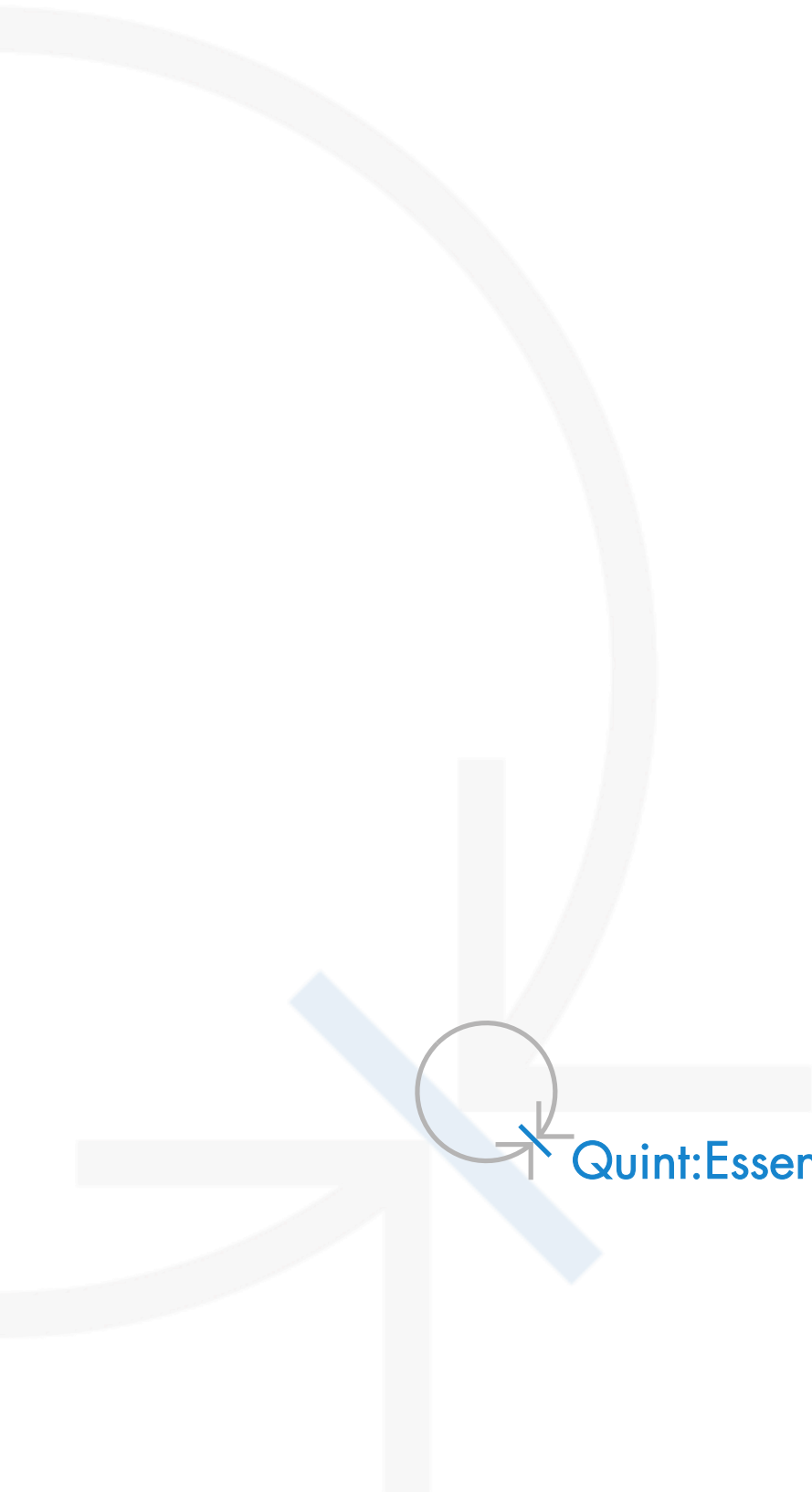


# Die Quint:Essence-Sicht der Weltwirtschaftskrise



Quint:Essence Capital

## Inhaltsverzeichnis

<b>Die Vorboten der Krise</b>	<b>3</b>
Die unendliche Vielfalt . . . . .	3
Morningstar, der kommerzielle Navigator durch Anlageprodukte . . . . .	3
Derivatevolumen 10-fach über der Realwirtschaft . . . . .	3
Rohstoffboom und -baisse . . . . .	3
Wie kann das den hochkarätigen Finanzexperten passieren? . . . . .	4
Die exorbitanten Gehälter und Bonussysteme . . . . .	4
<b>Aus Erfahrung nicht gelernt</b>	<b>5</b>
Was die Finanzkrise mit Goethe und Tucholsky verbindet . . . . .	5
Die Weltfinanzkrise beginnt als Subprime-Krise Mitte 2007 mit der UBS . . . . .	5
G3-Zentralbanken fluten über 2.000 Mrd. US-\$ . . . . .	5
Die Weltaktienkapitalisierung schmilzt rapide . . . . .	6
Die Verlierer . . . . .	6
Die Gewinner . . . . .	8
<b>Die Quint:Essence: Wie es weitergeht.</b>	<b>9</b>
Wann ist der Boden erreicht? . . . . .	9
Wiederholt sich 1929? . . . . .	9
Von der Weltfinanzkrise zur Weltrezession . . . . .	9
Wer sich erholt, wer auf der Strecke bleibt . . . . .	10
Rezessionsängste und Gelegenheiten am Aktienmarkt . . . . .	12
Auswege aus der Krise . . . . .	12

## Die Verbote der Krise

### Die unendliche Vielfalt

Die explosiv ansteigende Anzahl der Finanzprodukte zeigte sich schon als Vorbote der Finanzkrise. Zum Jahresultimo 2007 wurden allein in Deutschland nach dem Jahresbericht 2007 des Deutschen Derivate Verbandes 164.785 unterschiedliche Anlage- und Hebelprodukte registriert. Die Frage ob diese Vielfalt mehr oder weniger Sicherheit bietet, eine erfolgversprechende Anlagestrategie zu entwickeln, beantwortet die aktuelle Marktentwicklung 2008 klar mit Nein. Ohnehin scheinen nur Anleger in Deutschland und angrenzenden Ländern an der Anlageform "Zertifikate" ein Interesse zu besitzen. Andere Länder, insbesondere die angelsächsischen Länder und Japan, kommen meist mit Investmentfonds und Direktanlagen aus. Es muss die kritische Frage erlaubt sein, ob die Ausgabe von Zertifikaten vielleicht nur eine profitable Marketingidee von Finanzdienstleistern war? Diese Vermutung wird aktuell von vielen Kritiker geteilt.

### Morningstar, der kommerzielle Navigator durch Anlageprodukte

Um überhaupt einen Überblick über die Vielzahl der Anlageformen und -produkte zu behalten, bedarf es zwischenzeitlich darauf spezialisierter Gesellschaften. So prüft die Wertpapieranalysegesellschaft Morningstar [6] weltweit laut ihres Jahresreportes 2007 nicht weniger als 265.000 Anlageprodukte jährlich. Darunter befinden sich einem breiten Anlagepublikum zugängliche

- 32.304 Investment-Fonds
- 7.702 Hedge-Fonds
- 1.421 Exchange Trading Funds (ETF)-Fonds.

Viele dieser Anlageprodukte sind selbst von Fachleuten kaum voneinander zu unterscheiden und auch bei den als kostengünstig einzustufenden ETFs, welche in der Regel einen Index mehr oder weniger passiv abbilden, ist eine Anzahl von über 1.000 Produkten schon in einer fragwürdigen Dimension. Um die wichtigsten Indizes und Trends abzubilden reichen weltweit weniger als 100.

### Derivatevolumen 10-fach über der Realwirtschaft

Alle Welt spricht im Zusammenhang mit der derzeitigen Finanzkrise von Derivateprodukten und dem angeblichen

Jahr	2003	2004	2005	2006	2007
Insgesamt	197	257	298	414	596
davon Währungsspekulation	24	29	31	40	56
davon Zinsspekulation	142	191	212	292	393
davon CDS Credit Default Swaps	2	6	14	28	58
davon Rohstoffspekulation	1	1.5	5	7	9
Sonstige	28	29.5	36	47	80

Tabelle 1: Weltweites Derivatevolumen in Billionen US-\$ [5].

toten Markt dieser Produkte. Aber was sind Derivate eigentlich? Derivate (von lat. derivare = ableiten) sind – einfach ausgedrückt – Wetten auf spezifische Entwicklungen wie zum Beispiel steigende oder fallende Kurse einer Aktie oder eines Indizes. Mit kleinem Einsatz kann ein Investor, der in Derivaten engagiert ist, riesige Gewinne machen – oder aber enorme Verluste, meist ohne Begrenzung. Laut der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in Basel (BIZ) [5] belief sich der Wert aller Derivate-Papiere Ende 2007 auf 600 Billionen US-\$. Dies ist zehnmal so viel wie der Wert aller Waren und Dienstleistungen, die in einem Jahr weltweit erzeugt werden. Mit einer solchen Dimension hat sich der Derivate-Markt mehr oder minder vollständig von den zugrunde liegenden realwirtschaftlichen Entwicklungen abgekoppelt und zu einem "Spiel ohne Grenzen" entwickelt. Nur am Rande sei erwähnt, dass dieser Markt – entgegen aller Behauptungen – nach wie vor quicklebendig und quasi verselbstständigt sein Leben führt. Denn auch in der jetzigen Krise werden Wetten auf die zukünftigen Entwicklungen einzelner Werte, Indizes, Währungen, Rohstoffe, etc. mit weiter steigenden Volumina abgeschlossen und angenommen.

