

## ANLAGEPOLITIK 2012

Inhalt		Seite
Auf einen Blick:	Unsere aktuelle Einschätzung	2
Rück- und Überblick:	Eine gefährliche neue Phase	3
Wirtschaft und Politik:	Die Wette gilt	7
Devisen:	Das Endspiel war übertrieben	10
Einwurf:	Ein nachhaltiger Weg	13
Rohstoffe:	Das Beste aus allen Kolumnen	16
Anleihen:	Der Verlust der Risikofreiheit	19
Aktien:	Anhaltende Achterbahnfahrt	22
Fazit für die Anleger:	Geduldig bleiben	25

## Unsere aktuelle Einschätzung auf einen Blick

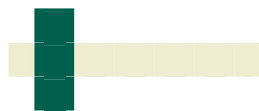
### Anleihen



Die Renditen von Bundesanleihen und Pfandbriefen bewegen sich auf Rekordtiefs, die für langfristige Käufe nicht attraktiv erscheinen. Bei langfristiger Anlage drohen empfindliche Kursverluste.

Es ist wichtiger denn je, vor einer Anlage die eigene Risikobereitschaft auszuloten und den Emittenten bewusst zu wählen. Stabile Unternehmen, vertrauenswürdige Staaten mit eigener Währung und auch Schwellenländer verdienen im Anleihenbereich Beachtung. Wir empfehlen weiterhin, gerade auch in diesem Segment flexibel zu bleiben und breit zu streuen.

### Aktien



Angesichts des beginnenden Konjunkturunbruchs und der Folgen der akuten Staatsschuldenkrisen sind die Kurse trotz der schwachen Entwicklung in 2011 noch zu hoch. Die Gefahr eines hartnäckigen Kurseinbruchs sollte nicht unterschätzt werden. Wir empfehlen stark reduzierte und ausgewählte Aktienengagements in defensiven Titeln.

### Rohstoffe



Den Rohstoffpreisen trauen wir aufgrund der konjunkturellen Aussichten keine schnelle Erholung zu. Gold hingegen beurteilen wir weiterhin als langfristig aussichtsreich. Öl könnte sich bei einer Zuspitzung der politischen Lage im arabischen Raum verteuern.

### Alternative



Bei den Offenen Immobilienfonds (OIFs) wird sich die Marktlage in den nächsten Monaten weitgehend klären. Es empfiehlt sich, diese Entwicklung abzuwarten.

Ausgewählte Investments mit „Absolute Return“-Konzept präsentieren sich unverändert attraktiv.

### Liquidität



Die Verzinsung liquider Anlagen dürfte in absehbarer Zeit nicht mehr steigen. Mit ihnen lässt sich nach Inflation und Steuern keine reale Wertsteigerung erreichen. Als Parkplatz vor einer längerfristigen Investition (vor allem am Aktienmarkt) haben kurzfristige Anlagen dennoch ihre Berechtigung.

### Währungen



Angesichts der zahlreichen Ungewissheiten sollte ein breit gestreutes Portfolio auch ausgewählte Fremdwährungen umfassen. In Europa bevorzugen wir die Norwegische und die Dänische Krone. Neben dem US-Dollar sehen wir für geduldige Anleger auch Chancen im chinesischen Yuan Renminbi und im Hong Kong Dollar.

- +

## Rück- und Überblick: Eine gefährliche neue Phase

*„Der Markt kann nur dann funktionieren,  
wenn er seine Moral hat.“  
(Vaclav Havel, 1936 - 2011)*

Eine der großen Fragen der Menschheit lautet ohne Zweifel: Warum bricht ausgerechnet in der vermeintlich „staden Zeit“ des Advents allerorten die große Hektik aus? Vermutlich liegt es gar nicht am oft bejammerten Geschenkerausch, sondern daran, dass sich Weihnachten und Silvester nicht trennen lassen. Wer von den diversen Jahreswechsel-Aktivitäten noch nicht ausgelaugt ist, scheitert spätestens daran, Jahresrückblicke und Besinnlichkeit mental unter einen Hut zu bekommen.

