jetzt schon knapp 13 Monaten bereits den Durchschnitt der Rezessionen seit dem Zweiten Weltkrieg (12½ Monate) übertrifft – ein Ende wird vielerorts jedoch erst für den späten Jahresverlauf 2009 bzw. für Anfang 2010 prognostiziert.



Quelle: Reuters, Stand 19.12.2008

Dass der Erholungsprozess noch einige Zeit in Anspruch nehmen wird, liegt nicht zuletzt daran, dass nun auch der amerikanische Unternehmensektor – bislang Stütze des US Wirtschaftssystems – zu schwächeln beginnt. Insbesondere der in der Vergangenheit starke Exporthandel hat in den letzten drei Monaten die volle Wucht vom weltweiten Konjunktur- und Nachfrageeinbruch zu spüren bekommen – seit dem Hoch im August 2008 sind die Ausfuhren um beinahe 10% gefallen. Während der Beitrag der Nettoexporte zum Wachstum des US Bruttoinlandsprodukts im 2. Quartal 2008 noch bei 2,9 Prozentpunkten lag, belief sich dieser im 3. Quartal nur noch auf 1,1 Prozentpunkte. Da sich fürs 4. Quartal 2008 ein weiterer scharfer Rückgang der US Wirtschaftsleistung abzeichnet, sollte ebenso der Außenbeitrag weiter leiden und die amerikanische Wirtschaft nicht stützen können. Dass der Importhandel unter der immer noch schwachen Binnennachfrage leidet, ist nichts Neues. So war der Anstieg des US Handelsbilanzdefizits – wenngleich nicht in dieser Größenordnung – im Oktober 2008 auf 57,2 Mrd. US Dollar nicht verwunderlich.



Quelle: Reuters, Stand 19.12.2008

Von Seiten des in den letzten Monaten arg gebeutelten Finanzsektors waren auch in diesem Berichtszeitraum wieder Abschreibungen und Quartalsverluste zu vernehmen. So vermeldete

beispielsweise Goldman Sachs zwar den ersten Verlust seit dem Börsengang des Unternehmens im Jahre 1999, doch fielen die roten Zahlen mit 2 Mrd. US Dollar, gemessen an den Analysten-Prognosen, vergleichsweise gering aus, was die Aktie mit einem zweistelligen Kurszuwachs honorierte. Nichtsdestoweniger ist die Lage in der Branche weiterhin angespannt. Das gegenseitige Misstrauen der Banken untereinander befindet sich immer noch auf hohem Niveau. Und dies obwohl die Regierungen weltweit Maßnahmen zur Stützung des Finanzsystems auf dem G7-Gipfel in Washington beschlossen hatten, so dass es einen weiteren Fall „Lehman Brothers“ nicht mehr geben sollte. Taten ließ man bereits in der Causa Citigroup folgen, die nur mit einer Bürgschaft i.H.v. sage und schreibe 306 Mrd. US Dollar und einer Kapitalspritze von 20 Mrd. US Dollar gerettet werden konnte. So versucht man weltweit die Funktionsfähigkeit des Finanzmarktes mit Garantien, Teilverstaatlichungen, frischem Kapital etc. aufrecht zu erhalten und gleichzeitig die massive Verunsicherung der Anlegererschaft über die Sicherheit des Ersparten vergessen zu machen. Gerade letzter Punkt war/ist von entscheidender Bedeutung gewesen. Nicht auszudenken, wenn es zu einem weltweiten Run auf die Geldinstitute mit einhergehendem Abzug der Einlagen à la Northern Rock oder Washington Mutual gegeben hätte. Neu ist allerdings der Fall des 70-jährigen Ex-Nasdaq-Chefs Bernard Madoff. Dieser soll Investoren über Jahre hinweg mit einem Schneeballsystem um 50 Mrd. US Dollar betrogen haben. Unter den Geschädigten sind Banken, Hedge-Fonds – deren Anleger – sowie wohltätige Organisationen. Noch sind viele Fragen offen – vor allem die, wie ein derart groß angelegtes System so lange unentdeckt funktionieren konnte. Die US Börsenaufsicht Securities and Exchange Commission (SEC) ist bereits in die Kritik geraten, denn angeblich hatte es schon 1992 Hinweise auf illegale Aktivitäten gegeben. Auch wo die erschlichenen Milliarden geblieben sind, ist unklar – nur noch 200 bis 300 Mio. US Dollar sollen Berichten zur Folge übrig sein. Wie weit dieser wohl größte Betrugsfall aller Zeiten an der Wall Street reichen wird, sprich wer alles wie hoch und mit wie viel Geld in diesem Schlamassel hängt ist derzeit noch nicht greifbar.

Zu den Problemen des Finanzsektors gesellt sich nun auch noch die Automobilbranche. Infolge des weltweiten Nachfrageausfalls steckt die Autoindustrie – allen voran General Motors (GM), Ford und Chrysler – sowie die Vielzahl der Zuliefererbetriebe in einer dramatischen Existenzkrise. Ein Notkredit über 14 Mrd. Dollar wurde von den Republikanern im US Senat gekippt, weil ihnen die Zugeständnisse der Autoindustrie als Gegenleistung für die rettenden Milliarden nicht weit genug gingen. So weigerten sich die Auto-Gewerkschaften, die von den Republikanern geforderten tiefgreifenden Lohnkürzungen zu akzeptieren. Es wurde daraufhin wild spekuliert, wie

lange GM & Co. nun ohne Hilfsmaßnahmen überleben und wie es nach einer eventuellen geordneten Insolvenz nach Chapter 11 weitergehen würde. Fakt ist, dass an der Autoindustrie nach verschiedenen Schätzungen drei bis fünf Millionen Arbeitsplätze in den USA hängen, deren Arbeitslosigkeit einem „Supergau“ gleichzusetzen wäre. Als eine seiner letzten Amtshandlungen, schaffte es der scheidende US Präsidenten George W. Bush, die benötigten Gelder aus dem 700 Milliarden US Dollar schweren Rettungspaket für die Finanzindustrie abzuwickeln und somit den Unternehmen bis ins kommenden Quartal die dringend nötige Liquidität zu gewährleisten. Ob dies zu einer langfristigen Genesung beiträgt und ob die Unternehmen ihre Finanzierung dann wieder selber stemmen werden können, bleibt abzuwarten.

Die Verunsicherung der privaten Haushalte aufgrund der Kreditkrise und der schlechten Arbeitsmarktentwicklung (die Arbeitslosenquote erhöhte sich per November 2008 auf 6,7%) schlägt immer mehr auf den privaten Konsum durch. Während die Mieteinnahmen im Oktober 2008 noch um 0,3% gegenüber dem Vormonat stiegen und die nominale Gesamtlohnentwicklung in den USA mit einem Plus von 3,4% gegenüber dem Vorquartal die stärkste Steigerung des laufenden Jahres erfuhr, ist der private Konsum im 3. Quartal 2008 signifikant gesunken und trug maßgeblich zur Verringerung der gesamtwirtschaftlichen Aktivität bei. Der Rückgang um sage und schreibe 3,1% ist der deutlichste seit dem 2. Quartal 1980 (damals: - 8,6%), sprich seit mehr als 28 Jahren. Geradezu bezeichnend auch der sich per November 2008 auf einem 26-Jahreshoch befindliche gleitende Vierwochenschnitt bei den US Erstanträgen für Arbeitslosenhilfe und der von der Universität Michigan publizierte US Konsumklimaindex. Dieser verzeichnete im November 2008 mit einem Rückgang gegenüber dem Vormonat von 57,9 Punkten auf 55,3 Zähler den größten monatlichen Einbruch seit Erhebung dieses Barometers.

Weiter negative Überraschungen bot auch der Häusermarkt in den USA. Die Häuserpreise sind im September 2008 deutlicher als vom Markt erwartet eingebrochen – der Case-Shiller-Index ging um 17,4% nach -16,9% im August 2008 im Jahresvergleich zurück. Gegenüber seinem Höchststand vom Juni 2006 hat der 20 Städte abbildende Index damit bereits 21,8% an Wert verloren. Die Baubeginne sind im November 2008 auf 625.000 Einheiten abgestürzt, die Baugenehmigungen auf 616.000. Beide Zahlen fielen wesentlich schlechter als erwartet aus und markierten historische Tiefstände. Zu erklären ist die Entwicklung damit, dass bei dem hohen Bestand zum Verkauf stehender Häuser kaum gebaut wird. Dies bedeutet allerdings auch, dass der Gesamtbestand an Häusern bei einem so geringen Neubauvolumen abnimmt, was den Preis

für die zum Verkauf stehender Häuser auf mittlere Sicht stabilisieren könnte.

Mit ihrer Entscheidung, den amerikanischen Leitzins auf ein fluktuierendes Zinsband von 0% bis 0,25% (vormals: 1%) abzusenken, hat die amerikanische Notenbank (Fed) historisches Terrain betreten und einmal mehr die weitere Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage unterstrichen. Dies ist das niedrigste Niveau seit 1971, als erstmals ein Zinsziel für Tagesgeld festgelegt wurde. Begründet hat die Fed diesen Schritt damit, dass sich die Aussichten für die amerikanische Wirtschaft mit einer noch negativeren Lage auf dem Arbeitsmarkt sowie anhaltend rückläufigen privaten Konsum und gewerblichen Investitionen nochmals eingetrübt haben und sich die Inflationsrate (per November 2008: 1,1%) aufgrund drastisch korrigierter Rohstoff- und Energiepreise im Wohlfühlbereich befindet. Mit diesem Zinsschritt hat Ben Bernanke nicht nur den Geldhahn für die Banken noch weiter aufgedreht, sondern überflutet hemmungslos mit Dollarnoten den Markt. Dies zusammen mit dem Aufkauf von faulen Krediten in die eigene Bilanz verleiht der Aussage der Fed, dass alle überhaupt möglichen Maßnahmen ausgeschöpft werden um die Konjunktur wieder auf den alten Wachstumspfad zu bringen, einen so ungeheuren Nachdruck, dass vielerorts von einem schnelleren Ende des konjunkturellen Dilemmas in den USA ausgegangen wird als ursprünglich angenommen.

Am gleichen Strang zieht sowohl die amerikanische Regierung um Noch-Präsident George W. Bush als auch Mr. President ‚elected‘ – Barack Obama. Letzterer hatte bereits angekündigt, durch die höchsten Infrastruktur-Investitionen seit den 50er Jahren neue Arbeitsplätze schaffen zu wollen, denen im Zuge der Sanierung öffentlicher Gebäude weitere folgen sollen. In jüngster Vergangenheit hat Obama zudem ein neues, mehrere hundert Milliarden US Dollar teures Konjunkturprogramm nach seinem Amtsantritt per 20. Januar 2009 in Aussicht gestellt. Ganz getreu seiner Aussage: „Was interessiert mich die Staatsverschuldung?! – Die Wirtschaft muss laufen!“ Ein Zugeständnis, dass alles erdenklich Notwendige – koste es was es wolle – getan wird, um die US Wirtschaft vor einer Depression nach 1929er „Vorbild“ zu verschonen. Dass damit die Staatsverschuldung ins Unermessliche mit all ihren Auswirkungen, positiv wie auch negativ, steigen wird, wird heuer von der Regierung bewusst vernachlässigt. Wichtig ist jetzt erst einmal, dass die ehemalige Wirtschaftslokomotive wieder Druck auf den Dampfkessel bekommt und wieder Fahrt aufnimmt.