### Rohstoffboom und -baisse

Auch die Rohstoffpreise sind angesichts nachlassender Spekulationen und Rezessionsängsten fast ausnahmslos eingebrochen. Der marktweite Dow Jones/AIG-Index<sup>1</sup>, in dem jeweils zu einem Drittel Energie, Metalle und Agrar enthalten sind, ist von Juni 2008 bis Dezember 2008 um mehr als zwei Drittel eingebrochen. Stellvertretend für viele Rohstoffpreise kann der Ölpreis betrachtet werden: Die aktuelle Ölpreisentwicklung ist repräsentativ für das ganze Rohstoffsegment. Selbst Gold – in Krisenzeiten immer als

<sup>1</sup>ISIN: XC0005999484

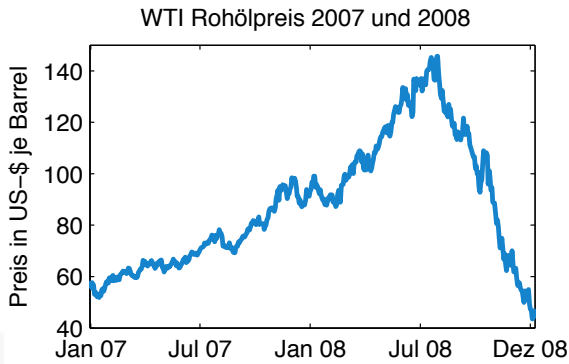


Abbildung 1: Rohölpreis 2007/2008.

„sicherer Hafen“ empfunden – ist günstiger geworden als noch im Sommer 2008. Auf dem aktuellen Niveau scheint eine Weltrezession eingepreist zu sein.

Welche Richtung die wirtschaftliche Entwicklung weltweit nimmt, werden die so genannten Schwellenländer bestimmen. Aus diesen Ländern stammt mehr als 75% des Nachfragewachstums, wobei China einen Anteil von circa 2 Dritteln besitzt. Deshalb besitzt die weitere Wachstumsrate Chinas entscheidende Signalwirkung.

## Wie kann das den hochkarätigen Finanzexperten passieren?

Wie kann dies alles vor den Augen vermeintlicher Finanzexperten passieren? Leider ist auch im aktuellen Umfeld häufig die Rede davon, was die so genannten „Experten“ meinen. Hierzu schreibt die FAZ [16] in „Die 30-Sekunden-Problemlöser“: Fachleute gibt es viele. In den Medien tauchen aber immer wieder diesselben Gesichter auf: jene, die in wenigen Sätzen Probleme erklären und lösen können. Ihre offensichtliche Popularität steigt dadurch, ihr Ansehen unter den Kollegen nicht. Unisono sind die Zitate der Experten eine Erklärung was geschehen ist. Die Lösungsansätze werden immer wieder neu formuliert und hören sich auch schlüssig an, sind jedoch als Basis für Anlageentscheidungen weitgehend ungeeignet.

Der Nutzwert ist leicht einzuschätzen, wenn man sich die Prognosen dieser vermeintlichen Experten in der Vergangenheit erneut anschaut. Die Fehleinschätzung liegt bei über 50%.

Dazu passen die Zitate nachfolgender Ökonomen:

**Friedrich August von Hayek** 1899-1992, Nationalökonom und Nobelpreisträger hinterließ uns das Zitat: *Die eigentliche Aufgabe der Ökonomie besteht darin, dem Menschen vor Augen zu führen, wie wenig er über das weiß, was er meint planen zu können.*

**Benoît Mandelbrot** geb. 1924, Prof. Yale University bis 2005, Autor des Buches: *Die fraktale Geometrie der Natur* und Mitbegründer der Chaostheorie: *An den Finanzmärkten geschieht das scheinbar Unwahrscheinliche ständig. Meine Einsichten beeinflussen einige der mathematischen Modelle mit denen Händler Optionspreise festsetzen und Banken Risiken bewerten ... ob sie Erfolg haben oder scheitern berührt meine finanziellen Interessen nicht. Ich bin Wissenschaftler, kein Geldmensch. Aber ich wünsche ihnen viel Glück. Ich hoffe, dass man mit meinen Erkenntnissen besser versteht, wie die Grundsätze der Finanzmärkte funktionieren, und weiß welches großes Risiko wir eingehen, wenn wir unser Geld den Launen des Glücks überlassen.*

**Robert M. Solow**, amerikanischer Nobelpreisträger der Wirtschaftswissenschaften von 1987, vergleicht die Tätigkeit eines Ökonomen mit der eines Klempners: *Wir fragen unseren Klempner nicht, wann die Toilette zusammenbricht. Von ihm wird erwartet, dass er versteht, weshalb die Toilette nicht mehr funktioniert. Dementsprechend können Ökonomen zwar versuchen, eine Krise zu prognostizieren, aber wichtig ist ihre Analyse. Sie ist das entscheidende Kriterium für die Qualität eines Wissenschaftlers.* Solow gibt als Empfehlung für ein erfolgreiches Investment: **eine unabhängige, solide Beratung**. Der Investor müsse realisieren, dass ein individuelles Engagement nicht erfolgreich sei.

Was sind also die Lehren aus der derzeitigen Situation: Wichtiger denn je sind Abläufe an den Finanzmärkten schnell nach einem systematisch disziplinierten und über längere Zeit angewandten Ansatz zu

- analysieren,
- kategorisieren,
- und priorisieren.

Daraus müssen unmittelbar Handlungen abgeleitet werden, um Stabilität und Ruhe zu bewahren zur Vermeidung von hektischem, unkontrolliertem und somit wirtschaftlich meist nachteiligem Handeln.

## Die exorbitanten Gehälter und Bonussysteme

Ein letzter Punkt, der die derzeitige Marktlage ermöglichte, sind wohl die exorbitant gestiegenen Gehälter und Bonussysteme vieler bestimmender Marktteilnehmer. In den USA stiegen die Vorstandsgehälter in den Jahren 2001 bis 2008 im Vergleich zum Durchschnittsgehalt der Mitarbeiter von 40:1 auf über 400:1. Erfolgsabhängige Vergütungen – fast ohne Limit – schürten die Hast nach schnellen

Gewinnen, für deren Erzielung ebenso hohe Risiken eingegangen wurden. Ein Beispiel: Der US-Hedgefondsmanager John Paulson vereinnahmte noch 2007 eine erfolgsabhängige Vergütung in Höhe von 3,7 Milliarden US-\$. Solche Anreize verstellten den Unternehmenssinn für nachhaltiges und langfristiges Wachstum und angemessene Rentabilität.

## Aus Erfahrung nicht gelernt

### Was die Finanzkrise mit Goethe und Tucholsky verbindet

Wie in dem Gedicht von Goethe (Der Zauberlehrling) zeigen sich die Bankjongleure wie der Zauberlehrling, der in höchster Not nach dem Meister (Staat) ruft:

*“Herr, die Not ist groß.  
Die ich rief, die Geister,  
Werd ich nun nicht los“*

Oder etwas aktueller das Gedicht eines österreichischen Satirikers, welches fälschlicherweise als Tucholsky-Veröffentlichung von 1930 ausgegeben wurde. Es bringt trotzdem die aktuelle Krise auf den Punkt:

*Wenn die Börsenkurse fallen, regt sich Kummer fast bei allen,  
aber manche blühen auf: Ihr Rezept heißt Leerverkauf.*

*Keck verhöhren diese Knaben Dinge, die sie gar nicht haben,  
treten selbst den Absturz los, den sie brauchen - echt famos.*

*Wenn in Folge Banken krachen, haben Sparer nichts zu lachen,  
und die Hypothek aufs Haus heißt, Bewohner müssen raus.*

*Triff's hingegen große Banken, kommt die ganze Welt ins Wanken –  
auch die Spekulantenbrut zittert jetzt um Hab und Gut.*

*Soll man das System gefährden? Da muss eingeschritten werden:  
Der Gewinn, der bleibt privat, die Verluste kauft der Staat.*

*Dazu braucht der Staat Kredite, und das bringt erneut Profite,  
hat man doch in jenem Land die Regierung in der Hand.*

*Für die Zechen dieser Frechen hat der Kleine Mann zu blechen  
und - das ist das Feine ja – nicht nur in Amerika.*

*Und wenn Kurse wieder steigen, fängt von vorne an der Reigen –  
ist halt Umverteilung pur, stets in eine Richtung nur.*

*Aber sollten sich die Massen das mal nimmer bieten lassen,  
ist der Ausweg längst bedacht: Dann wird bisschen Krieg gemacht.*

## Die Weltfinanzkrise beginnt als Subprime-Krise Mitte 2007 mit der UBS

Die Entlassung von UBS-CEO Peter Wuffli durch den Verwaltungsrat im Juli 2007 wegen hoher Verluste bei der hauseigenen Hedgefondstochter UBS Dillon kann als erstes Signal der Weltfinanzkrise gewertet werden. Sein Abgang war immerhin noch mit einer komfortablen Abfindung von 60 Mio. SFR verbunden. Erst auf öffentlichen Druck hin hat er sich im November 2008 bereit erklärt, auf einen Teil seiner versprochenen Bezüge zu verzichten.

Als Hauptverantwortlicher innerhalb der UBS wurde hingegen der Verwaltungsratspräsident Marcel Ospel gesehen. Die Finanz und Wirtschaft (FuW) [13] meldet in ihrer Ausgabe vom 26.11.08, dass nun auch er und zwei seiner ehemaligen Vizepräsidenten auf ca. 33 Mio. SFR verzichten wollen.