Einen lobenswert kompakten Jahresrückblick bietet stets die Gesellschaft für Deutsche Sprache, indem sie das „Wort des Jahres“ kürt. Für 2011 heißt der Gewinner „Stresstest“, auf den Plätzen folgen „hebeln“ und „Arabellion“. Es sagt bereits sehr viel über das verdämmernde Jahr aus, dass keines der drei prägendsten Wörter frei ist von Bezügen zu den Finanzmärkten. Versuchen wir daher, das gegenwärtige Umfeld eines Anlegers anhand der drei Wörter zu skizzieren:

**Arabellion:** Revolutionen lösen selten die Versprechen ein, welche die Revolutionäre der ersten Stunden mit ihnen verbunden haben. Auch aus dem „Arabischen Frühling“ ist ein Arabischer Winter geworden. Kann man mit der Entwicklung in

Tunesien noch halbwegs zufrieden sein, so macht ein Blick nach Ägypten nervös, ein weiterer nach Libyen unglücklich, und zu Syrien fehlen einem die Worte. Aus dem verengten Blickwinkel des Ökonomischen bleibt die Hauptsorge, dass die zunehmende Instabilität der Region die Versorgung mit bezahlbarem Erdöl immer mehr gefährdet. Die nun offenbar bestätigte Entwicklung einer Atombombe durch den Iran lässt Israel über einen Präventivschlag nachdenken. Und die wichtige Regionalmacht Saudi-Arabien, deren Bevölkerung hauptsächlich aus jungen Menschen besteht, tut sich immer schwerer damit, die Unzufriedenheit im eigenen Land zurückzudrängen. Das politische Rezept mit den Zutaten „großzügige finanzielle Wohltaten“ und „hartes Durchsetzen der rigiden Vorschriften“ greift immer weniger und wird auch immer teurer zu bezahlen. Doch der an billigem Öl interessierte Westen muss nicht nur politische Unruhen im wichtigsten Förderland fürchten: Es erscheint auch denkbar, dass Saudi-Arabien seine strategische Allianz mit den USA aufkündigt und sich mit China verbündet. Denn China hat schwer mit sozialen Unruhen vor allem im Westen des Riesenreiches zu kämpfen. Eine gesicherte Ölversorgung durch die Saudis könnte China einen Schwenk in seiner Außenpolitik wert sein. Letztlich steht „Arabellion“ dafür, dass die Entwicklung bei den Schwellenländern dynamisch

bleibt, aber divergent wird. Die relative Stabilität der vergangenen zwei Dekaden scheint zu schwinden.

**Hebeln:** Wäre es nicht so beängstigend, könnte man es zum „Schenkelklopfer des Jahres“ ausrufen. An der so genannten Hebelung von Krediten, mit der man aus dem Vorhandenen das Maximale herauszupressen versucht, entzündete sich vor vier Jahren die Finanzmarktkrise, deren Folgen uns bis heute schwer belasten. Was beschließt angesichts dessen die politische Elite Europas? Richtig, die Hebelung des so genannten Rettungsschirms. Dieser Aspekt genügt, um das Erschreckendste an der europäischen Dauerkrise zu beleuchten: Man wird das Gefühl nicht los, dass die handelnden Personen nicht einmal ahnen, was sie tun – geschweige denn, was sie tun sollten. Nun soll ein auf langfristige Stabilität ausgerichteter Sparpakt den dringend nötigen kurzfristigen Erfolg bringen. Das wird kaum funktionieren, hat doch Spanien, im Gegensatz zu Deutschland, nie gegen den Maastricht-Vertrag verstoßen, und ist trotzdem eines der großen Sorgenkinder. Die Ergebnisse des europäischen Krisenmanagements 2011 mit dem Wort „gescheitert“ zu belegen, erscheint unangebracht, denn wer scheitert, ob vorerst oder endgültig, hat doch zuvor eine gewisse Größe bewiesen. „Klänglich ver stolpert“ träfe es eher. Dieses multiple Versagen in Brüssel ist umso beklagenswerter, als auf nationaler Ebene viele

bemerkenswerte Reformfolge erzielt worden sind.

Insbesondere Deutschland wirkt von der Situation überfordert. Zum einen drängen die Investoren mit ihrem hohen Maß an Vertrauen in die deutsche Finanzpolitik das Land dazu, in Europa eine Führungsrolle zu übernehmen, vor der es sich immer drücken wollte. Zum anderen gelingt es Deutschland nicht, auf irgendeiner wichtigen Position vertreten zu sein. Ex-Bundesbankchef Weber verzichtete kampflos auf die EZB-Präsidentschaft, mit Jürgen Stark warf auch der ökonomische Kopf der EZB freiwillig das Handtuch. Und nach dem unappetitlichen Abgang Strauß-Kahns als Chef des IWF wurde seine Nachfolgerin quasi selbstverständlich wieder aus Frankreich rekrutiert.