## Fazit - USA

Trotz der in den vorangegangenen Ausführungen deutlich gewordenen wirtschaftlichen Probleme in den USA sind wir nach wie vor der Meinung, dass

die amerikanische Wirtschaft die konjunkturelle Krise im Vergleich zu anderen Volkswirtschaften als erstes überwinden sollte. Hierfür sprechen vor allem die erwähnten massiven Interventionen sowohl der Fed als auch der amerikanischen Alt- und Neu-Regierung, die bereits mittelfristig zu wirken beginnen sollten. Diese Erkenntnis sollte sich im weiteren Verlauf des Jahres 2009 verfestigen und dazu führen, dass dem US Raum aus Investorensicht mehr Aufmerksamkeit geschenkt werden sollte als dem europäischen Raum oder gar den Schwellenländern. Förderlich ist in unseren Augen ferner die andauernde Repatriierung von US Auslandsgeldern und das „Löcher stopfen“ der institutionellen Investoren, sprich das Glättstellen von entstandenen Kursverlusten an anderer Stelle. Dies zusammen mit dem Wissen, dass an der Börse stets Hoffnungen und Erwartungen gehandelt werden, sollte in unseren Augen dazu führen, dass die US amerikanischen Börsen als erstes wieder an Fahrt gewinnen. Aus diesem Grund werden wir den US Markt in unserer neuen Asset Allokation für das 1. Quartal 2009 gegenüber den Vergleichsindizes aus taktischen Gründen übergewichten.

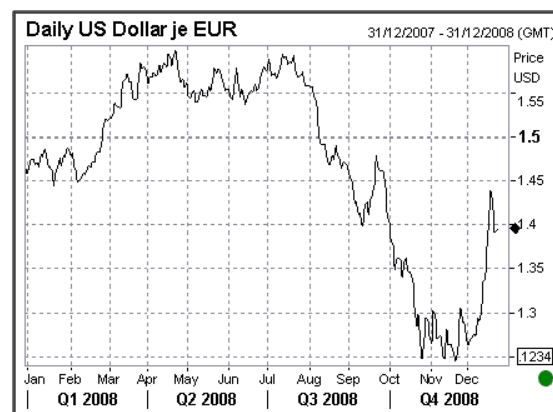
## US Dollar / Euro

### Entwicklung/Marktgeschehen

In der Rückschau betrachtet, hat sich unsere Einschätzung, dass es auf der Zinsseite sowohl in Europa als auch in den USA zu keinen Veränderungen kommen sollte, nicht bewahrheitet. Die dramatische Zuspitzung an den internationalen Kapitalmärkten und die Verschärfung der wirtschaftlichen Abwärtsdynamik sowohl in Euroland als auch jenseits des Atlantiks haben die Währungshüter notgedrungen zu mehreren Zinsschritten bewegt. In den USA befindet man sich seit dem 16. Dezember 2008 auf einem historischen Zinstief (siehe Kapitel USA), während in Europa mit einem aktuellen Leitzinsniveau von 2,5% noch Spielraum für weitere Lockerungen der Geldpolitik vorhanden sind (siehe Kapitel Europa). Dennoch war der Einfluss dieser Zinsschritte auf die Entwicklung des US Dollar / Euro Währungspaares im Berichtszeitraum nur bedingt von Bedeutung. Vielmehr lag das Hauptaugenmerk auf den Konjunkturmeldungen der jeweiligen Regionen.

Unsere im letzten MOVENTUM Globaler Marktausblick vom 30. September 2008 dargelegte Einschätzung, dass sowohl die Repatriierung von US Auslandsgeldern in den heimischen US Markt als auch die Meinung, dass die USA als erste Volkswirtschaft dem konjunkturellen Morast entfliehen könnte, den Greenback stützen sollte, hat sich in der Rückschau betrachtet lediglich bis

Anfang Dezember 2008 bewahrheitet. So konnte der US Dollar binnen zwei Monaten seit Beginn des 4. Quartals gegenüber der Gemeinschaftswährung mit einem Wechselkurs von 1,26 US Dollar je Euro ca. 10,6% an Stärke gewinnen.



Quelle: Reuters, Stand 19.12.2008

Seit Anfang Dezember 2008 haben sich die Zahlungsströme im und um den US Dollar herum allerdings verändert. Die Aussage von Obama, die Wirtschaft, koste es was es wolle, wieder zum Laufen zu bringen sowie das Anwerfen der Dollar-Druckmaschine durch die Zinssenkung auf annähernd „Null“ durch Bernanke, hat neben der Inflationierung des Greenbacks auch dazu geführt, dass mehr Kapital aus den USA heraus- als in die USA hineinfließt. All diese Faktoren ließen den US Dollar gegenüber dem Euro binnen kürzester Zeit wieder stark an Wert verlieren, so dass der Wechselkurs zum Ende des Berichtszeitraums per 19. Dezember 2008 mit 1,39 US Dollar je Euro wieder nahe seinem Quartalsanfangs-Niveau (am 30.09.2008 lag der Wechselkurs des Währungspaares bei 1,41 US Dollar je Euro) notiert.

### Fazit – US Dollar / Euro

Unsere Einschätzung, dass die USA aus wirtschaftlicher Sicht im Vergleich zu den anderen Volkswirtschaften als erstes aus der konjunkturellen Misere kommen wird, und dass wir für Euroland weiterhin aufgrund der noch nicht abgeschlossenen Gewinnrevisionsphase tendenziell die Gefahr sehen die Märkte zu enttäuschen, hat sich für das 1. Quartal 2009 nicht verändert. Diese Erkenntnis sollte sich im weiteren Verlauf des Jahres 2009 – wie schon im Kapitel USA beschrieben – auch in den Köpfen vieler Anleger verfestigen und dazu führen, dass dem US Raum aus Investorensicht mehr Aufmerksamkeit geschenkt werden sollte als dem europäischen Raum oder gar den Schwellenländern, was im Umkehrschluss den Greenback stützen sollte. Als nicht von der Hand zu weisendes Gefahrenpotenzial sehen wir allerdings den seit Anfang Dezember zu beobachtenden Kapitalabzug aus den USA, sprich aus dem US

---

Dollar. Da die USA zur Finanzierung ihres ohnehin hohen Leistungsbilanzdefizits einen kontinuierlichen Kapitalzufluss benötigen, dieses bei einer Ausweitung – was aktuell durch die milliardenschweren Rettungsmaßnahmen und Konjunkturprogramme unausweichlich ist – von Natur aus Druck auf den Greenback verursacht, so wirkt ein Kapitalabzug zusätzlich als Verstärker. Mit dem Ergebnis eines noch schwächeren US Dollars.

Ob dieser negative Cashflow länger Bestand haben wird, oder ob die positive Einschätzung, dass sich die US Wirtschaft schneller als alle anderen erholen könnte wieder die Oberhand gewinnen wird, ist derzeit nicht absehbar. Aus diesem Grund werden wir in unserer Asset Allokation für das 1. Quartal 2009 lediglich den Teil unseres US Dollars Exposures gegen Wechselkursschwankungen absichern, der die Übergewichtung der Anlageklasse USA im Vergleich zur Neutralgewichtung ausmacht.

## Europa

### Performance

Die nicht endenden Hiobsbotschaften sowohl am US Finanzmarkt als auch für die US Konsumenten und die Industrie, haben ihre negativen Auswirkungen auf die Entwicklung der europäischen Aktienmärkte im 4. Quartal 2008 erheblich verstärkt. Nicht zuletzt führte die Milliarden schwere und in letzter Sekunde genehmigte Notrettung der Hypo Real Estate (HRE) durch die deutsche Regierung dazu, dass zum einen der Supergau in der Bankbranche verhindert und zum anderen die in den USA entstandene Finanzkrise nun endgültig das europäische Festland erreicht hat. Nicht auszudenken, was hätte passieren können, wenn die HRE Pleite gegangen wäre. Volkswirtschaftler gehen davon aus, dass es zu einem wahren Run der Anleger auf alle Banken gekommen wäre, die aufgrund des gipfelnden Vertrauensverlusts nur ihr Geld in „Sicherheit“ bringen wollten. Dieser Abzug der Einlagegelder hätte sicherlich das ein oder andere auch ländliche Kreditinstitut in massive Schwierigkeiten bringen und so den Untergang des Finanzsystems bedeuten können. In der Folgezeit warteten nahezu alle weltweiten Regierungen mit vielen mehr oder weniger starken Rettungsprogrammen mit dem Ziel der Stützung der internationalen Kapitalmärkte und der Konjunktur auf. Dies konnte, zumindest bis zum Ende des Berichtszeitraums per 19. Dezember 2008, einen weiteren Kursverfall an den europäischen Aktienmärkten stoppen, so dass sich diese, wenn auch stark volatil, wieder von den bisherigen Jahrestiefständen ein wenig erholen konnten. So beendete der DAX den Berichtszeitraum per 19. Dezember 2008 bei einem Stand von 4.696,70 Punkten und somit rund 20% tiefer als noch vor einem Quartal. Der Euro Stoxx

schloss ebenfalls tiefer bei 2.444,14 Zählern und somit auch rund 20% schwächer als zum Ende des 3. Quartals. Der ATX schloss sich zwar dem Lauf der erwähnten Indizes an, beendete aber den Berichtszeitraum rund 40% tiefer bei 1.638,78 Punkten

### Marktgeschehen

Es ist der europäischen Volkswirtschaft nicht gelungen, sich den Entwicklungen in den USA in Gänze zu entziehen. Anfang Dezember 2008 hat die EU – wie schon für das 2. Quartal 2008 – auch für das 3. Quartal 2008 ein negatives Wachstum des Bruttoinlandsproduktes (BIP) von 0,2% gemeldet, womit nun auch Europa in eine per Definition gültige Rezession<sup>1</sup> hineingerutscht ist. Betrachtet man die Meldung des europäischen Statistikamtes über die Auftragseingänge in der Industrie, so ist ersichtlich, dass die großen europäischen Länder per September 2008 im Vergleich zum Vorjahreszeitraum einen Einbruch bei den Auftragseingängen verzeichnen mussten, während in den neuen Mitgliedsländern die Auftragseingänge teils noch zweistellige Wachstumsraten aufweisen konnten. Da diese Länder aber in der Gewichtung einen zu geringen Anteil ausmachen, reichte dieses Wachstum nicht aus, um auf Europaebene ein positiven BIP Beitrag zu erzielen.

Maßgeblich beteiligt am Rückgang der Wirtschaftsleistung war nunmehr auch die Unternehmenseite – allen voran der in der Vergangenheit erfolgsverwöhnte Exportsektor. So ist die jahrelang gut gelaufene Exportindustrie – als Garant für Wachstum und Wohlstand in Europa – zwar nicht komplett zum Erliegen gekommen, doch die negativen Wachstumsraten deuten bereits auf einen starken Abschwung hin. Besonders deutlich wird dies an den Zahlen der Auftragseingänge, welche schon seit Mai 2008 in Summe rückläufig sind und ihren Höhepunkt im September 2008 mit minus 4,6% finden. Auf der Branchenebene verstärkten sich neben den eingangs erwähnten Problemen im Finanzsektor um die HRE auch die Schwierigkeiten im Fahrzeugbau, der im September 2008 im Vergleich zum Vormonat nochmals um 8,9% eingebrochen ist. Untermauert wird diese Entwicklung anhand der Kfz Neuzulassungen im Bereich der EU und der EFTA (European Free Trade Association) im Oktober 2008, welche im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 14,5% – nach bereits -8,2% im September – gefallen sind. Düstere Wolken ziehen vermehrt auch über der mittelständischen Zuliefererindustrie auf, wo bereits einige Weltmarktführer in die Insolvenz getrieben worden sind. Es ist somit nicht verwunderlich, dass der Gesamtindex zur europäischen Geschäfts- und

---

<sup>1</sup> Eine Rezession wird per Definition ausgerufen, wenn eine Volkswirtschaft zwei Quartale in Folge eine negative Veränderung des Bruttoinlandsproduktes aufweist.