Nur nebenbei: Ein Scherzbold stellte den Antrag für die Aufnahme eines neuen Wortes in den deutschen Wortschatz mit der Bezeichnung: Er hat sich verospelt. Sinngemäß: Wenn sich eine renommierte Bank ohne Not mit spekulativen Geschäften an den Rand eines Kollapses bringt.

Nächstes Signal: 2 Hedgefonds von Bear Stearns, welche bereits im Mai 2007 erste Wertverluste meldeten, vernichteten im Juli 2007 mit rund 1,5 Mrd. US-\$ Verlust für die Anleger fast ihren gesamten Wert. Diese Fonds waren investiert in komplexen Verpackungen minderwertiger Kredite. Im März 2007 wiesen sie noch eine monatliche Rendite von 1 -1.5 % aus und hatten inklusive Kredite ein Volumen von 16 Mrd. US-\$ [11].

## G3-Zentralbanken fluten über 2.000 Mrd. US-\$

Ab August 2007 hörten die Hiobsbotschaften dann nicht mehr auf, sodass wir heute vor einem Scherbenhaufen ungeahnten Ausmaßes stehen. Eine Einschätzung über das ganze Ausmaß der aktuellen Krise lässt sich durch Betrachtung der Bilanzsummen-Ausweitung der G3 Zentralbanken (USA: Federal Reserve Bank, Europa: Europäische Zentralbank, Japan: Bank of Japan), welche die Währungsräume US-\$, € und Yen abdecken, gewinnen. Mehr als 2.000 Mrd. US-\$ fluteten diese Notenbanken bis September 2008, um der Krise Einhalt zu gebieten. Weltweit kommt die Zeitschrift "Der Spiegel" [9] in der Summierung von Bankgarantien, Eigenkapitalfinanzierung und direktem Aufkauf



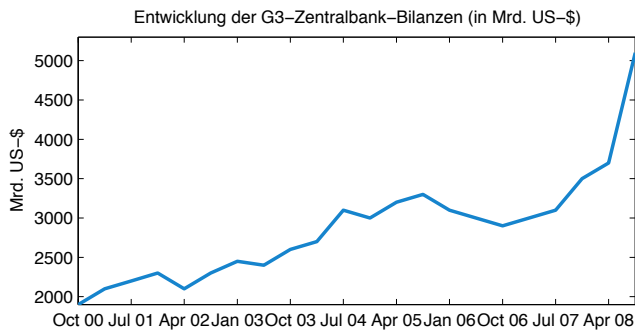


Abbildung 2: Entwicklung der G3 Zentralbankbilanzen.

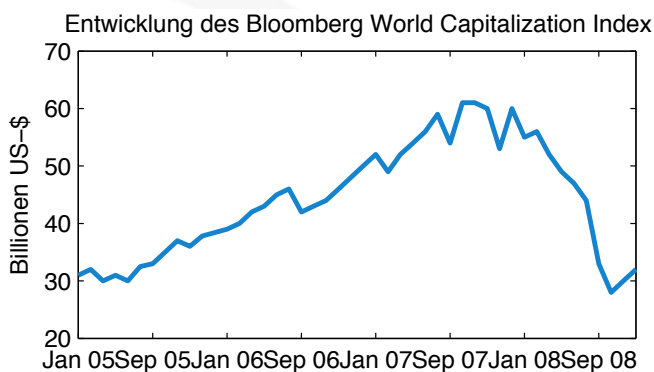


Abbildung 3: Entwicklung des Bloomberg World Capitalization Index [1].

von faulen Krediten auf 3.200 Mrd. € oder in US-\$ umgerechnet auf 4.300 Mrd. US-\$. Seit Oktober 2008 steht endgültig fest, dass die Weltfinanzkrise sich – in rasender Geschwindigkeit – zu einer weltweiten Rezession ausweitet.

## Die Weltaktienkapitalisierung schmilzt rapide

Das ganze Ausmaß der Weltfinanzkrise auf die Aktienmärkte ist am Bloomberg World Capitalization Index sichtbar. Dieser Index gibt Aufschluss über den Wert aller weltweit notierten Aktien. Diese Weltmarktkapitalisierung reduzierte sich seit Anfang 2008 von 60 Billionen auf 30 Billionen US-\$. In der Aktienkrise 2000 erreichte die Kapitalisierung am 28.03.2000 mit 34,86 Billionen US-\$ ihren damaligen Höhepunkt und sank bis 31.12.2000 auf 29 Billionen US-\$ [7]. Per Saldo – über alle Währungsschwankungen kompensiert – ist somit wieder die Gesamtbewertung von Ultimo 2000 erreicht, alle Wertzuwächse also eingedampft.

Von den oben genannten rund 30 Billionen US-\$ Weltmarktkapitalisierungs-Verlust gehen knapp sieben Billionen zu Lasten der Wall Street, jeweils 1,7 Billionen zu Lasten von Großbritannien und China, 1,5 Billionen zu Lasten von Japan und Hongkong, 1,3 Billionen zu Lasten von Frankreich, knapp eine Billion zu Lasten von Deutschland

und zwischen 700 und 800 Milliarden US-\$ zu Lasten von Brasilien und Kanada. Die restlichen Börsen der Welt kommen zusammen auf einen Verlust an Marktkapitalisierung von 8,7 Billionen US-\$. Das sind gigantische Summen. Zum Vergleich: Die gesamte deutsche Wirtschaftsleistung betrug zuletzt 3,3 Billionen US-\$ im Jahr. Der Euroraum kommt auf ein Bruttoinlandsprodukt von 12 Billionen US-\$ per Annum.

## Die Verlierer

### Die Anleger

Die Anleger weltweit haben nicht nur Spekulationsverluste, sondern direkt oder indirekt einen gewichtigen Vermögens- und Vertrauensverlust erlitten. Dies wird sich erst in voller Dramatik zeigen, wenn sich der Nebel gelichtet hat. Auch ein Großteil der Vermögen für die Altersversorgung ist nachhaltig geschrumpft.

Die Vermögen deutscher Anleger mit insgesamt 4,5 Billionen € sind nur mit einem Anteil von 7,6% in Aktien investiert. Bei Berücksichtigung der Aktienanteile in Investmentfonds und Versicherungen liegt die Gesamtquote bei ca. 15%, also ca. 0,675 Billionen €. Anders in den USA: so haben alleine die US-Pensionspläne per 07.10.2008 in den letzten 15 Monaten rund 2 Billionen US-\$ oder 20% verloren [16]. Das heißt im Resultat, dass substanziiell alleine dadurch ebenso 20% der möglichen Rentenauszahlungen fehlen.

### Die Finanzindustrie

Betrachtet man die wichtigsten Standardindizes wie S&P 500, Eurostoxx, DAX oder Nikkei, so ist für die Zukunft zu beachten, dass bis dato ca. 30% bis 50% der darin ausgewiesenen Unternehmensgewinne durch Banken und Versicherungen erwirtschaftet wurden. Die Erträge und Dividenden dieser Branche dürften – bis die ganze Krise überstanden ist – eher in Richtung Null tendieren. Nach verschiedenen Studien der BIZ und des Internationalen Weltwährungsfonds stammen durchschnittlich weltweit 50% der Gewinne der Geschäftsbanken aus Interbank-Geschäften, Derivaten und sonstigen Finanztransaktionen. Die andere Hälfte kommt direkt und indirekt aus Geschäften mit Kunden. Die zukünftige Ausrichtung dieser Banken auf das reine Kundengeschäft hat bereits voll begonnen. Ob hier für alle Platz ist, darf bezweifelt werden.

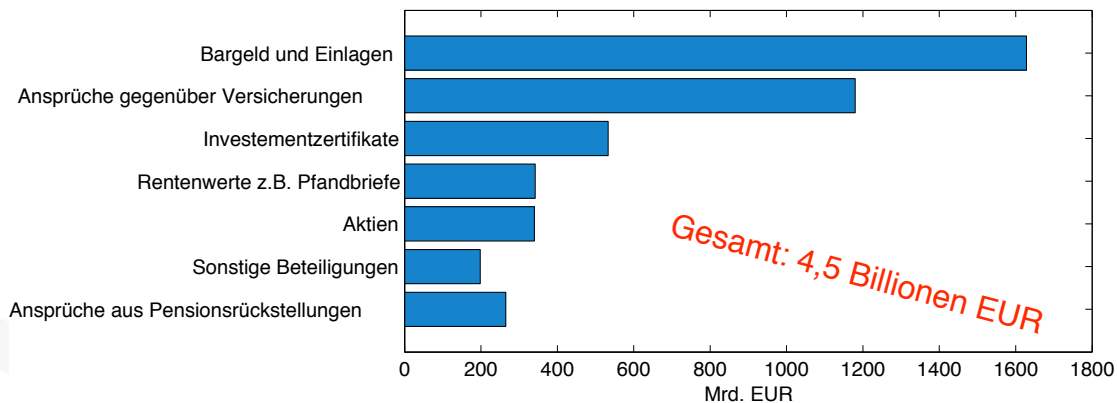


Abbildung 4: Was die Deutschen zu verlieren haben: Das Geldvermögen der privaten Haushalte in Deutschland (in Mrd. EUR) [8].

### Die Volkswirtschaften

Die Staatsverschuldung der wichtigsten Volkswirtschaften bewegte sich schon auf dem Höhepunkt des Booms auf sehr bedenklichem Niveau (bei Unterstellung der Maastricht-Kriterien, welche sich für die Einführung des Euros als weltweit angewandte Meßstandards bewährt haben). Die Stützungsaktionen der Zentralbanken wirken sich zusätzlich belastend aus und engen einen real wirkungsvollen Handlungsspielraum weiter ein.