Verbraucherstimmung im Oktober 2008 bei 80,4 notierte, was dem tiefsten Stand seit Juli 1993 darstellt. Ähnliches ist beim Einkaufsmanagerindex zu beobachten. Mit nur noch 43,6 Punkten liegt dieser auf dem tiefsten Wert seit Umfragebeginn im Jahre 1998. Betrachtet man aber die verschiedenen Branchen einzeln, sind auch positive Entwicklungen vorhanden. Während die Chemische Industrie im Vergleich zum Vorjahr um satte 9% zulegen konnte, verzeichneten die elektronischen Erzeugnisse einen Zuwachs von immerhin 0,9%.



Quelle: Reuters, Stand 19.12.2008

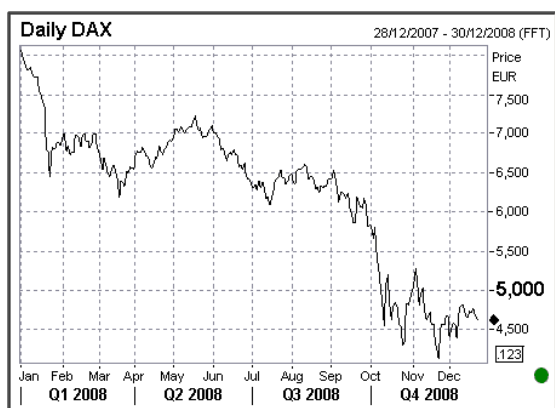
Die Verunsicherung der Konsumenten verharrt trotz der weltweiten Stützungsprogramme für die Konjunktur weiterhin auf einem hohen Niveau, nicht zuletzt aufgrund der in den Vordergrund der Berichterstattung tretenden Meldungen zum weiteren Verlauf der Konjunktur und der damit verbundenen Kostenreduzierungsprogramme auf Unternehmerseite. So sollte der längerfristige negative Trend im Konsumverhalten zwar weiter Bestand haben, dennoch dürfte das nahende Weihnachtsfest in diesem Jahr noch besser ausfallen als von vielen erwartet. Eine Ursache für diese Haltung der Verbraucher könnten die stark zurückgegangenen Rohstoffpreise an den internationalen Märkten sein, was letztlich im Portemonnaie mehr Geld zum Ausgeben bereitstellen sollte. Eine Art Vorzieheffekt, da die Inflation im Oktober 2008 mit 3,7% im Europadurchschnitt immer noch auf einem relativ hohen Niveau verharrt. Dies liegt aber hauptsächlich daran, dass die Energiekosten nicht so schnell sinken wie die Notierungen der Rohstoffpreise und daher einen nachlaufenden Kostenfaktor besitzen. Auch der noch relativ stabile Arbeitsmarkt könnte mit einem psychologischen Effekt eine weitere Ursache sein und folglich den Konsumenten eine besser als gedacht funktionierende Wirtschaft suggerieren. Da die Arbeitsmarktentwicklung jedoch ein sog. Spätindikator ist, spricht der Konjunktur einige Monate hinterher läuft, muss hier in Zukunft wieder mit steigenden Arbeitslosenzahlen gerechnet werden, was sich letztendlich in den Konsumausgaben niederschlagen sollte.

Die EZB hat im vergangenen 4. Quartal 2008 eine 180 Grad Wendung vorgenommen und ist von ihrer strikt hawkishen (steigende Leitzinsen) auf eine dovish (sinkende Leitzinsen) Geldpolitik umgeschwenkt. Während alle großen Volkswirtschaften bereits deutlich die Zinsen gesenkt haben, war die EZB die letzte Bastion in den unruhigen Finanzgewässern, welche die Leitzinsen nicht angetastet hat. So beließen die Währungshüter noch Anfang Oktober 2008 die Leitzinsen bei 4,25% um nur eine Woche später diese in einer konzertierten Aktion zusammen mit beispielsweise den USA und England außerplanmäßig um ganze 50 BP zu senken. Die Tatsache sinkender Leitzinsen ist hier nicht das wunderliche, sondern eher die Schnelligkeit in der die EZB ihre Meinung geändert hat. Angesichts der chaotischen Zustände an den internationalen Finanzmärkten und der nicht mehr zu leugnenden Rezession in Europa, war dies die einzige (richtige) Entscheidung, welche getroffen werden konnte. Die fallenden Rohstoffpreise und die damit verbundene sinkende Teuerungsrate, machten es der Notenbank leichter, Leitzinssenkungen durchzuwinken ohne das Augenmerk von ihrem Hauptziel zu verlieren: die Beibehaltung stabiler Preise. Wie groß die Europäische Zentralbank nun doch die Not in Europa einschätzt, wird anhand der Anzahl und Höhe der weiteren Leitzinssenkungen ersichtlich. So senkte sie Anfang November 2008 nochmal um 50 BP und ebenfalls Anfang Dezember 2008 um ganze 75 BP auf nunmehr 2,5%. Dieser letzte Zinsschritt war der größte jemals getätigte seit der Übernahme der Geldpolitik durch die EZB im Jahre 1999 und verdeutlicht seinerseits mit welchem Nachdruck auch die europäischen Währungshüter gewillt sind die Konjunktur zu stützen.

## Teilmarkt Deutschland

Deutschland bildete mit -0,5% gegenüber dem Vorquartal zum zweiten Mal in Folge das Schlusslicht bei der Entwicklung des Bruttoinlandsproduktes – nur Estland mit minus 1% hat sich noch schlechter entwickelt. Da bereits im 2. Quartal 2008 ein negatives Ergebnis zu Buche stand, ist auch Deutschland in eine per Definition gültige Rezession gerutscht. Die Zeiten hoher Wachstumsraten rücken damit immer weiter in die Ferne. Die schweren globalen Wachstumseinbrüche der wichtigsten Handelspartner (Frankreich, Großbritannien, Italien und nicht zuletzt die USA) treffen die erfolgsverwöhnte Industrie immer schwerer und führten dazu, dass Aufträge erst einmal auf Eis gelegt oder gar storniert wurden. So verbuchte die deutsche Industrie Preis- und saisonbereinigt im Monat Oktober 2008 (gegenüber dem Vormonat September) einen 6%tigen Rückgang der Auftragseingänge. Im Vergleich zum Vorjahreszeitraum erhielt die Branche satte 17,3%

Bestellungen weniger. Dieser Trend ist auch bei den Auftragseingängen der Investitionsgüterproduzenten zu sehen, welche im gleichen Zeitraum um ganze 8,2% nachgaben. Erschwerend kommt hinzu, dass obwohl die Rohstoffpreise deutlich nachgelassen haben, die Erzeugerpreise zum Vormonat unverändert geblieben sind. Diese wirtschaftshemmenden Entwicklungen spiegeln sich am ehesten anhand des ifo-Geschäftsklimaindexes wider. Nachdem dieser bereits im vorangegangenen Quartal stark gefallen ist, sackte dieser „Sentimentindex“ per November 2008 unbeeinträchtigt weiter auf 85,8 Punkte. Somit befindet er sich weit unterhalb der 100 Punkte Marke, was bedeutet, dass die Befragten damit rechnen, dass sich die Situation im kommenden halben Jahr weiter eintrüben wird.



Quelle: Reuters, Stand 19.12.2008

Die Kaufkraft der Konsumenten hat sich im Vergleich zum Vorquartal nicht sonderlich verbessert. Die vorteilhafte Situation der stark gefallen Rohstoffpreise sollte sich erst im Laufe des kommenden Jahres 2009 vollständig für die Konsumenten auswirken. Trotz der im November 2008 im Vergleich zum Höchststand kräftig gesunkenen Inflation – hauptsächlich verursacht durch die fallenden Preise bei Diesel (-8,5%), Superbenzin (-14,6%) und Heizöl (-2,6%) – auf 1,4% und des dadurch größeren Konsumpolsters, ist der deutsche Einzelhandelsumsatz real gegenüber dem Vormonat weiter um 1,6% nach bereits 1% im September 2008 zurückgegangen. Bestimmt wird der Konsum weiterhin von den aktuellen Negativmeldungen über die Konjunktur und die zu erwartenden Gewinnrevisionen der Unternehmen, die Frage des „sicheren Arbeitsplatzes“. Es ist daher auch nicht verwunderlich, dass sich das Barometer der Gesellschaft für Konsumforschung in Nürnberg (GfK) über die Konjunkturerwartung weiter auf Talfahrt befindet. Im November 2008 sackte der Indikator nochmals um 3,6 Punkte auf -30,1 Zähler ein, was der niedrigste Wert seit Beginn der Erhebungen im Jahr 1991 ist. Den stabilisierenden Eigenschaften eines noch immer robusten Arbeitsmarktes, mit einer Arbeitslosenquote von 7,2% im Oktober 2008, sollte im Laufe der nächsten

Quartale daher nicht mehr die gleiche Gewichtung zukommen. Denn schenkt man dem ifo-Beschäftigungsbarometer Glauben, so beabsichtigen die Unternehmen aufgrund der lahmen Geschäftsentwicklung die Mitarbeiteranzahl etwas zu reduzieren. Ein Hoffnungsschimmer kommt hingegen vom Indikator für die Anschaffungsneigung, der im November 2008 mit 11,5 Punkten die Einbußen vom Vormonat mehr als wettmachen konnte. Zwar weist der Index mit -6,7 Punkten immer noch einen negativen Wert aus, die starke Erholung signalisiert jedoch, dass die Konsumenten davon ausgehen, dass sie ihre Kaufbereitschaft nicht weiter einschränken müssen.

## Teilmarkt Österreich

Österreich steht schon wie im letzten Quartal als Gewinner innerhalb Europas da. Während die BIP Wachstumsraten sowohl der EU mit -0,2% als auch Deutschlands mit -0,5% negativ sind, kann sich Österreich mit einem leicht positiven Wachstum von 0,1% gerade noch auf die positive Seite retten. Dennoch trifft die internationale Konjunkturabflachung die Exportwirtschaft in der Alpenrepublik bereits deutlich. Zwar wird diese durch die stark gefallen Rohstoffpreise leicht unterstützt, den Ausfall kompensieren kann dieser Faktoren aber nicht. Zu groß sind die Ausfälle der Hauptabnehmerländer Deutschland und Italien sowie der osteuropäischen Länder. Die in den ersten acht Monaten durchschnittlich um 3,5% gestiegene Industrieproduktion kann nicht darüber hinwegtäuschen, dass sich diese Branche bereits in einer Abschwungphase befindet. Aufgrund der starken Exportabhängigkeit Österreichs wiegen die sinkenden Auftragseingänge schwer und sind der Hauptgrund, dass die Produktion weiter zurückgefahren wird. Diesen Umstand bestätigt der saisonbereinigte Bank Austria Einkaufsmanager-Index, der im Oktober 2008 auf nur noch 43,6 Punkte gefallen ist und damit den niedrigsten Stand seit sieben Jahren markiert. Wie in Resteuropa auch, fielen im November 2008 im Vergleich zum Vorjahresmonat die PKW als auch die LKW Neuzulassungen deutlich. So reduzierten sich diese um 13,3% bzw. 15,6% respektive.

Daher ist es nicht verwunderlich, dass sich dieser „gebremste“ Zustand auch im Einzelhandel widerspiegelt. Trotz der stark gesunkenen Inflation auf nunmehr 3,1% (Oktober 2008) konnten die Umsätze seit Februar keine positiven Vorzeichen mehr vermelden und in den ersten neun Monaten real lediglich um 0,5% zulegen. Die im September 2008 gemeldete Aufwärtsbewegung muss in diesem Kontext als kurzes Strohfeuer angesehen werden, denn das Konsumentenvertrauen befindet sich auf dem niedrigsten Stand seit zehn Jahren. Auch der in den letzten Quartalen standhafte Arbeitsmarkt gerät selbst immer stärker unter die Räder. Es ist nicht mehr von der Hand zu weisen, dass der Abbau der Arbeitslosigkeit auch in

Österreich an Dynamik verloren hat und von der aktuellen Wirtschaftslage der Unternehmen weiter geschürt wird. So legte laut Arbeitsmarktservice (AMS) die Arbeitslosenrate von Oktober auf November 2008 um ganze 0,9% auf nunmehr 6,2% zu.



Quelle: Reuters, Stand 19.12.2008

## Fazit - Europa

Im 1. Quartal 2009 werden die Marktakteure noch vermehrt den vermeldeten Konjunkturdaten ihre Aufmerksamkeit schenken. Folglich sollten die europäischen Aktienmärkte daher Spielball der Berichterstattung und volatil bleiben. Nachdem sich die EZB nun auch dem globalen Leitzinssenkungstrend angeschlossen hat, bestätigt sie damit, dass die Rettung der Wirtschaft nun oberste Priorität besitzt. Unterstützung findet sie dabei durch die stark zurückgekommenen Rohstoffpreise bzw. der rückläufigen Inflationsrate, was den Handlungsspielraum letztlich enorm ausgeweitet hat. Aufgrund der „Vollbremsung“, die die europäische Wirtschaft im 4. Quartal 2008 hingelegt hat und um dem lahmen Wachstum unter die Arme zu greifen, gehen wir im kommenden Quartal von weiteren Leitzinssenkungen der Europäischen Zentralbank aus. Wie tief die Währungshüter diese letztendlich senken werden, wird hauptsächlich von der Stärke des Abschwungs abhängen.

Schenken wir den offiziellen Meldungen sowohl aus den USA als auch aus Europa Achtung, so befindet sich die US Wirtschaft bereits seit ca. einem Jahr in einer Rezession während Europa gerade erst hineingeschlittert ist. Hieraus wird ersichtlich, dass es Europa nicht gelungen ist sich von der „Weltlokomotive USA“ abzukoppeln, sondern dass der nachlaufende Effekt immer noch Bestand hat. Wie sich diese Erkenntnis letztendlich auf die europäische Wirtschaft niederschlagen wird, hängt in hohem Maße mit den zukünftig geplanten Aktionen (Konjunkturprogramm, Kreditgarantien) der Europäischen Union zusammen. Trotz der im Berichtszeitraum stark eingetrübten konjunkturellen Aussichten für Europa gibt es aber auch Faktoren welche uns veranlassen weiterhin in dieser Region

engagiert zu bleiben. Die stark gefallenen Rohstoffpreise und der damit verbundene Rückgang der Teuerung werden sowohl der Industrie bei den Erzeugerpreisen als auch dem Endverbraucher bei den Energiekosten von Nutzen sein. Die nach wie vor gute fundamentale Situation sowie die in den letzten Jahren erfolgreich durchgeführten Restrukturierungsmaßnahmen vieler Unternehmen, sollte sie etwas resistenter gegen den Abschwung machen. Darüber hinaus sehen wir auf der Konsumentenseite – trotz eines schwächelnden Arbeitsmarktes – aufgrund der gesunkenen Energiepreise und der höheren Sparraten und Rücklagen einen größeren Spielraum für Konsumzwecke.

## Japan

### Performance

Der japanische Aktienmarkt setzte im Berichtszeitraum seinen im Vorquartal eingeschlagenen Trend Richtung Süden unbeirrt fort. Dabei war die Seitwärtsbewegung mit leicht negativer Tendenz von Anfang Juni 2008 leider nur der Anfang einer im 4. Quartal 2008 rasant gestarteten Talfahrt. So konnten sich Nippons Börsen den Geschehnissen in den USA, immer verbreiteter auch in Europa, nicht entziehen und mussten ebenso kräftige Kursverluste in Kauf nehmen wie ihre Pendanten jenseits der japanischen Landesgrenze. Allein der Ausblick auf ein durch Nachfragerückgang stark einbrechendes Wirtschaftswachstum sowie die daraus resultierende Angst, infolge eines Domino-Effekts in eine tiefe Wirtschafts- und Finanzkrise mit hineingerissen zu werden, reichte aus, um die Kurse der Leitindizes an Wert verlieren zu lassen. So erreichte der NIKKEI 225 Index am 27. Oktober 2008 einen 26-Jahres Tiefstand bei 7.162,90 Zählern. Das von der Regierung in Aussicht gestellte Konjunkturprogramm mit einem Volumen von insgesamt 330 Mrd. EUR, die Zinssenkung in den USA und die Gerüchte um ein Nachziehen der Bank of Japan (BoJ) goutierten die Aktienmärkte mit einem Kursfeuerwerk – der NIKKEI 225 legte bis zum 5. November rund 30% an Wert zu. Doch wiederkehrende Nachrichten über schlechtere Gewinnerwartungen der Unternehmen sowie die sich eintrübende Lage am Arbeitsmarkt drückten die Kurse wieder etwas nach unten. Da half auch die Umsetzung der erwarteten Leitzinssenkung der BoJ Ende Oktober 2008 auf nunmehr 0,3% nichts mehr. Seitdem entwickelte sich der japanische Aktienmarkt seitwärts und ignorierte sogar eine zweite Zinssenkung auf nun nur noch 0,1%. Zweifel an der Wirkung dieser eher psychologischen Leitzinssenkung – die Unternehmen Japans können sich bereits sehr günstig refinanzieren – und düstere Prognosen der Währungshüter bereiteten den Händlern eher Sorgen. Somit beendete der NIKKEI 225 Index den Betrachtungszeitraum per

19. Dezember 2008 mit 8.588,52 Punkten und somit ca. 23% tiefer als noch zu Anfang des 4. Quartals 2008.

## Marktgeschehen

Nahezu alle Volkswirtschaften befinden sich aufgrund der US Hypotheken- und Finanzmarktkrise in einer prekären Lage – so auch Japan. Die japanische Wirtschaft ist in diesem Jahr bereits tiefer als gedacht in eine Rezession gerutscht, so dass die ausgewiesenen Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts sowohl für das 2. Quartal 2008 (von -0,9% auf -1,0%) als auch für das 3. Quartal 2008 (von -0,1% auf -0,5%) nachträglich nach unten angepasst werden mussten. Zurückzuführen ist dieser starke Rückgang unter anderem auf den seit Monaten steigenden Außenwert des Yen, der die Importe japanischer Güter teurer und letztendlich unattraktiv macht – Berechnungen gehen bereits davon aus, dass der japanische Außenbeitrag im Jahr 2009 erstmals seit 8 Jahren sinken könnte. Der zweite konjunkturdämpfende Aspekt ist das Wegbrechen des in der Vergangenheit stützenden Exports (per Oktober 2008: -7,7% gegenüber Vorjahreszeitraum) aufgrund der sinkenden globalen Nachfrage, was angesichts der unsicheren konjunkturellen Zukunftsaussichten tendenziell weiterzugehen scheint.



Quelle: Reuters, Stand 19.12.2008

Insbesondere das Nachlassen der globalen Nachfrage bereitet der stark exportorientierten Unternehmerlandschaft Japans großes Kopfzerbrechen. Bereits jetzt ist ersichtlich, dass die Unternehmen mit der Bestellung von Kapitalgütern vorsichtiger und zurückhaltender werden. So konnte für den immer mehr an Bedeutung gewinnenden Handel mit dem Nachbarland China zwar weiterhin ein positives Wachstum im Oktober 2008 vermeldet werden und folgedessen einen Teil des Nachfrageausfalls der großen Volkswirtschaften kompensieren, dennoch waren sie zum ersten Mal seit Mai dieses Jahres wieder rückläufig. Dies schlug sich prompt im Tankan-Index der japanischen Notenbank wieder,

der im 3. Quartal 2008 von -3 auf -24 Punkte zurückfiel und so den pessimistischsten Stand seit sieben Jahren einnahm. In dieses Bild passte auch, dass sich die Industrieproduktion im Oktober 2008 im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 7% verringerte, was beispielsweise die JAL (Japan Airlines) dazu veranlasste, für diesen Winter die Cargo Flüge nach New York einzustellen.

Von Seiten der privaten Haushalte gibt es nicht viel Neues zu berichten. So leiden diese weiterhin unter der schlechten Stimmung im Unternehmerlager, was sich letztlich in einer fehlenden angemessenen Lohndynamik niedergeschlagen und zusätzlich auf die Laune der Konsumenten gedrückt hat. Doch mit dem bereits erwähnten 330 Mrd. EUR schweren Konjunkturprogramm hat Premierminister Aso auch die Konsumenten und privaten Haushalte im Blick. So sollen die Autobahnmaut gesenkt und die Rückzahlung der Hypotheken mit Zuschüssen unterstützt werden. Zusätzlich soll der Konsum durch „Bargeld-Geschenke“ an die Haushalte (ca. 400 EUR für einen vier Familien Haushalt) wieder in Schwung gebracht werden. Hoffnung verbreitet indes der relativ robust gebliebene japanische Arbeitsmarkt. Denn gemessen an der Arbeitslosenquote vom Oktober 2008 befindet sich dieser mit 3,7% in immer noch guter Verfassung – Analysten hatten gar mit einer Ausweitung auf 4% gerechnet. Dies zusammen mit den stark gefallen Rohstoffpreisen – die Inflationsrate ist im Oktober 2008 von ehemals 2,1% auf 1,7% gefallen – lässt hoffen, dass der Konsum nicht weiter einbrechen und eine Entspannung an den Tag legen sollte.

Die Rolle der japanischen Notenbank (BoJ) muss im Vergleich zu den restlichen Währungshütern der großen Volkswirtschaften differenziert betrachtet werden. Denn während diese mit ihren Leitzinssenkungen die Kapitalmärkte beeinflussen können, lässt das ohnehin niedrige japanische Leitzinsniveau kaum Stimulierungen zu. Dennoch senkte die Notenbank die Leitzinsen Ende Oktober und im Laufe des Dezember 2008 um jeweils 0,2 Prozentpunkte auf aktuell 0,1%. Mit diesen Schritten hat sie ihr Pulver weitestgehend verschossen und trotz allem keinen nennenswerten konjunkturellen Impuls generiert. Diese quasi-Nullzinspolitik ist eine absolute Notlösung für die japanische Nationalbank, und sollte eher als konzertierte Aktion im Verbund mit den anderen führenden Notenbanken angesehen werden. Um den Kapitalmarkt nachhaltig zu beeinflussen, muss sie andere Geschütze auffahren, was sie auch bereit ist zu tun. So will die BoJ in Zukunft vermehrt Staatsobligationen und Bonds von Privatfirmen kaufen, um in der japanischen Industrie Liquiditätsengpässe zu vermeiden. Ob dies nun die Unternehmen veranlasst wieder vermehrt Investitionen zu tätigen bleibt abzuwarten, auf jeden Fall zeigt das dezidierte Eingreifen der Notenbank, dass sie allen daran setzen wird, den

Unternehmersektor und die privaten Haushalte tatkräftig zu unterstützen.

## Fazit - Japan

Wie aus den vorangegangenen Ausführungen ersichtlich, ist es Japan ebenfalls nicht gelungen, sich dem globalen Konjunkturabschwung zu entziehen. Gemischte Konjunkturdaten gepaart mit einem nicht anspringen wollenden Konsum, lassen dieses Eiland auf den ersten Blick für ein Investment nicht attraktiv erscheinen. Auf den zweiten Blick sollten die stark gefallenen Rohstoffpreise und das milliardenschwere Konjunkturprogramm sowohl den Unternehmen als auch den Konsumenten wieder etwas mehr Handlungsspielraum für Investitionen vermitteln, was sich letztendlich förderlich auf die Kursentwicklung der Unternehmen auswirken sollte. Wie schnell diese Maßnahmen jedoch umgesetzt werden können bzw. greifen, bleibt heuer abzuwarten.