Von immanenter Bedeutung ist dabei die Frage, mit wieviel Geld der amerikanische Staat tatsächlich für das US-Finanzsystem haftet? Diese Fragestellung hat die bedeutende Nachrichtenagentur Bloomberg im Herbst 2008 erstmals untersucht und addierte dazu alle Fazilitäten, Garantien und Nothilfen, die der amerikanische Staat im Zuge der Finanzkrise vergab. Mithilfe der öffentlich zugänglichen Daten von Notenbank, Einlagenversicherung und Finanzministerium hat die Nachrichtenagentur diese umfangreiche Berechnung der US-Staatsverpflichtungen zur Rettung des amerikanischen Finanzsystems aufgestellt. Dazu befragten die Bloomberg-Journalisten auch eine Heerschar von Ökonomen, Analysten und Finanzaufsehern. Bloomberg kommt zu dem fast unfassbaren Ergebnis von 8.500 Mrd. US-\$ an staatlichen Zusagen [2], was rund der Hälfte des amerikanischen Inlandsproduktes entspricht, und übertrifft damit bei Weitem das im September 2008 vom US Kongress verabschiedete Rettungspaket mit einem schon atemberaubenden Volumen in Höhe von 700 Mrd. US-\$.

Allein die US-Einlagensicherung kommt auf 1.539 Mrd. US-\$ Garantiezusagen. Angesichts der Rettungspakete von Fed und Regierung ging eine Mitteilung der US-Einlagensicherung FDIC Ende November 2008 fast unter: Die Einrichtung stehe für Schulden der US-Banken in Höhe von

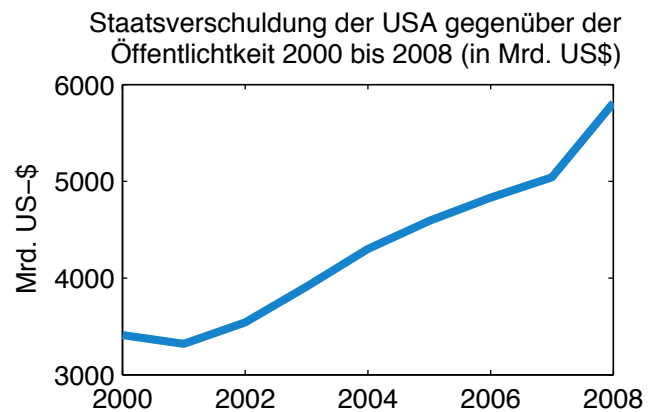


Abbildung 5: Entwicklung der US Staatsverschuldung [4].

weiteren 1.400 Mrd. US-\$ gerade, beschlossen die FDIC-Direktoren. Nicht zu vergessen: Mitte des gleichen Monats war die FDIC bereits der angeschlagenen Finanztochter des Mischkonzerns General Electric mit einer Garantie über 139 Mrd. US-\$ zur Seite gesprungen

### Was ist eine Billion US-\$

Ronald Reagan versuchte einmal darzustellen was eine Billion US-\$ sei: *Das Beste, was mir dazu einfällt, ist dies: Wenn man einen 10 Zentimeter hohen Stapel aus 1.000-US-\$-Scheinen hat, dann ist man Millionär. Bei einer Billion US-\$ wäre dieser Stapel 107 Kilometer hoch.* Das war 1981. Ende Oktober 2008 hat der amerikanische Kongress jenen Betrag, bis zu dem sich die Vereinigten Staaten verschulden dürfen, auf 11.315 Billionen US-\$ angehoben. Nur so war das 700 Milliarden US-\$ schwere Rettungspaket für das Finanzsystem überhaupt zu finanzieren. Denn Ende September 2008 überstieg die Verschuldung der USA erstmals die Marke von 10 Billionen US-\$, pro Einwohner ca. 32.895 US-\$. Die US-

Staatsverschuldung erscheint etwas undramatischer, wenn man sie ins Verhältnis zum BIP setzt und mit anderen Ländern vergleicht: In den USA betrug diese Quote in 2007 rund 65,5%, in 2008 bereits rund 72%. Japans Staatsschuld liegt inzwischen bei mehr als 180% zum BIP.

## Die Geldwertstabilität

Die Geldwertstabilität wird nachhaltig weiter gefährdet sein. Die US-Zentralbank stellt ihren Banken mittlerweile 40% mehr Zentralbankgeld zur Verfügung als 2007, die europäische Zentralbank 85%. Außerdem schießen die westlichen Regierungen ihren Geschäftsbanken mehr als 300 Milliarden Euro frisches Eigenkapital zu.

Beispiele aus dem letzten Jahrhundert können sich wiederholen. Die Sicherung über Immobilien – ein sicheres Rezeptmittel aus der Vergangenheit – ist insbesondere in Europa auf Grund der rückläufigen Bevölkerung problematisch.

Zunächst droht also nicht Inflation sondern Deflation, d.h. die Preise fallen auf breiter Front. Denn in den meisten westlichen Ländern sinken die Immobilienpreise bereits, der Wert der Hypotheken und der darauf basierenden Wertpapiere ist eingebrochen. Die Banken haben seit Ausbruch der Finanzmarktkrise weltweit 700 Milliarden € abgeschrieben. Das bedroht ihre Fähigkeit, die Wirtschaft ausreichend mit Kredit und Geld zu versorgen. Die Weltwirtschaftskrise der dreißiger Jahre zeigt, dass eine solche Unterversorgung mit Geld zu einer jahrelangen wirtschaftlichen Depression führen kann.

Anders als damals müssen die Zentralbanken die den Geschäftsbanken gewährten Einlagen heute nicht mehr durch Gold decken. Sie nutzen diese Freiheit und stellen den Banken gegen die Zahlung des Leitzinses reichlich Liquidität zur Verfügung. Damit bekämpfen sie das Risiko einer Deflation. Aber selbst wenn die Zentralbanken den Geschäftsbanken reichlich Guthaben einräumen, ist die Gefahr einer Deflation keineswegs gebannt. Die Geschäftsbanken halten sich wegen ihres geschrumpften Eigenkapitals zurück, Unternehmen und Privatpersonen ausreichend Kredite zur Verfügung zu stellen. Deshalb stellen die meisten westlichen Regierungen ihren Geschäftsbanken Eigenkapital zur Verfügung.

Irgendwann dürfte die Gefahr einer Deflation gebannt sein und die Wirtschaft wird sich aus der schweren Rezession lösen. Dann müssen die Zentralbanken umschalten. Dann wird es nicht ausreichen, lediglich den Anstieg des Zentralbankgeldes zu stoppen. Die Notenbanken müssen dann den Geschäftsbanken Einlagen entziehen, die Zentralbankgeld-Menge muss schrumpfen und die Leitzinsen kräf-

tig steigen. Ansonsten droht Inflation.

Dieses Umschalten wird erfahrungsgemäß den Zentralbanken schwer fallen. So beließ die US-Notenbank den Leitzins nach der Rezession zu Beginn des Jahrzehnts viel zu lange auf dem viel zu niedrigen Niveau von 1%. Diese Politik des billigen Geldes begünstigte die Exzesse am amerikanischen Immobilienmarkt, unter denen die Weltwirtschaft heute leidet.

Zurzeit lassen die rückläufigen Ölpreise die Inflationsraten purzeln. Die Märkte rechnen damit, dass die Preise im Euroraum im Durchschnitt der kommenden 10 Jahre lediglich um knapp 1,5 % steigen. Ob die Märkte damit richtig liegen, darf bezweifelt werden. Die Gefahr besteht darin, dass – sobald erste Erholungszeichen für das Ende der Weltrezession erkennbar sind – die Inflation vehement zurückkehren wird.

Wie sich Claus Luttermann, Lehrstuhlinhaber für Bürgerliches Recht, deutsches und internationales Handels- und Wirtschaftsrecht an der Katholischen Universität Eichstätt-Ingolstadt [14] ausdrückt: *Die Notprogramme beschleunigen die Schuldspirale. Das fluten der Märkte durch die Zentralbanken mit Geld "out of thin air" wird die Staatsschulden explodieren lassen. Im alten Denken wirkt das stimmig, führt aber weiter an den Abgrund: Wer soll die Schulden je bezahlen? Bisher ist jede Papierwährung zu ihrem inneren Wert zurückgekehrt: Null.*

## Die Gewinner

### Cash

Gewinner der derzeitigen Situation sind augenscheinlich die Anleger mit hohen liquiden Geldbeständen. Jedoch werden die weltweiten Stützungsaktionen der Banken durch die Regierungen und Notenbanken, verbunden mit den drastischen Zinssenkungen nicht aus bestehenden Reservertöpfen, sondern eher "durch die Notenpresse finanziert". Zwar werden bei einer Deflation Cash-Bestände immer wertvoller, aber der aktuellen Geldmengenausweitung stehen keine höheren Real-Güter gegenüber. Die Freude oder die Hoffnung mit hohen Cashreserven zu überwinteren, könnte sich daher als sehr trügerisch erweisen. Allemal muss bei dieser "Überwinterungsstrategie" der Umschwung von Deflation zu Inflation im Auge behalten werden, die – wie oben beschrieben – vermutlich mit voller Wucht zurückkehren wird. Inwieweit bei einer Erholung die Finanzindustrie an den Unternehmensgewinnen maßgeblich beteiligt ist, dafür fehlt momentan jede Phantasie. Nur die Hoffnung, das "wird wohl auch vorübergehen" hilft wenig.