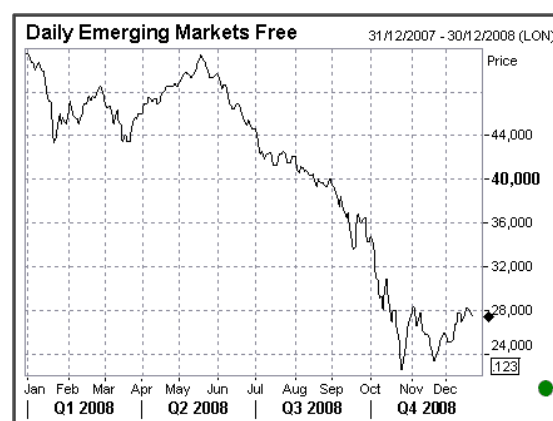
Betrachtet man den japanischen Aktienmarkt genauer, so stellt man fest, dass dieser stärker von „Einheimischen“ getrieben wird als von ausländischen Investoren, die in letzter Zeit vermehrt ihre Investments aufgelöst und in die Heimat zurückverlagert haben. Was andere Aktienmärkte stark unter Druck gesetzt hat, ist in Japan aufgrund der Aktionärsstruktur in abgemilderter Form geschehen und sollte in unseren Augen den japanischen Aktienmarkt auch künftig weiter stützen.

## Emerging Markets

### Performance

Die Schwellenländer-Aktienmärkte wurden wie die übrigen Börsenschauplätze im Berichtszeitraum von den weltweiten, durch Finanzmarktkrise und globalen Rezessionsängsten ausgelösten Turbulenzen deutlich in Mitleidenschaft gezogen. Bei hoher Volatilität kam es per Saldo – insbesondere Anfang Oktober 2008 – zu kräftigen Kursverlusten. So erreichte der für die gesamte Schwellenländer-Region repräsentative MSCI Emerging Markets Free Index per 27. Oktober 2008 mit 454,34 Punkten seinen neuen Tiefstand und verlor somit seit Jahresanfang in der Spitze rund 64%. Die Gründe für den wieder einsetzenden Verkaufsdruck lagen einerseits in den erneuten Hiobsbotschaften aus den USA und Europa. Zu nennen ist in diesem Zusammenhang die prekäre Lage bei der Citigroup, bei den amerikanischen Autobauern GM, Chrysler und Ford, aber auch bei vielen europäischen Instituten wie UBS oder Hypo Real Estate. Andererseits zeigen auch alle jüngst in Asien veröffentlichten wirtschaftlichen Kennzahlen eine erhebliche Abschwächung der dortigen

Konjunktur an, obwohl man bislang angenommen hatte, dass gerade diese sich aufgrund der Abkopplungstheorie ein wenig krisensicherer verhalten sollten. Zuletzt konnte sich eine Erholungsbewegung an den Emerging Market Börsen einstellen, wodurch sich diese von ihren Tiefs wieder ein wenig erholen konnten. So notierte der MSCI Emerging Markets Free Index am Ende des Berichtszeitraums per 19. Dezember 2008 bei 582,06 Punkten. Der für den Teilmarkt Asien repräsentative MSCI EM Asia beendete den Berichtszeitraum mit 246,04 Zähler, während der Index für die lateinamerikanische Region (MSCI Latin America) mit 2.132,49 Punkten und der Index für die osteuropäischen Länder (MSCI EM Europe) mit 259,78 Zählern den Betrachtungszeitraum abschloss.



Quelle: Reuters, Stand 19.12.2008

## Marktgeschehen

### Asien

Die Finanz- und Wirtschaftskrise geht auch an den Zugpferden der asiatischen Schwellenländer, China und Indien, nicht spurlos vorüber. Insbesondere China galt bislang als krisensicher. In einer vor kurzem abgehaltenen Zeremonie in der Großen Halle des Volkes in Peking zum 30. Jahrestag der Einführung marktwirtschaftlicher Reformen, erklärte Präsident Hu Jintao: „Die Reform und Öffnungspolitik legte den theoretischen Grund für das Gedeihen der chinesischen Wirtschaft.“ Dieses Gedeihen scheint mit der Finanzkrise nun abrupt zu enden. Noch vor nicht allzu langer Zeit verkündete die Parteipropaganda, Chinas Wirtschaft könne im Jahr 2009 immer noch um 8% bis 9% wachsen. Doch die Realität sieht anders aus – im kommenden Jahr droht sich das Wirtschaftswachstum zu halbieren. Der Internationale Währungsfonds (IWF) hat bereits vor einem starken Wachstumseinbruch in China gewarnt und prognostiziert der erfolgsverwöhnten Wirtschaft für 2009 nur noch ein Wachstum von 5%. Ursachen hierfür gibt es viele: So stagniert zum einen die wichtige Exportsparte – die

Wachstumsprognose für das Gesamtjahr 2008 stürzte im 4. Quartal 2008 auf 2% ab gegenüber fast 12% aus dem Jahr 2007. Von der Unternehmerseite wurden in diesem Jahr bereits 70.000 Firmenpleiten gemeldet, was die Zahl der Arbeitslosen auf sage und schreibe 30 Millionen ansteigen ließ. Und wie die übrigen Regierungen, versuchen die chinesischen Politiker verzweifelt den Absturz des Landes mit einem 30-Punkte-Plan aufzuhalten. Hierzu gehört unter anderem ein Konjunkturpaket in Höhe von über 1,3 Billionen Euro und das mehrfache Absenken der Leitzinsen.

In Indien könnten die Unternehmensgewinne in den kommenden Monaten noch um 30% bis 40% fallen, was zusammen mit der ohnehin überbordenden Bürokratie des Landes Investoren eher pessimistisch für den weiteren Verlauf der Aktienmärkte stimmen sollte. Gerade die irrwitzige Bürokratie bringt Investoren regelmäßig zur Verzweiflung. Restriktive Gesetze für Auslandsinvestitionen in vielen Branchen sorgen dafür, dass kein rechter Wettbewerb in Gang kommen mag. Zu allem Überfluss halten viele Beamte noch allzu gerne die Hand auf – und nicht nur sie: Während einer Parlamentsdebatte im Juli 2008 präsentierten drei Abgeordnete Geldbündel, mit denen sie von der Regierung bestochen worden seien. Aber wie in China auch, stehen die Chancen gut, dass sich das Land – nicht zuletzt wegen eines ebenfalls geplanten Konjunkturpakets – einer nachhaltigen Wirtschaftseintrübung entziehen könnte. Und auch wenn das Förderprogramm weit unter dem der chinesischen Regierung liegen wird, so hat Indiens Wirtschaft den großen Vorteil, dass sie nur zu 15% vom Export abhängt, wesentlich weniger als China und weniger als fast alle anderen Schwellenländer. Was in Zeiten des Booms ein Nachteil war, kommt Indien nun zugute. Zudem wirken bereits andere Faktoren stimulierend für die Wirtschaft des Landes. Noch im Frühsommer litt Indien wie kaum ein anderes Schwellenland unter den hohen Ölpreisen. Im Gegenzug profitiert es nun ebenso stark vom Einbruch an den Rohstoffmärkten, was die Inflationsrate nach dem Jahreshoch im August 2008 mit 13% auf ein „erträgliches“ Maß von knapp 8% einpendeln ließ und somit der Notenbank nun Spielraum für weitere deutliche Zinssenkungen einräumt.



Quelle: Reuters, Stand 19.12.2008

### Lateinamerika

Seit sich die Finanzmarktkrise zu einer globalen Wirtschaftskrise entwickelt hat, geht es für die Länder Lateinamerikas nicht mehr darum ob, sondern, wie tief sie in den Strudel der globalen Rezession gerissen werden. Die Vereinten Nationen haben ihre Wachstumsprognose für Lateinamerika und die Karibik im Zuge des weltweiten Konjunkturabschwungs schon mehr als halbiert. Die UN Wirtschaftskommission für die Region (ECLAC) rechnet für das kommende Jahr nun nur noch mit einem Anstieg von 1,9% in 2009, nach bislang 4%. Trotz der düsteren Aussichten erwartet die Kommission jedoch in keinem Land der Region eine Rezession. Vor allem in den zwei größten Volkswirtschaften der Region, Brasilien und Mexiko, erwartet die ECLAC in 2009 einen starken Abschwung. Der Weltbank zufolge tragen die beiden Länder gemeinsam mehr als zwei Drittel zur Produktionsleistung der Region bei. Die ECLAC senkte nun ihre Prognose für das BIP-Wachstum Brasiliens im kommenden Jahr auf 2,1% von bislang 4%. In Mexiko halten die UN Experten für 2009 nur noch ein Wachstum von 0,5% wahrscheinlich. Anders als etwa Brasilien oder Argentinien ist das Land durch das seit 1994 geltende NAFTA-Abkommen eigentlich auf Gedeih und Verderb an die USA gebunden. Insgesamt 80 Prozent der mexikanischen Exporte fließen in den nördlichen Nachbarstaat. Das abrupte Ende der über fünfjährigen Wachstumsperiode lässt zudem unweigerlich Erinnerungen an die Finanz- und Wirtschaftskrisen aufkommen, die den Subkontinent in den vergangenen Jahren erschütterten: Die mexikanische Tequila-Krise 1994/95, die brasilianische Währungskrise 1998 und zuletzt die Staatsbankrotte in Argentinien und Uruguay 2001/2002 führten in den betroffenen Ländern zu sozialen Verwerfungen, deren Folgen noch heute sichtbar sind. Die Angst vor Katastrophen, wie sie in vergangenen Krisen zu beobachten waren, scheint indes (noch) unbegründet. Denn anders als während der neoliberal geprägten 90er Jahre haben sich im Zuge der lateinamerikanischen Linkswende die gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen

vieler Staaten erheblich verbessert. So erwies sich die vermeintliche Rückständigkeit des lateinamerikanischen Bankensystems als Glücksfall. Die Verstrickung in das Geschäft mit „innovativen“ Finanzdienstleistungen war relativ unbedeutend. Ein Zusammenbruch des gesamten Bankensystems wie noch während der Argentinien-Krise 2001 könnte demnach ausgeschlossen werden. Zudem ermöglichten die seit 2003 zu registrierenden Leistungsbilanzüberschüsse die Anhäufung teils enormer Devisenreserven. Diese fungieren nun als Rettungsanker angesichts von Währungsabwertung und Kapitalflucht. In Brasilien stützte die Zentralbank den unter Abwertungsdruck geratenen brasilianischen Peso mit rund 50 Mrd. US Dollar. Weitere 34 Mrd. US Dollar wurden bereitgestellt, um Kredite für die unter Kapitalmangel leidende Bau- und Landwirtschaft zu erleichtern. Ohne das in den letzten Jahren ersparte Devisenpolster von über 200 Mrd. US Dollar wären solche Maßnahmen nicht möglich gewesen. Auch Venezuela, dem der niedrige Ölpreis von momentan knapp 40 US Dollar pro Barrel besonders zusetzt, wird aufgrund seiner Devisenreserven vorerst nicht Gefahr laufen, seine bisherigen Sozialprogramme spürbar einschränken zu müssen. Gleichwohl dürften die Petrodollars als politisches Schmiermittel der regionalen Integration vorerst fehlen. Einen Vorgeschmack darauf erhielt jüngst Argentinien. Garantierte Venezuela bisher die Abnahme argentinischer Staatspapiere zu Vorzugspreisen, wird Caracas diesen Luxus vorerst nicht mehr finanzieren können, weshalb Argentinien zum wiederholte Male die Rentenkassen verstaatlichte um so diese Mittel ihr Eigen nennen zu können. Dies geschieht natürlich nur um die Pensionsverpflichtungen der Rentner zu sichern und sie vor zukünftigen Verlusten zu verschonen.



Quelle: Reuters, Stand 19.12.2008

Politisch gesehen sind die Rivalitäten zwischen den aufstrebenden Regionalmächten immer noch zu groß. Vor allem Brasilien und Mexiko konkurrieren um eine Vormachtstellung in der Region. Brasilien strebt vor allem eine weitere Abwendung von den USA an – ein Kurs, der von Venezuela, Ecuador und Bolivien unterstützt wird. Peru und Kolumbien

ihrerseits verfolgen genau das entgegengesetzte Ziel. Und die gemäßigten Regierungen von Chile und Uruguay setzen, vor allem angesichts der Finanzkrise, auf nationale Lösungsansätze. Insbesondere aus Angst, durch die schwächeren Partner aus der Region selbst geschwächt zu werden. In Verbindung mit dem unvermeidbaren wirtschaftlichen Abschwung könnte dieses nicht an einem Strang der Politiker die lokalen Aktienmärkte weiter negativ beeinflussen, was uns dazu veranlasst in unserer Asset Allokation für das 1. Quartal 2009 die lateinamerikanische Region weiter zu meiden.

### Osteuropa

Die internationale Wirtschaftskrise hinterlässt deutliche Spuren auch in Mittel- und Osteuropa. Sie führt aber nach Ansicht des Wiener Instituts für Internationale Wirtschaftsvergleiche (WIIW) zu keiner Rezession – mit Ausnahme der bekannten Fälle wie etwa Ungarn. Die letzte Prognose vom Juli 2008 musste das WIIW aber deutlich nach unten revidieren. So soll sich das Wirtschaftswachstum in den neuen EU Mitgliedstaaten laut Prognose von durchschnittlich 6,3% im Vorjahr auf aktuell 5% verlangsamen – 2009 wird nur mehr mit einem Wachstum von 2,7% gerechnet. Allerdings ist auch die aktuelle Prognose mit großen Unsicherheiten belastet, denn das Wachstumsmodell der vergangenen zehn Jahre in den CEE-Ländern (Central Eastern Europe) beruhte insbesondere auf Kapitalimport. Nur einzelne Länder, wie etwa Polen, Tschechien und die Slowakei konnten sich davon teilweise lösen. Hinzu kommt, dass auch die Nachfrage nach Produkten aus diesen Staaten in der Eurozone, dem wichtigsten Absatzmarkt dieser Länder, stagniert, die Investitionen sinken und der Konsum in den Ländern selbst zurückgeht. Die internationale Finanzkrise hat die Bedingungen für jene Länder, die von internationalen Kapitalgebern besonders abhängig sind, nun drastisch verschärft. So sind etwa die Balkanländer in einer problematischen Phase des Aufholprozesses von der Krise getroffen, denn die hohen CEE-Wachstumsraten der vergangenen Jahre gingen einher mit hohen Leistungsbilanzdefiziten, welche durch ausländische Kapitalgeber finanziert wurden. Trocknen nun diese Geldflüsse aus, wie derzeit durch die massive Repatriierung der Auslandsgelder zu beobachten ist, dann ist dieses Wachstumsmodell nicht mehr aufrecht zu erhalten. Einige Länder wie Kroatien, Bulgarien, Rumänien und Lettland sind bereits jetzt besonders von einem hohen Anteil an kurzfristigen Auslandskrediten betroffen, die sie bald refinanzieren müssten. Einen größeren Einfluss hat die Krise insbesondere in einzelnen exportorientierten Branchen wie etwa Auto- und Autozulieferindustrie – nicht zuletzt aufgrund des Tohuwabohus um die US amerikanischen „Vorzugs-Konzerne“ GM, Chrysler und Ford. Besonders jene Länder, die einen großen

Anteil der Autoexporte an den Gesamtausfuhren haben, wie etwa Polen, wo der Anteil 2007 bei knapp über 20% lag, spüren die Krise besonders stark.

Von diesem markanten Umfeld konnte sich auch der Regionenprimus und unser zuletzt übrig gebliebenes strategisches Investment Russland nicht entziehen. Wegen der Finanzkrise haben sich viele Anleger von dem ehemals prosperierenden russischen Aktienmarkt zurückgezogen. An der Börse in Moskau sind der in US Dollar abgerechnete RTS-Index und der auf den Rubel basierende Micex in diesem Jahr bereits um jeweils weit mehr als 70% abgerutscht.



Quelle: Reuters, Stand 19.12.2008

Betrachtet man die fundamentale Datensituation mit riesigen Infrastruktur-, Konjunktur- und Stützungsprogrammen sowie einer sich auf historisch niedrigen Niveau befindlichen Bewertung des russischen Aktienmarktes, so sprechen diese Faktoren nach wie vor für ein Investment. Doch derzeit häufen sich die Bedenken, dass Russland stärker von der Krise betroffen ist als bislang angenommen oder kolportiert wurde. Denn während die russische Wirtschaft in den vergangenen Jahren Wachstumsraten von durchschnittlich 7% verbuchen konnte, so erwartet man in Russland gemäß einer Studie für 2009 nur noch ein Wachstum von 2,4%, und dies nur falls sich der Ölpreis bei 50 US Dollar je Barrel (159 Liter) über das Jahr hinweg stabilisiert. Das Szenario eines weiter fallenden Preises für das schwarze Gold wäre für die russische Wirtschaft ein Alptraum. Der Druck auf die Zahlungsbilanz könnte schnell an einen Punkt gelangen, an dem sich Russland an internationale Finanzinstitutionen wenden müsste um zu überleben. Wie ernst die Lage ist, zeigt, dass die Regierung in Moskau eine Prognose zurückhielt, wie sich die Konjunktur bei einem Preis von 32 Dollar pro Fass entwickeln würde. Dies lässt viel Interpretationsspielraum zu, und könnte zusammen mit den immer wieder aufkeimenden (geo-)politischen Diskussionen, beispielsweise hinsichtlich eines evtl. Gaslieferstopps in die Ukraine, und einem fortgeführten Abzug von Auslandsgeldern zu einer

nochmaligen Ausweitung der Kursverluste an den russischen Börsen führen. Da diese Risiken derzeit immer stärker zu werden drohen, haben wir uns in der Asset Allokation für das 1. Quartal 2009 entschieden, uns von unserem strategischen Investment Russland zu trennen.

## Fazit – Emerging Markets

Alles in allem sollten trotz der aktuellen weltwirtschaftlichen Misere die langfristigen Trends – eine wachsende Mittelschicht, der Bedarf an einer besseren Infrastruktur, der Trend zu besserer Bildung, die Investitionen in das Gesundheitswesen und den Umweltschutz – die das Wachstum der Schwellenländer in den vergangenen Jahren angetrieben haben, nach wie vor bestehen bleiben. Dennoch sollte in unseren Augen aufgrund der immer noch auf hohem Niveau verharrenden Risikoaversion der Anleger sowie (geo-)politische Risiken die Repatriierung der Auslandsgelder voranschreiten, was in letzter Konsequenz die Emerging Market Aktienmärkte nochmals unter Druck setzen könnte. Aus diesem Grund werden wir in unserer Asset Allokation für das 1. Quartal 2009 die Schwellenländerregion weiter meiden und uns darüber hinaus von unserem strategischen Investment in den russischen Anlagemarkt (siehe Teilkapitel Osteuropa) trennen, die Entwicklung der Emerging Markets aber nach wie vor beobachten.

## Globaler Anleihemarkt

### Performance / Marktgeschehen

#### Staatsanleihen

Noch immer dominiert die grassierende Finanzmarktkrise das Geschehen an den Rentenmärkten und treibt diese zu teils irrationalen Bewegungen. Folglich hat sich die in den vorangegangenen Quartalen gestiegene Unsicherheit der internationalen Investoren auch im aktuellen 4. Quartal 2008 nicht merklich abgeschwächt. Im Gegenteil: Die sich weiter verschlechternden Nachrichten seitens der Finanz- und Konsummärkte sowie die nun offiziellen Bestätigung vieler Regierungen (darunter die USA und Deutschland) in eine per Definition gültige Rezession hineingerutscht zu sein, brachte viele Marktteilnehmer dazu erneut in den sicheren Hafen der Staatsanleihen zu fliehen. Sicherheit scheint in den Augen vieler Investoren weiterhin das Maß aller Dinge zu sein – auch wenn die zu erzielenden Renditen aufgrund der in den Keller „geprägelt“ Leitzinsen alles andere als attraktiv sind.



Quelle: Reuters, Stand 19.12.2008

Die **europäischen Staatsanleihen** folgten auch im 4. Quartal 2008 ihrem im Vorquartal begonnenen Abwärtstrend bei den Renditen, was im Gegenzug die Anleihekurse deutlich nach oben schießen ließ. In unsicheren Zeiten wie diesen scheint diese Assetklasse, auch nach den ersten zwei der drei in diesem Quartal durchgeführten Leitzinssenkungen von ehemals 4,25% auf nunmehr 3,25%, nichts von ihrer Attraktivität verloren zu haben. So erreichten die Kurse für 2jährige Staatsanleihen aufgrund der starken Nachfrage Anfang Dezember 2008 mit 103% ihren bisherigen Höchststand in diesem Jahr. Als die Europäische Zentralbank (EZB) jedoch Anfang Dezember 2008 vorerst zum letzten Mal die Leitzinsen mit 75 Basispunkten (BP) weitaus höher als erwartete reduzierte, brachen die Kurse der kurzfristigen Staatsanleihen auf leicht über 100% massiv ein. Diese starke Senkung der Leitzinsen verdeutlicht, wie ernst die EZB die zukünftige Lage der europäischen Wirtschaft einschätzt und signalisiert dem Anleger, dass sie bereit ist, bei einem sich weiter eintrübenden Ausblick, nochmal an der Zinsschraube zu drehen, wodurch die Anlage wegen der Erwartung noch niedrigerer Renditen unter Verkaufsdruck geriet. Als die US Notenbank dann Mitte Dezember 2008 das erste Mal seit dem zweiten Weltkrieg die Leitzinsen auf ein Niveau zwischen null und 0,25% senkten, reagierten die Märkte für Staatsanleihen erstaunlich verhalten. Während sich die kurzfristigen Staatspapiere wieder leicht erholen konnten – nicht zuletzt aufgrund der Zinsdifferenz zwischen den USA und Europa und des sinkenden US Dollars – behielten die 10-jährigen Pendants ihren Anfang des 2. Quartals 2008 unter hohen Schwankungen eingeschlagenen Aufwärtstrend weiter bei. Zum Ende des Berichtszeitraums per 19. Dezember 2008 notierten die 10jährigen Staatsanleihen mit einem Kurs von 106,34% und damit auf dem höchsten Stand seit Anfang 2008, während die 2jährigen Papiere bei 100,77% notierten.