## Produktive Sachwerte: Aktien

Gewinner auf lange Sicht werden unserer Ansicht nach – wie nach einem Weltkrieg – aber Unternehmen sein, die "Notwendiges" produzieren und damit Produkte und Dienstleistungen anbieten, welche auch in einem rezessivem Umfeld Absatzchancen haben. Die aktuelle **Quint:Essence** Anlagestrategie basiert gänzlich auf dieser Einschätzung. Das mit Aktien auch Realwert (nämlich der Unternehmensanteil) erworben wird, sichert unsere Strategie weiter ab.

## Gold?

Gold könnte unter den Gewinnern sein. Bis Mitte der Achtzigerjahre war Gold als krisenfestes Wertaufbewahrungsmittel und wirksame Versicherung gegen Inflation ein zentraler Bestandteil vieler größerer Portfolios. Im Zuge rückläufiger Inflationsraten wurde der Goldanteil zu Gunsten anderer Anlagen sukzessive reduziert und kam gänzlich aus der Mode. Durch die globale Geldmengenausweitung und die fundamentale Schwäche des US-\$ konnte der Goldpreis in Unzen 2004 nach langer Stagnation nachhaltig über 400 US-\$ steigen und erreichte Anfang 2008 erstmals die 1000 US-\$-Marke.

Jedoch stellt sich die Frage, ob Gold in der Zukunft seine alte "Notwendigkeit" wieder zurück erhält. Die hohe Volatilität im Goldpreis deutet zu dem darauf hin, dass ein ganz erheblicher Teil der aktuellen Preisstellung aus Spekulation besteht und damit der Realwert – trotz der vorliegenden Finanzkrise – als nicht kalkulierbar einzuschätzen ist. Aber ein Anteil der liquiden Mittel von unter 10% wird unter sehr langfristigen Gesichtspunkten nie ganz falsch sein. Die laufende Ertragslosigkeit dieser Anlageform muss jedoch von den weiteren Anlagen somit "übernommen" werden.

## Immobilien

Immobilien werden nur dort Gewinner sein, wo es auf lange Sicht auf Grund des Bevölkerungszuwachses ein knappes Gut bleibt. Dort werden Immobilienanlagen nach der Weltrezession im Wert steigen und eine rentierliche Investmentform sein. Dies dürfte für Europa aufgrund der demoskopischen Entwicklung nur sehr eingeschränkt gelten.

## Die **Quint:Essence**: Wie es weitergeht.

### Wann ist der Boden erreicht?

Maßgebliche Indikatoren sind für uns die Aktienindizes DAX, S&P 500, Nikkei und MSCI World

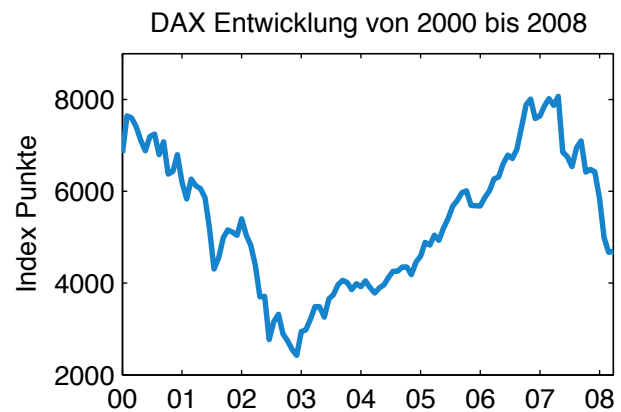


Abbildung 6: Die Entwicklung des DAX von 2000 bis 2008.

### Wiederholt sich 1929?

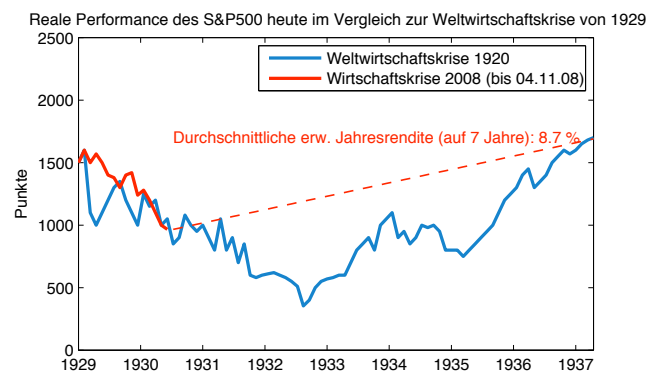


Abbildung 7: Reale Performance des S&P 500 heute im Vergleich zur Weltwirtschaftskrise von 1929. Datenquelle: [3].

## Von der Weltfinanzkrise zur Weltrezession

Bis September 2008 bestand noch die Hoffnung, dass die Weltfinanzkrise die Realwirtschaft weitgehend nicht erreicht. Die Realität sieht nun anders aus. Hier als Beispiel, die Rezessionen in Deutschland in der Nachkriegszeit: Insgesamt 5 Rezessionen hat die Bundesrepublik seit ihrer Gründung erlebt [17]. Besonders die beiden Einbrüche nach

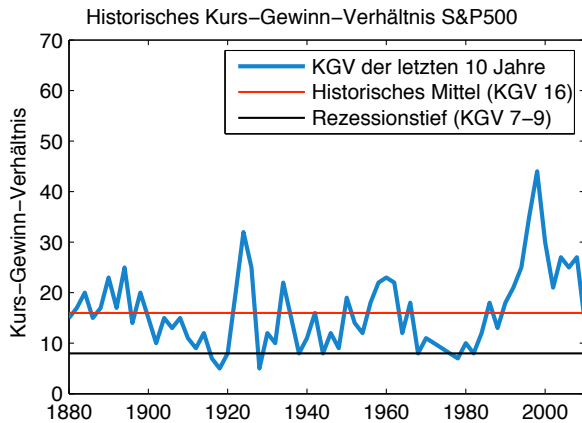


Abbildung 8: S&P-500-Bewertung fällt unter historisches Mittel. Datenquelle: [12].

den Ölpreisschocks führten dauerhaft zu mehr Arbeitslosen und deutlich mehr Schulden.

- Die Mini-Rezession von 1967
- Die Rezession von 1974/1975 nach dem ersten Ölpreisschock
- Die Rezession von 1980 bis 1982 nach dem zweiten Ölpreisschock
- Die Rezession von 1993 nach dem Wendeboom
- Die Rezession von 2003 nach dem Platzen der New-Economy-Blase

## Wer sich erholt, wer auf der Strecke bleibt

Maßgeblich sind die Staaten mit erheblichen Devisenreserven und guten Leistungsbilanzen.

## Können wir von Japans Krise lernen?

Japan ist ein noch aktuelles Beispiel, Möglichkeiten zur heutigen Krisenbewältigung zu studieren. Aus den 80er Jahren verfügt die japanische Regierung über eine aktuell vergleichbare Krisen-Erfahrung, welche mehr als ein Jahrzehnt dauerte [15].

**Ende 1997** brach die japanische Bankenkrise offen aus. Diese begann jedoch schon 1985 als Japan seine Geldpolitik lockerte, um eine rasche Aufwertung des Yen zu begrenzen. Die Bank von Japan versorgte die Wirtschaft überreichlich mit Geld; Immobilienpreise und Aktienkurse stiegen wie im Lehrbuch in ungeahnte Höhen. Japaner sprechen im Rückblick auf den Konsumrausch von der "Blasen-Wirtschaft"; Ökonomen beschreiben den Überschwang als Fall des Staatsversagens. Im Mai 1998, begann die Bank von Japan – im Rückblick zu spät – mit Zinserhöhungen gegenzusteuern.

**Ende 1989** erreichte der Nikkei-Index mit 38916 seinen Allzeit-Höhepunkt und verlor bis Oktober 1990 ca. 50%. Der dann beginnende Verfall der Land- und Immobilienpreise, endete erst 15 Jahre später. In den Büchern der Banken begannen sich die faulen Kredite zu türmen. Die Wirtschaft stürzte in das "verlorene Jahrzehnt", obwohl die Hoffnung groß war, dass bald wieder steigende Aktien- und Immobilienpreise den Banken aus der Klemme helfen würden. Scheibchenweise wurde das ganze Ausmaß der schlechten Kredite erst in den folgenden Jahren öffentlich gemacht. Einige kleinere Banken und Kreditgenossenschaften durften zunächst untergehen und wurden von anderen übernommen. Banken wurden angehalten, Kapital aufzunehmen, welches von Lebensversicherungen gestellt wurde.

Die "Evergreening" genannte Praxis, schlechte Kredite mit neuen Krediten zu ersetzen, wurde jahrelang geduldet. Dies ermöglichte vielen insolventen Unternehmen, als scheinotote Zombies zu überleben. Ein früher Versuch, mit öffentlichen Geldern den Banken schlechte Kredite abzukaufen, scheiterte und verkam zur Corporate Credit Purchasing Corporation (CCPC). Die 1992 gegründete Kooperative der Geschäftsbanken, die bis 2001 Bestand hatte, diente als "Bad Bank", die schlechte Kredite kaufte und weiterreichen sollte. Der Verkauf aber gelang kaum, bedingt durch einen Konstruktionsfehler: Verluste beim Weiterverkauf der Kredite wurden den ursprünglichen Besitzer-Banken angelastet. Mit Blick auf die Finanz- und Geldpolitik der ersten Krisenjahre lautet das Urteil vieler Ökonomen: "Zu wenig, zu spät."

**Erst im Juli 1991** begann die Notenbank den Diskontsatz von 6% zu senken, aufgeschreckt durch den Verfall der Landpreise. Die Regierung lockerte erst im zweiten Krisenjahr ihre Finanzpolitik. Das war der Auftakt einer jahrelangen Reihe von Konjunkturprogrammen, die vornehmlich der Bauwirtschaft zugutekamen. Letztlich versagten all diese Programme. Sie führten nur dazu, dass die Staatsschuld inzwischen auf rund 180 % der Wirtschaftsleistung gestiegen ist.