Einen ganz anderen Kursverlauf als in Europa verzeichneten **US Treasuries**. Obwohl auch die 2jährigen US Staatsanleihen durch die massiven Leitzinssenkungen auf der Renditeseite immer tiefere Niveaus erreichten, pendelten die

Anleihekurse im 4. Quartal 2008 innerhalb einer Bandbreite von 100% und 101% hin und her. Zu diesem Seitwärtstrend führten die erhöhte Nachfrage nach sicheren Papieren aufgrund der sich verschlechternden Konjunkturerwartungen auf der einen Seite und die stetig weiter fallende Rendite auf der anderen Seite. Aber trotz der realen Negativverzinsung die diese kurzfristige Anlage erzielt, parken die Anleger ihre Gelder lieber in einer Schuldverschreibung des Staates als auf einem Konto der Bank. Dies ist ein Beweis, dass das Vertrauen in den US Finanzsektor noch immer geschädigt ist. Die 10-jährigen US Treasuries hingegen, entwickelten sich nahezu wie ihre europäischen Pendants. Sie erlebten seit Mitte November 2008 eine unglaubliche Aufholjagt auf der Kursseite, während die Renditen den Leitzinsen in den Keller folgten. Diese Anleihen genießen momentan die Gunst der Anleger und profitieren von der Erkenntnis, dass die Inflation keine Gefahr mehr darstellt und die Zinsen längere Zeit niedrig sein werden. Zum Ende des Berichtszeitraums notierten die kurzfristigen und die langfristigen US Staatsanleihen bei 100,88% bzw. 114,84% respektive.

#### Fazit - Staatsanleihen

Auch im 1. Quartal 2009 sollten die Staatsanleihen weiterhin im Fokus der Anleger stehen. Solange nicht endgültig die Unsicherheit aus dem Markt verschwindet und das Vertrauen in das Finanzsystem wieder hergestellt ist, könnten die Staatsanleihen immer wieder als Hort der Sicherheit dienen. Die US Notenbank hat mir ihrem nahe „Null“ liegenden Leitzinsniveau in diesem Bereich bereits ihr Pulver verschossen, so dass im kommenden Jahr die Augen vermehrt nach Europa gerichtet sein werden, wo noch weitere Leitzinssenkungen nicht ausgeschlossen sind. Dies sollte dann die europäischen Staatstitel entsprechend bewegen, während in den USA die hohe Staatsverschuldung und die Notwendigkeit der Finanzierung derselben für Kursbewegungen der Treasuries sorgen sollte.

#### Unternehmensanleihen

Während bei den Staatsanleihe-Renditen täglich neue Tiefstände getestet werden, hat unter anderem die Existenzkrise der amerikanischen Autohersteller die Renditen von Unternehmensanleihen auf neue Rekordwerte steigen lassen, auch in Europa. Die Unsicherheit über die erhoffte staatliche „Rettung“ von Ford, Chrysler und General Motors hat die Furcht vor einer Kettenreaktion geschürt, wodurch die Preise der Unternehmensanleihen stark unter Druck geraten sind. Wer also angesichts der aktuellen negativen Markterwartungen in Unternehmensanleihen investieren will, kann selbst von Zinstiteln altherwürdiger Unternehmen wie BMW oder Daimler erwarten, dass sie jährliche

---

Renditen von 6% bis 9% abwerfen. Eine Metro konnte beispielsweise nur noch den Kapitalmarkt anzapfen, indem es einen Kupon von mehr als 9% angeboten hat. Dies gilt natürlich nur, sofern auch in Zukunft genügend Geld für Zins und Tilgung in der Kasse sein wird und darüber scheint es mehr als Zweifel zu geben, was der Itraxx-Crossover Index<sup>2</sup> deutlich aufzeigt. In den vergangenen Tagen ist dieses Krisenbarometer auf fast 1.000 Punkte gestiegen, was bedeutet, dass die Absicherung der Forderung bei einer Laufzeit von fünf Jahren durchschnittlich 11% der versicherten Summe im Jahr kostet. Wer solche Preise für Sicherheit zahlt, befürchtet, dass mindestens 30 der 50 Unternehmen in den kommenden fünf Jahren insolvent sein müssen. Selbst bei einem erwarteten Forderungsrestwert von nur 20% an Stelle der 40%, liegt die befürchtete Ausfallrate immer noch bei 25 von 50 Unternehmen. Zum Vergleich: Die bisher höchsten Ausfallraten wurden Anfang der neunziger Jahre gemessen, als 30% der finanzschwachen Anleiheschuldner innerhalb von fünf Jahren Pleite gingen. Heute geht es dabei um namhafte Firmen: im Itraxx-Crossover Index sind derzeit DAX Werte wie TUI und Infineon ebenso vertreten wie Heidelbergzement und Fresenius.

#### **Fazit - Unternehmensanleihen**

Auf den ersten Blick scheint die eine oder andere Unternehmensanleihe attraktiv, aber der obige Index zeigt klar, dass die professionellen Investoren mit einer Wahrscheinlichkeit von mehr als 50% Zahlungsausfälle erwarten. Ein Engagement in dieser Anlageklasse drängt sich daher aus Chance-Risiko-Gründen heute nicht auf.

#### **Emerging Market Anleihen**

Obwohl viele Schwellenländer in den letzten Jahren ihre makroökonomische Entwicklung voranbringen und auf steigende Währungsreserven sowie verbesserte Leistungsbilanzen verweisen konnten, leiden diese Länder immer noch unter der hohen Abhängigkeit der etablierten Volkswirtschaften – allen voran unter der Abhängigkeit der Auslandsgelder. Da diese Geldquelle aber, wie in der Vergangenheit gesehen, ungeachtet der makroökonomischen Lage aufgrund gestiegener Risikoaversion oder zwecks Ausgleich von Verlusten an anderer Stelle nicht nur zunehmend versiegt, sondern bereits hereingeflossene Gelder wieder abgezogen wurden, sind sowohl die Anleihekurse als auch die Währungen selbst in den Emerging Markets im 4. Quartal 2008 signifikant gefallen. Ein Trend der in unseren Augen tendenziell weitergehen sollte. Auch verlieren die vormals interessanten Zinsniveaus in den Schwellenländern infolge der auch in diesen

Regionen zunehmenden Leitzinssenkungen vermehrt an Attraktivität, was ein Investment in Emerging Markets Anleihen aus heutiger Sicht nicht mehr unbedingt rechtfertigt.

#### **Fazit – Emerging Market Anleihen**

Die Emerging Markets können sich den Geschehnissen an den Kapitalmärkten sowie den Irrationalitäten der Marktakteure nicht entziehen. Die fallenden Rohstoffpreise werden viele Schwellenländer negativ beeinflussen und zu drastischen Maßnahmen greifen lassen. Die Verweigerung Ecuadors, fällige Kuponzahlungen trotz vorhandener Währungsreserven zu bedienen, verdeutlicht wie „Investorfeindlich“ diese Region in unsicheren Zeiten reagieren kann. Bleiben die Rohstoffpreise bei einem konstant niedrigen Niveau, werden etliche Schwellenländer ihren Haushalt nicht weiter konsolidieren können und wieder in ein Defizit fallen. Es ist dann nur noch eine Frage der Zeit, wann nationale Interessen den internationalen Verpflichtungen überwiegen. Es darf nicht vergessen werden, dass Schwellenländer-Anleihen nicht zu unrecht als Risikopapiere eingestuft werden. Die unsicheren Aussichten über den weiteren Verlauf der Krise und die Auswirkungen auf die Schwellenländer (BIP, Rohstoffpreise, Währungen, Zinsen) veranlassen uns, wie schon im letzten Quartal, uns dieser Assetklasse weiterhin fern zu halten.

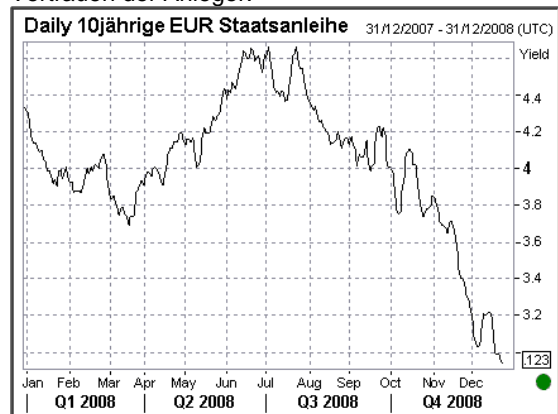
#### **Fazit – Globaler Anleihemarkt**

Die im kommenden Quartal zu erwartende konjunkturelle Abschwächung wird die Unternehmen auf der Gewinnseite und die Regierungen auf der Ausgabeseite belasten. Dadurch sollte die Volatilität auch in diesem Marktsegment weiterhin auf hohem Niveau verharren. Aufgrund des drastischen Wirtschaftsabschwungs und den deutlich gefallen Rohstoffpreisen, drohen High Yield und Emerging Markets Anleihen immer riskanter zu werden. Das Rendite / Risiko Profil ist nicht mehr so attraktiv wie noch in den vergangenen Quartalen. Profiteur von der anhaltenden Risikoaversion der Anleger sollten daher weiterhin defensivere Anlagen wie Staatsanleihen sein, weshalb wir diese im Rahmen unserer Handelstrategie (Fokussierung auf kurze und lange Laufzeiten) in unserer Asset Allokation für das 1. Quartal 2009 bestätigen. Gefahrenpotenzial gibt es aber auch hier von Seiten der weiteren Zinspolitik – allen voran die der EZB. Obwohl bereits vielerorts klar ist, dass die europäische Notenbank den Leitzins nochmals absenken wird, ist die Reaktion an den Anleihemärkten – wie bei der jüngsten Zinssenkung zu beobachten war – ungewiss. Nichtsdestoweniger genießt diese Anlageklasse aufgrund der immer noch hohen Unsicherheit am Markt und der schweren Prognostizierbarkeit der weiteren

---

<sup>2</sup> Der Index spiegelt die durchschnittlichen Kosten für die Absicherung von Forderungen gegen 50 europäische finanzschwache Schuldner wider.

weltwirtschaftlichen Entwicklung immer noch das Vertrauen der Anleger.



Quelle: Reuters, Stand 19.12.2008

## Rohöl

### Preisentwicklung/Marktgeschehen

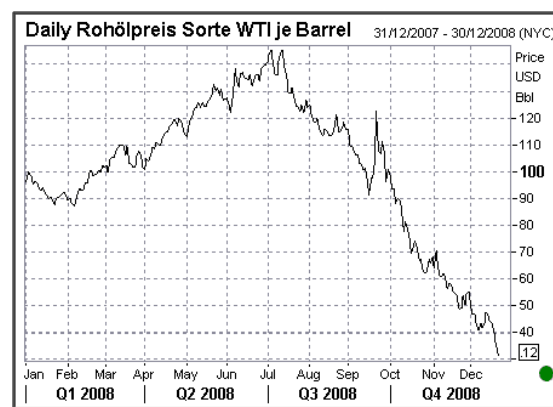
Seit seinem absoluten Hoch im Juli 2008 (146,10 US Dollar je Barrel<sup>3</sup>) hat sich der Rohölpreis der Sorte Brent in einer beeindruckenden Konstanz mehr als halbiert und erreichte sein Jahrestief am 4. Dezember 2008 bei 42,20 US Dollar je Barrel. Den Preisverfall vermochte auch die am 24. Oktober 2008 beschlossene Fördermengenkürzung der OPEC<sup>4</sup> mit Wirkung zum 1. November 2008 um 1,5 Mio. Barrel pro Tag (auf 27,3 Mio. Barrel pro Tag) nicht umzukehren – zu stark sind die weit verbreiteten Rezessionsängste in den Köpfen der Marktteilnehmer. So gilt der erneute Beschluss der OPEC vom 17. Dezember 2008, die Fördermenge um weitere 2,2 Mio. Barrel pro Tag zu kürzen, nur als eine Stützungsmaßnahme von vielen um den Rohölpreis nicht gänzlich kollabieren zu lassen. Die Wirksamkeit einer Preisdiktatur wie diese wurde schon in der Vergangenheit oftmals skeptisch betrachtet, da der erhoffte Effekt nicht immer eingetreten ist. Fraglich ist auch inwieweit die Förderdisziplin aufrechterhalten werden wird. Denn bei einigen Förderländern stellt mit Blick auf den Staatshaushalt, der auf Basis eines höheren Ölpreises kalkuliert ist, das jetzt niedrigere Preisniveau bereits ein größeres Problem dar, so dass die Versuchung einzelner Mitgliedsstaaten groß sein dürfte, den Preisrückgang durch eine gesteigerte Liefermenge auszugleichen. Das Ergebnis: Das Öl-Angebot bleibt auf einem Niveau, das einer wachsenden weltweiten Nachfrage gerecht wird, während diese schon längst kräftig schrumpft. Ein Zeichen hierfür ist, dass der Preis für Öl zur sofortigen Lieferung mit einem starken Abschlag zum Terminpreis gehandelt wird, was Anreize für Lagerhaltung schafft. Interessant ist in

<sup>3</sup> 159 Liter

<sup>4</sup> Organization of the Petroleum Exporting Countries = Organisation erdölexportierender Länder

diesem Zusammenhang, dass sich beispielsweise Shell oder BP diese Marktsituation zu Nutzen machen und Tanker auf hoher See als schwimmende Depots vor Anker liegen lassen.

Auch die anhaltende Flucht aus risikoreicheren Investments dürfte die Abwärtsbewegung bei Rohstoffen, allen voran des Öls, im 4. Quartal 2008 sicherlich noch beschleunigt haben. So waren institutionelle Anleger – wie schon im 3. Quartal 2008 – aufgrund von Verlusten auf anderer Seite offenbar dazu gezwungen, liquide Assets (wie z.B. Öl oder Gold) aufzulösen, um für Liquidität zu sorgen bzw. um angehäuften Verbindlichkeiten glattzustellen. So ist die Positionierung der Rohöl spekulanten an der NYMEX<sup>5</sup> zwar als neutral anzusehen, aber die Anzahl der offenen Rohölfuturekontrakte befindet sich auf dem niedrigsten Stand seit Juli 2006, was wiederum die Knappheit von Liquidität und den Abzug von Mitteln aus dem Rohstoffbereich verdeutlicht.



Quelle: Reuters, Stand 19.12.2008

Aktuell stabilisiert sich der Ölpreis im Bereich von rund 45 – 50 US Dollar pro Barrel, dennoch ist das schwarze Gold, wie auch die meisten anderen Rohstoffe, derzeit Spielball der internationalen Finanzmarktkrise und der Sorgen um die weitere globale Wirtschaftsdynamik. Zum Ende des Berichtszeitraums per 19. Dezember 2008 notierte der Preis der Sorte Brent bei 43 US Dollar je Barrel und somit so „günstig“ wie seit Anfang 2005 nicht mehr.

### Fazit - Rohöl

Vorerst dürfte die schwache Nachfrage im Fokus bleiben und das Marktgeschehen beim Öl dominieren. Erst wenn die Finanzmarktkrise abklingen bzw. die Konjunktur in den wichtigen Industrieländern im späten Verlauf des nächsten Jahres wieder Tritt fassen sollte, könnte die Ölnachfrage wieder zunehmen. Bis dahin dürfte der Preis des schwarzen Goldes, wenn auch stark volatil, auf dem derzeitigen niedrigen Niveau verharren und in letzter Konsequenz dazu führen,

<sup>5</sup> New York Mercantile Exchange = größte Terminbörse für Energie und Edelmetalle in Nordamerika

dass geplante Instandsetzungen bzw. Investitionen in die Förderung und Raffineriekapazitäten auf Eis gelegt werden. Daher könnte es am langen Ende der Zeitschiene zu Angebotsengpässen kommen oder zumindest zu größeren Ängsten davor, was sicherlich wieder Preis treibend wirken könnte.

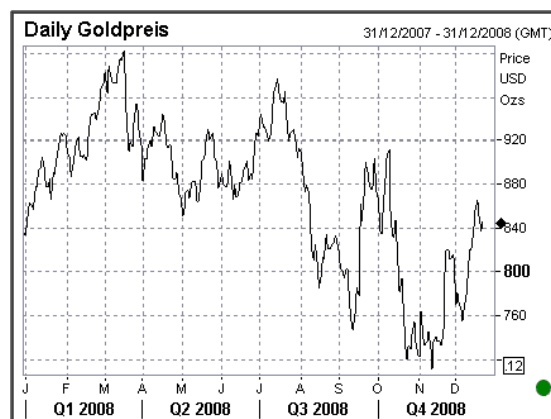
## Gold

### Preisentwicklung/Marktgeschehen

So wie es derzeit scheint, hat das gelbe Edelmetall seinen Nimbus als sicherer Hafen in Krisenzeiten eingebüßt. Denn während der Goldpreis noch im März 2008 sein Allzeithoch mit 1.033,90 US Dollar je Feinunze (31,1 Gramm) erklommen hatte, verzeichnete das gelbe Edelmetall in der Folgezeit erhebliche Wertverluste. In der Spitze erreichte der Goldpreis einen Tiefstkurs (24.10.2008) seit Jahresbeginn 2008 von 680,50 US Dollar, was einem Rückgang vom Allzeithoch von ca. 34% entspricht. Und das, obwohl die Probleme der weiterhin grassierenden Finanzmarktkrise mit den zunehmenden konjunkturellen Eintrübungen der großen Industrienationen nicht gerade kleiner geworden sind.

Was war also die Ursache für den Wertverlust? Spricht doch die fundamentale Situation unter anderem mit einem weiteren Rückgang der jährlichen Förderquoten, der traditionellen Stärke des gelben Edelmetalls in der 2. Jahreshälfte und der gestiegenen Nachfrage nach physischem Gold nach wie vor für einen steigenden Goldpreis. Insbesondere die im 3. Quartal 2008 um 121% auf 232 Tonnen gegenüber dem Vorjahreszeitraum deutlich gestiegene Nachfrage aus dem Privatsektor sowie der Kauf von 150 Tonnen von Seiten der Exchange Traded Funds (ETFs) im selben Zeitraum, hätte gemäß dem Angebot-Nachfrage-Prinzip eine deutliche Wertsteigerung des gelben Edelmetalls hervorrufen müssen.

Verantwortlich für diese paradoxe Entwicklung im 4. Quartal 2008 war wie schon im vorangegangenen Quartal der Einfluss der Hedge-Fonds. Diese sind in der Vergangenheit teilweise extreme Wetten eingegangen und so derzeit, nicht zuletzt aufgrund ihres Einsatzes von zusätzlichem Fremdkapital zur Ertragsoptimierung, zu den „Bestimmern“ des aktuellen Börsengeschehens avanciert. Infolge der andauernden Korrekturen an den Rohstoff- und Aktienmärkten mussten viele Hedge-Fondsmanager liquide und/oder evtl. in der Gewinnzone liegende Portfolio-Positionen (z.B. Gold) liquidieren um Verluste an anderer Stelle auszugleichen und um nicht selbst in Schieflage zu geraten. Durch diese massive Flutung der Märkte an Goldbeständen wurde der Preis des Edelmetalls weiter in den Keller gedrückt, obwohl die bereits erwähnte fundamentale Situation des Goldes eigentlich das Gegenteil impliziert.



Quelle: Reuters, Stand 19.12.2008

Nicht gerade förderlich für einen steigenden Goldpreis war zudem die Entwicklung des US Dollars. Ungebrochen ist das „Gesetz“, dass sich der Wert des gelben Edelmetalls bei einem stärker werdenden US Dollar verringert und umgekehrt. So verzeichnete das Gold angesichts eines erstarken US Dollars in der ersten Hälfte des 4. Quartals 2008 zusätzliche Wertverluste, während die erneute Abschwächung des Greenbacks gegen Ende des Quartals wieder für einen steigenden Preis des gelben Edelmetalls sorgte<sup>6</sup>. Gegen Ende des Berichtszeitraums per 19. Dezember 2008 notiert der Goldpreis mit einem Schlusskurs von 836,85 US Dollar je Feinunze fast auf dem Niveau von Ende 2007 – so, als wäre zwischenzeitlich nichts gewesen.

### Fazit – Gold

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass Gold unter kurzfristigen Gesichtspunkten etwas von seinem Glanz als sicherer Hafen verloren hat. Unter mittel- bis langfristigen Gesichtspunkten bleiben die Aussichten für das Edelmetall aus fundamentaler Sicht nach wie vor gut. Vor allem die starke Ausweitung der Geldmenge in den USA dürfte ein entscheidender Faktor sein, der im kommenden Jahr für neue Hochs beim Goldpreis sorgen könnte.

Nichtsdestoweniger zeigt die Entwicklung des gelben Edelmetalls in den vergangenen zwei Quartalen, dass ungeachtet der fundamentalen Situation weitere signifikante Einflussgrößen für den Verlauf des Goldpreises bestimmend sind. Da die Größenordnungen eben jener Faktoren derzeit nicht genau bestimmbar sind, bleiben diese als Risikovariablen bestehen und könnten wie in jüngster Vergangenheit gesehen zu einer konträren Entwicklung des Goldpreises führen.

<sup>6</sup> Detaillierte Informationen zum Verlauf des US Dollars: siehe Kapitel „US Dollar / Euro“

---

## Schlussfolgerung

Wie aus den vorangegangenen Ausführungen zu entnehmen ist, so gibt es aus makroökonomischen Gesichtspunkten heraus nur wenige Anlageregionen, die derzeit für ein Investment interessant erscheinen. Aber lassen wir die aktuell marode Wirtschaftslage außen vor, so wird deutlich, dass die Regierungen und Notenbanken weltweit alles daran setzen werden und auch schon gesetzt haben, die Konjunkturlaute so schnell wie alsbald möglich zu verlassen – die einen mehr, die anderen weniger. So sprechen die bereits getroffenen Maßnahmen dafür, dass die Konjunktur – allen voran die der Wirtschaftslokomotive USA – im späten Jahresverlauf 2009 wieder anspringen könnte. Diese Einschätzung hat der Internationale Währungsfonds (IWF) in seinem kürzlich veröffentlichten Bericht nochmals untermauert. In der Folge sollten sich so auch die internationalen Aktienmärkte wieder zunehmend stabilisieren und letztlich die Investoren wieder aus dem Tal der Tränen führen, weshalb sich daher die eingangs aufgeworfene Frage in Verbindung mit dem Faktor Zeit aus unserer Sicht mit einem klaren Ja beantworten lässt.

In diesem Zusammenhang und dem Wissen, dass die Börsen historisch gesehen eine wieder anspringende Konjunktur mit steigenden Aktienkursen zeitlich vorweg nehmen, so könnte dies aus Investitionsgesichtspunkten zu einem erheblichen Timing-Problem führen. Denn wann die Aktienkurse wieder anfangen werden zu steigen, vermag niemand zu wissen. Dass sie aber steigen werden und dass sie deutlich steigen werden, steht außer Frage. Bis dahin sind weitere Kursrückschläge an den internationalen Aktienmärkten infolge weiter negativer Wirtschaftsmeldungen und neuerlicher, noch unentdeckter Vorkommnisse à la Madoff natürlich nicht ausgeschlossen.

***Bitte denken Sie daran, dass eine vergangenheitsbezogene Performance kein Garant für zukünftige Ergebnisse ist, und dass Renditen aus Investitionen sowie Werte mit sich ändernden Marktbedingungen schwanken. Investitionen in internationale und aufstrebende Märkte können zusätzliche Risiken wie etwa Währungsschwankungen und politische Instabilität beinhalten.***

Das Team von Geisselhofer & Partner steht Ihnen jederzeit für Fragen 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.