**1993** begann die Wirtschaft nach der faktischen Stagnation wieder zu wachsen. Das Ausmaß der faulen Kredite der Geschäftsbanken, das Ökonomen auf etwa 10% zum BIP schätzten, aber ließ sich nicht weiter verdecken. Hinzu kamen nach Schätzungen von Experten etwa 15% zum BIP im Rahmen des staatlichen Nebenhaushalts "Fiscal Investment and Loan Plan".

**1995** gestand das Finanzministerium endlich ein, dass sieben Immobilienkreditbanken insolvent waren, die es über Jahre mit Finanzspritzen und regulativer Nachsicht am Le-

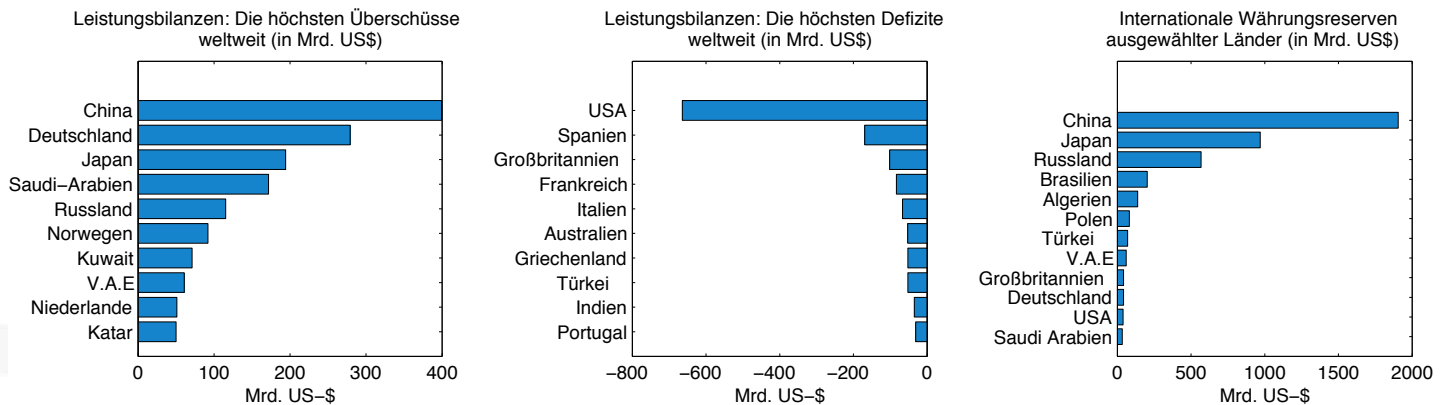


Abbildung 9: Internationale Leistungsbilanzen und Währungsreserven.

ben gehalten hatte. Die Kosten der Schließung wurden auf die beteiligten Geschäftsbanken abgewälzt. Die internationale Reaktion war vernichtend: Der Japan-Aufschlag am Londoner Interbankenmarkt stieg auf mehr als 30 Basispunkte. 1995 ging auch die Einlagenversicherung unter; der Konkurs von drei Kreditgenossenschaften hatte ihre Reserven erschöpft. Die Regierung erklärte für sechs Jahre eine Staatsgarantie auf alle Einlagen. Das Finanzministerium versprach, Bankbilanzen besser zu kontrollieren. Zwei neue Staatseinrichtungen sollten schlechte Kredite aufkaufen. Das Vertrauen in die Zusicherung, der Kern des Finanzsystems sei stabil, aber war beschädigt. 1996 wuchs die Wirtschaft um 2,8% und strahlte das Gefühl aus, das Schlimmste sei überstanden. Die neue Regierung unter Ryutaro Hashimoto kündigte im November als "Big Bang" eine Liberalisierung der Finanzmärkte an. Mit der Financial Supervisory Agency (FSA) wurde dem Finanzministerium die Aufsicht über die Finanzmärkte entzogen; zugleich wurde ein neues Zentralbankgesetz angekündigt, das 1998 die formale Unabhängigkeit der Bank von Japan gegenüber dem Ministerium stärkte.

**Die zu Beginn 1997 herrschende Zuversicht** war verfrüht. Mehrere Schocks legten die Schwächen der Wirtschaft und des Finanzsystems offen und ließen Japan endgültig in die Deflation rutschen. Von außen drückte die Asien-Krise, von innen der eingeschlagene Kurs der fiskalischen Konsolidierung, der mit einer Anhebung des Verbrauchssteuersatzes von 3 auf 5% einherging. Das Wachstum brach ein, und im November gingen zwei Wertpapierhäuser und die große Bank Hokkaido Takushoku unter. Das Vertrauen in die Stabilität der Banken war endgültig dahin. Das Finanzministerium erklärte eine Garantie für alle Ausleihen im Interbankenmarkt. Die Kredite an Unternehmen brachen ein und erholten sich erst von 2004 an.

**Im März 1998** begann die Regierung, die Banken mit Kapitaleinlagen zu stützen. In der ersten Runde gingen 1,8

Billionen Yen (zum heutigen Wechselkurs fast 15 Mrd. €) gleichmäßig verteilt an 21 Banken. Die FSA nahm im Juni ihre Arbeit auf und schloss noch im selben Jahr mehrere größere Banken. Die Long Term Credit Bank und die Nippon Credit Bank wurden verstaatlicht, nachdem sie noch im März Kapitalinjektionen erhalten hatten.

**Im März 1999** gewährte die Regierung eine mit 7,8 Billionen Yen erheblich größere Kapitaleinlage. Die Injektionen wurden nun an die Qualität der Bilanzen gekoppelt und mit Auflagen für das Management verbunden, faule Kredite zu verringern und Reserven zu erhöhen. Die "Resolution und Collection Corporation (RCC)" wurde gegründet; sie durfte schlechte Kredite auch solventer Banken kaufen, ohne dass es eine Rückgriffsmöglichkeit gab. Im Februar 1999 senkte die Bank of Japan den Leitzins faktisch auf 0%. Das reichte nicht, um die Deflation in den Griff zu bekommen. Die Wirtschaft schrumpfte das zweite Jahr nacheinander und die schlechten Kredite der Banken weiteten sich auch im Rausch der Internet-Blasen-Wirtschaft im Jahr 2000 weiter aus.

**Im August 2000** beendete die Zentralbank dennoch die von ihr ungeliebte Nullzinspolitik. Sie hob den Leitzins von 0,15 % auf 0,25 % an. Das stellte sich als Fehler heraus. Schon im März 2001 setzte die Bank den Leitzins wieder auf Null und schwenkte auf die quantitative Steuerung der Geldpolitik um. Sie setzte sich die Überschussreserven der Geschäftsbanken als Ziel und ließ diese von 2002 an drastisch wachsen.

**Die Wende in der Bankenkrise kam im April 2001** mit Ministerpräsident Junichiro Koizumi, der den parteiunabhängigen Ökonomen Heizo Takenaka 2002 zum Chef der Finanzaufsicht machte. Die Regierung zwang die Banken, die schlechten Kredite offenzulegen und aus den Büchern zu tilgen. Wirtschaftsprüfer, die wegsahen, wurden sanktioniert. Den Banken wurde nicht gestattet, von der Marktbewertung ihrer Wertpapiere abzuweichen; dies half, Ver-

trauen aufzubauen. Fusionen zu Großbanken wurden herbeigeführt. Gestützt wurden notleidende Banken weiterhin mit Kapitalspritzen; diese waren mit strikten Vorgaben zur Umstrukturierung verbunden. Auflagen für Managergehälter gab es nur pauschal; die Gehaltszahlungen insgesamt mussten auf 70 bis 80 % des im Jahr 1998 erreichten Niveaus gekürzt werden. Die Staatsgarantie für Einlagen wurde in geänderter Form bis 2003 verlängert.

Seitdem ging die Quote der schlechten Kredite endlich zurück. Dabei half der Aufschwung, der sich auch auf das Vertrauen stützte, das die strenge Rückführung der Staatsausgaben schuf. Koizumi bewegte die Bank von Japan zur Verschärfung der Antideflationspolitik, indem er ihre 1998 abgesicherte Unabhängigkeit in Frage stellte. Im Urteil von Ökonomen gelang Koizumi die Sanierung des Finanzsystems, weil er alle zuvor verwendeten politischen Möglichkeiten zusammen und mit Verve eingesetzt habe. Über die Rolle der Bank of Japan gehen die Meinungen auseinander. Die Ökonomen der Deutsche Securities in Tokio sehen die "aggressive monetäre Lockerung" als entscheidend an. Erst die Überwindung der Deflationskräfte habe den Aufschwung und so den Abbau der schlechten Kredite ermöglicht. Robert Feldman von Morgan Stanley sieht die Geldpolitik dagegen nur in einer nachrangigen Rolle. Entscheidend sei, dass die Banken die schlechten Kredite offenlegen mussten und diese aus ihren Bilanzen entfernt wurden.

## Rezessionsängste und Gelegenheiten am Aktienmarkt

*"Der Preis etlicher Aktien stimmt schlichtweg nicht"*

Es ist nichts zu beschönigen: Die gesamte Welt befindet sich im wirtschaftlichen Abschwung. Keines der entwickelten Industrieländer und nur sehr wenige Schwellenländer können sich

dem Abwärtstrend entziehen. Die Finanzkrise wirkt dabei als "Beschleuniger" und trägt die Rezession erstmals nach dem II. Weltkrieg zeitgleich in alle Länder der Welt. Die wirtschaftlichen Rahmendaten zeigen ein deutliches Bild: In Deutschland ist das Bruttoinlandsprodukt (BIP) im zweiten Quartal 2008 um 0,4% und im dritten Quartal sogar schon um 0,5% zurückgegangen. Damit liegt formal bereits eine Rezession vor. Europa wird nach Schätzungen vieler Forschungsinstitute voraussichtlich in den nächsten fünf Quartalen, das heißt bis zum Ende des Jahres 2009 in einer Rezession verharren. Japan's BIP fiel im 3. Quartal 2008 nur um 0,1%, nachdem es im 2. Quartal um 0,9% gefallen war. Generell sind in Asien, wo bislang stürmisches Wachstum zu verzeichnen war, deutliche Anzeichen einer Rezession spürbar.

Diese Ausgangssituation gibt Anlass, bislang noch wenig beachtete Aspekte näher in den Blick zu nehmen: Die Aktienkurse verloren allein wegen der Finanzkrise deutlich an Wert. Die nunmehr aufkommende Rezession dürfte diesen Wertverfall noch beschleunigen. Historische Beispiele dafür gibt es kaum. Bisherige Rezessionsphasen begannen stets zu einem Zeitpunkt, in dem die Aktienkurse an vergleichbar hohes Niveau aufwiesen. Bekanntermaßen drückte sich die Finanzkrise in einer bislang noch nicht da gewesenen Illiquidität des Marktes aus. Aber nicht nur die Banken untereinander geben sich keine Kredite, auch die Kreditvergabe an Kunden ist von einem deutlichen Rückgang gezeichnet. Dies zeigt sich beispielsweise daran, dass Transportschiffe in den Häfen bleiben, weil es kein Akkreditiv gibt. Der Baltic Dry Index Spot (BDI) der die Durchschnittspreise für das Verschiffen u.a. von Kohle, Erz und Getreide auf Standardrouten misst, fiel von über 10.000 Punkten im April/Mai 2008 um 75% auf ca. 2.500 Punkte Mitte Oktober und Mitte November 2008 bereits unter 1.000 Punkte und damit um über 90% (siehe Abbildung 10).

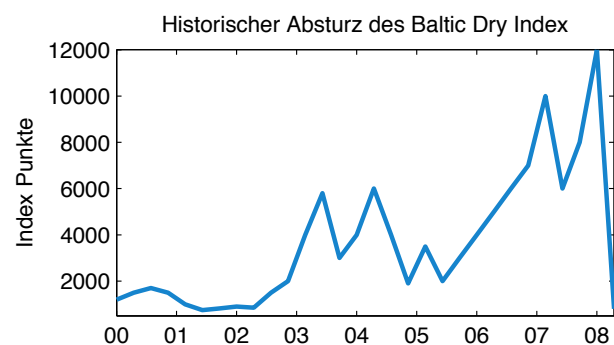


Abbildung 10: Historischer Absturz des Baltic-Dry-Index.

Diese ökonomisch einmalige Situation eines Stillstands führte zu einer dritten, außergewöhnlichen Entwicklung in der weltweiten Reaktion der Politik, für die es bislang kein Vorbild gab. Normalerweise wurden staatliche Maßnahmen bislang schrittweise ergriffen. Diesmal geschah alles viel schneller. Diverse Länder schnürten Konjunkturpakete und Notenbanken senkten den Leitzins, teils deutlich. Alle diese Reaktionen der Politik auf die Finanzkrise wurden innerhalb weniger Tage bzw. Wochen ergriffen.

## Auswege aus der Krise

### Die Welt blickt auf China:

China gilt als Dreh- und Angelpunkt für eine Erholung aus der Weltrezession. Dem chinesischen Stimulanzpaket kommt eine tragende Rolle zu: China ist "Die Wachstumsmaschine" – was dort passiert, hat für Asien und die Welt-



wirtschaft enorme Bedeutung. China braucht Infrastruktur und China braucht Jobs. Das Land muss jährlich 4 Mio. Stellen schaffen, um soziale Stabilität zu wahren. Dazu ist es erforderlich, das Bruttoinlandsprodukt um 8% p. a. wachsen zu lassen. Ist das Wachstum geringer, greifen die Machthaber in Peking einem Automatismus folgend ein. Dazu verfügen sie über das größte Devisenpolster weltweit. Die jetzige Ankurbelung ist auch deshalb wichtig, weil sie zur Stabilisierung der Rohstoffpreise beiträgt. Das hilft den aufstrebenden Förderländern ihre Ökonomie zu beleben, was wiederum den Welthandel belebt. So entsteht ein "Engelskreis", an dessen Anfang China steht.

Auch der demographische Effekt lässt hoffen: zurzeit steigen in den Schwellenländern jährlich 70 Mio. Menschen in die Mittelklasse auf; bis 2012 sollen es 100 Mio. Menschen sein. Das ist ein weltwirtschaftlich wichtiger Faktor.

Auch die stimulierende wirtschaftliche Potenz der USA sollte nicht unterschätzt werden. Die Vereinigten Staaten stellen sich stets schnell auf Krisen ein. So geschah es auch diesmal: In den letzten drei Monaten wurden dort 600 000 Stellen abgebaut. Die schnelle und umfangreiche Reaktion war und ist schmerzhaft. Aber sie schafft die Basis für eine Erholung und neues Wachstum. Ein entlastender Faktor war zudem der spürbare Verfall der Rohstoff- und Materialpreise. Die damit verbundene Kostenentlastung hilft den Unternehmen, wieder rentabler zu werden. Diese zunehmende Rentabilität ist ein weiterer, wichtiger Erholungsfaktor für die Wirtschaft.

Zusammenfassend lassen sich folgende Einflussfaktoren als Auswege aus der Krise aufzählen:

- die bereits eingetretenen Kostenentlastungen,
- der vorhandene demografische Effekt in den Schwellenländern,
- die Nachfrageankurbelung durch die chinesische Wirtschaft und die Wirtschaft anderer Länder (der sog. "Engelskreis")
- die schnellen Leitzinssenkungen weltweit.

Diese Fakten lassen eine berechtigte Erwartung aufkommen, dass die derzeit zu verzeichnende Rezession nur von begrenzter Dauer sein wird. Allerdings gibt eine weitere Voraussetzung, die für eine nachhaltige Erholung erforderlich ist: Die "Rohrleitungen" des Bankensystems – die Kreditkanäle, auch die am Interbankenmarkt – müssen wieder zum Funktionieren gebracht werden. In den USA gibt es erste Anzeichen dafür, in Europa aber ist das System noch eingefroren.

### **Welche Möglichkeiten bieten sich somit gerade jetzt.**

Zunächst ist festzuhalten, dass das Umfeld, in dem sich die weltweiten Börsen derzeit befinden, riskant ist. Auch die Sicht nach vorn ist weiterhin getrübt. Gleichwohl gibt es durchaus Gelegenheiten, interessante Investments zu tätigen. Nicht empfehlenswert ist nach unserer Überzeugung auch weiterhin ein Engagement im Bankensektor sowie – bis auf wenige Ausnahmefälle – in anderen Finanzbereichen. Die Konzentration des Anlegers sollte sich vielmehr darauf richten, Aktientitel zu finden und zu selektieren, die eine hohe Dividendenrendite versprechen. Diese hohe Dividendenrendite muss das zentrale Kriterium derzeitiger Anlageentscheidungen sein. Demgegenüber war es noch nie eine gewinnbringende Strategie, Aktien nur deshalb zu kaufen, weil die Kurse optisch oder im Kurs-Gewinn-Verhältnis vermeintlich günstig sind. Die Strategie, auf eine hohe Dividendenrendite zu achten, ist eine sehr konservative aber durchaus erfolgreiche Strategie.

Die Gründe hierfür sind: Die Zinsen am Geldmarkt werden noch wesentlich tiefer als bislang sinken. Dies vorausgesetzt, wird eine Dividendenrendite von beispielsweise 8%, die manche Aktientitel abwerfen, äußerst attraktiv sein. In der Historie findet man viele Beispiele des japanischen Marktes, die die Attraktivität von Dividendenrenditen zeigten, als dort die Geldmarktzinsen auf 0% sanken.

Selbstverständlich ist auch bei der Selektion unter dem Kriterium der Dividendenrendite darauf zu achten, dass diese durch entsprechende Substanz unterlegt ist. Dabei ist eine genaue Analyse der Bilanz (sie sollte äußerst solide sein) ebenso erforderlich, wie eine Betrachtung des Cashflows sowie des Substanzwerts des Unternehmens.

Eine Analyse der europäischen Aktienmärkte zeigt unter Zugrundelegung dieser Kriterien ein durchaus unterschiedliches Bild. In Frankreich, Deutschland und den Niederlande findet man viele Titel solide finanzierter Unternehmen, die zugleich über eine attraktive Dividendenrendite verfügen. Die Unternehmen dieser Länder weisen überdies eine maßvolle Fremdfinanzierung aus. Auch das wirtschaftliche Umfeld in Bezug auf den Immobilienmarkt ist noch relativ intakt. Anders dagegen verhält es sich mit Großbritannien und Spanien. Die dort aufgetretenen Schwierigkeiten, insbesondere des Immobilienmarktes, sind bekannt. Von Investments in Unternehmen, die aus diesen Ländern stammen, sollte daher derzeit abgesehen werden. Auch der Schweizer Aktienmarkt ist insgesamt nur mäßig attraktiv. Allerdings offenbarte eine genaue Analyse selbst dort einige günstige Gelegenheiten. Außerhalb Europas zeigt ein Blick nach Japan, dass die Aktien vieler weltbekanntester Gesellschaften gemessen am Buchwert sehr güns-



tig sind. Dies ist jedoch bei Engagement in Japan immer auch unter Berücksichtigung der besonderen Yen-Wechselkursschwankungen zu sehen.

### Das "uralte" Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) gewinnt neue Bedeutung

Das wirtschaftliche Umfeld, in dem sich Deutschland und die Welt derzeit bewegen, ist von starken Rezessionstendenzen gekennzeichnet. Die Auswirkungen der Finanzkrise sowie in ihrer Folge die Krise der realen Wirtschaft sind indessen in verschiedenen Teilen der Erde unterschiedlich. Wie dargelegt, lassen sich von China und den USA durchaus belebende Impulse auf das wirtschaftliche Geschehen der nächsten Zeit erwarten.

Investments in Aktien setzen mehr denn je eine sehr sorgfältige Analyse des in Frage kommenden Unternehmens voraus. Sie sind auch kurz – beziehungsweise mittelfristig – keineswegs uninteressant. Das entscheidende Kriterium ist allein die Bewertung. Generell gibt es im globalen Anlageuniversum genügend Aktien mit Kurs-Buchwert-Verhältnissen von 1 - 2. Viele davon sind aus Gründen der vorhandenen Rezessionsangst unrealistisch niedrig bewertet. Dies betrifft insbesondere solche Unternehmen, deren Kurs-Buchwert-Verhältnis unter 1 liegt.

Realistische Bewertungsansätze spielen allerdings derzeit auf den Märkten kaum eine Rolle. Erst wenn die Marktteilnehmer wieder zu einer sorgfältigen Analyse ihrer Investments zurückkehren und die wahren Werte der betreffenden Unternehmen als Grundlage für ihre Investitionsentscheidungen nehmen, wird es zu einem realistischen Kursniveau an den Aktienmärkten kommen. Dann – und erst dann – gibt es ein Einstiegsszenario für solche Unternehmen, die eine anhand der oben dargestellten Kriterien attraktive Bewertung zulassen.

### Das Risiko der Privatanleger

Die privaten Anleger sollten im Idealfall keine wertvolle Lebenszeit darauf verschwenden, die Höhen und Tiefen der Finanzmärkte oder einzelner Titel zu erkunden und abzapfen. Sie sollten dem Market Timing und dem Stock Picking ade sagen. Nur wenn ein solider und professioneller Entscheidungsprozess im Vorhinein erarbeitet und ständig auf Schlüssigkeit überprüft wird, ist es sinnvoll im Auf und Ab zu agieren. Gerade in den aktuellen Marktbewegungen sind ohne ausgefeilte Anlagephilosophie und -strategie keine sinnvollen Entscheidungen zu treffen und jedes Agieren vielmehr mit einem Besuch eines Spielcasinos vergleichbar. Viel sinnvoller ist es, schon im Vorhin-

ein ein zukunftsweisendes Portfoliokonzept zu entwickeln und dies in den hektischen Schwankungen konsequent umzusetzen. Dann lassen sich mit den einzelnen Anlageklassen die Schwankungen abfedern und eine Erfolgsstrategie kann unbeirrt von Boom- und Crash-Phasen langfristig entwickelt werden. Wenn dies nicht der Fall ist, reagieren Anleger auf plötzliche Marktbewegungen mit teuren Fehlern wie

1. Einsteigen auf Höchstpunkten.
2. Verkaufen zu Ausverkaufspreisen.

Fakt vieler, auch wissenschaftlicher Untersuchungen, ist, dass die überwiegende Mehrheit der Marktteilnehmer – einschließlich institutioneller Anleger – **auf der Verliererseite spielt**. Gerade die aktuellen Resultate hoch gelobter Hedgefondsmanager zeigen, das nicht nur Privatanleger falsch liegen, sondern auch die "Experten" und dies fast in einem bedenklich gleichem Ausmaße. Laut Bundesverband der Investmentfonds [10] schlagen nur 3-4% der aktiven Investmentfonds sehr langfristig den Markt. Dies kann nichts anders bedeuten als: Vieles was als Können ausgegeben wird, ist nur Zufall. Die richtige Strategie für Privatanleger ist der optimale Mix über alle Anlageklassen und der Verzicht auf Modetrends. Insbesondere gilt es, sich nicht von der Illusion vermeintlich hoch gelobter Finanzinstrumente anstecken zu lassen, es gäbe DAS neue Produkt, welches bei höherer Sicherheit und höherer jederzeitigen Liquidität eine höhere Rendite erzielt. Die Eigenschaften Rendite, Liquidität und Risiko stehen immer in einer gegensätzlichen Beziehung, die auch noch so ausgefeilte, neuartige und verschachtelte Finanzprodukte nicht auflösen können. Angeblichen Experten, die solche Produkte anbieten, ist absolut höchstes Misstrauen entgegen zu bringen.

Damit wir uns richtig verstehen: Derivative Finanzinstrumente sind kein "Teufelszeug". Vielmehr sind sie wie hochwirksame Medikamente, die sorgfältig und bewusst eingesetzt werden sollten. Der wahllose Einsatz unterschiedlicher Finanzinstrumente als "Medikamentencocktail" führt genauso zum Tod wie eine "Überdosis" einzelner Instrumente.

### Die Aufgabe dieser Studie

Die Ausarbeitung – "Die Quint:Essence-Sicht der Weltwirtschaftskrise" – bietet die Informationsbasis um dem Anleger dem Weg aus der Krise aufzuzeigen. Weitere Informationen entnehmen Sie bitte der Quint:Essence der Vermögensverwaltung.

## Literatur

- [1] Bloomberg. Bloomberg World Capitalization Index WCAUWORLD:IND [online]. Available from: <http://www.bloomberg.com/apps/cbuilder?ticker1=WCAUWORLD%3AIND>.
- [2] Financial Times Deutschland. 27.11., 2008.
- [3] Thomson Financial. , 04.11.2008.
- [4] Bundesagentur für Außenwirtschaft. Öffentliche Investitionen in den USA auf Sparflamme [online]. Available from: <http://www.bfai.de/DE/Content/bfai-online-news/2008/21/medien/s2-usa-investitionen.html>.
- [5] Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ). <http://www.bis.org/>, 2008.
- [6] Morningstar. Morningstar, Inc. [online]. Available from: <http://www.morningstar.com>.
- [7] Franz Schulz. Fakten, Mythen, Perspektiven, 31.12.2000.
- [8] Der Spiegel. Ausgabe 41, seite 49, 2008.
- [9] Der Spiegel. Ausgabe 46, seite 61, 2008.
- [10] Bundesverband Investment und Asset Management e.V. [online]. Available from: <http://www.bvi.de>.
- [11] Finanz und Wirtschaft. , 21.07.07.
- [12] Finanz und Wirtschaft. , 22.11.08.
- [13] Finanz und Wirtschaft. , 26.11.08.
- [14] Frankfurter Allgemeine Zeitung. , 10.10.2008.
- [15] Frankfurter Allgemeine Zeitung. Seite 14, 15.11.2008.
- [16] Frankfurter Allgemeine Zeitung. , 20.10.08.
- [17] Frankfurter Allgemeine Zeitung. Seite 15, 27.11.2008.

## Rechtshinweis

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und sind daher unverbindlich. Soweit in dieser Ausarbeitung Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Ausarbeitung und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Ausarbeitung stellt ferner keinen Rat oder Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Ausarbeitung dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung durch Ihren Berater erforderlich. Ausführliche produktspezifische Informationen entnehmen Sie bitte bei den Investmentfonds dem aktuellen vollständigen Verkaufsprospekt, dem vereinfachten Verkaufsprospekt sowie dem Jahres- und ggf. Halbjahresbericht. Diese Dokumente bilden die allein verbindliche Grundlage für den Kauf von Investmentanteilen. Sie sind kostenlos am Sitz der Verwaltungsgesellschaft (Quint:Essence Capital S.A. 2, parc d'activité Syrdall, 5365 Munsbach) sowie bei den Zahl- und Informationsstellen (M.M.Warburg Bank Luxembourg S.A., 2, Place Dargent in L-1413 Luxemburg oder M.M.Warburg & CO KGaA, Ferdinandstr. 75 in D-20095 Hamburg) erhältlich. Die steuerliche Behandlung hängt von den persönlichen Verhältnissen des Anlegers ab und kann künftig Änderungen unterworfen sein. Nähere steuerliche Informationen entnehmen Sie bitte dem Verkaufsprospekt. Personen, die Investmentanteile erwerben wollen, halten oder eine Verfügung im Hinblick auf Investmentanteile beabsichtigen, wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die individuellen steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens oder der Veräußerungen der in dieser Unterlage beschriebenen Investmentanteile beraten zu lassen. Für Schäden, die im Zusammenhang mit der Verwendung und/oder der Verteilung dieser Ausarbeitung entstehen oder entstanden sind, übernimmt die Verwaltungsgesellschaft keine Haftung. Die Wertentwicklung soweit sie die aufgeführten Investmentfonds betrifft, welche durch die Quint:Essence Capital S.A verwaltet werden, wurde nach BVI-Methode, d.h. ohne Ausgabeaufschlag, berechnet. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für künftige Performance dar. Die künftige Wertentwicklung hängt von vielen Faktoren wie der Entwicklung der Kapitalmärkte, den Zinssätzen und der Inflationsrate ab und kann daher nicht vorhergesagt werden. Für die Beratungsleistung erhält der Vermittler eine Vergütung aus dem Ausgabeaufschlag sowie der Verwaltungsvergütung. Detaillierte Informationen stellt der Vermittler oder die Verwaltungsgesellschaft auf Anfrage zur Verfügung.



Quint:Essence Capital