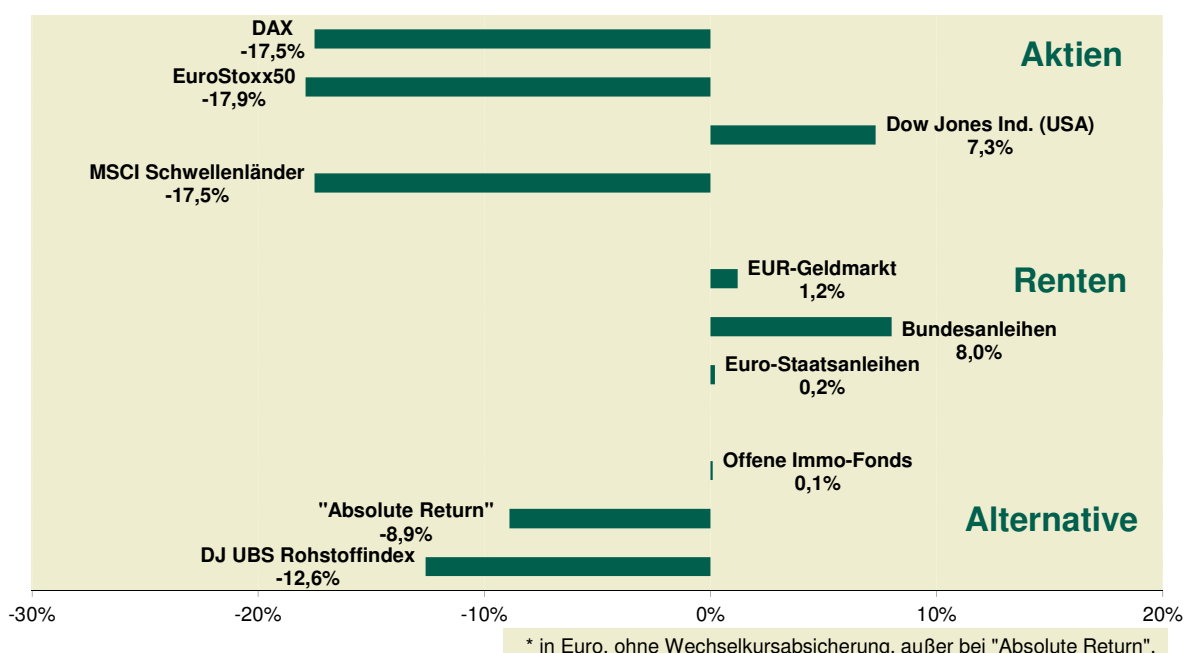
Aber auch andere Staaten ringen in der komplizierter gewordenen Welt mit sich selbst. Die USA mussten die Blamage einstecken, dass ihre Staatsschulden nicht mehr als über jeden Zweifel erhaben eingestuft, bzw. „geratet“, werden. Gleichzeitig deutet die Insolvenz des relativ großen Jefferson County in Alabama darauf hin, dass die Zahlungsfähigkeit der Öffentlichen Hände in den USA eben doch nicht nur eine Frage der politischen Beschlussfähigkeit ist – das auch -, sondern auch Züge eines klassischen Überschuldungsproblems trägt. Kein Wunder: Allein für seine beiden großen, ehemals halbstaatlichen Hypo-

thekebanken haben die USA bereits mehr bezahlt, als Griechenland an Krediten bekommen hat. In der Selbstdarstellung sind die USA nach wie vor um Klassen besser als die Europäer. Die spannende Frage ist nun, ob die Amerikaner es auch diesmal wieder schaffen, aus der Asche einer großen Krise wie Phoenix aufzusteigen.

**Stresstest:** In diesem Wort des Jahres bündelt sich tatsächlich alles: Ganz 2011 war mehr oder weniger ein Stresstest für jeden, zumindest für jeden Anleger. Aus dem Medizinischen kommend, macht der Begriff vor nichts mehr Halt, nicht einmal vor Bahnhöfen. Trotzdem musste mancher feststellen, dass kein Test so stressig ist wie das Leben selbst: Der französisch-belgische Finanzkonzern Dexia hatte den europäischen Banken-Stresstest souverän

bestanden und musste nur wenige Wochen später doch Insolvenz anmelden. Viele Investoren versuchen sich angesichts solcher Kapriolen gar nicht mehr an Prognosen oder am Abwägen. So wurde 2011 das „RO-RO“-Jahr: Ein Tag ohne schlechte Nachrichten, das war ein „Risk On“-Tag: Unterschiedlos wurde von Aktien bis zweifelhafte Anleihen alles gekauft, was irgendwie Rendite verspricht. Am nächsten Tag eine Hiobsbotschaft, dann schaltet man auf „Risk Off“ um und kaufte Bundesanleihen oder Schweizer Franken. Die in Korrelationen gemessenen Muster an den Finanzmärkten waren 2011 so extrem wie seit einem halben Jahrhundert nicht mehr. Unter dem Strich hat es nicht viel gebracht: Die meisten Anlagenklassen werden den Investoren ein Minusjahr bescheren.

### Vorläufige Wertentwicklung in 2011 (Stand 16.12.)\*



Man muss es leider auf den Punkt bringen: In 2011 ist die globale ökonomische Lage in schwere Turbulenzen geraten. Die neue IWF-Chefin Lagarde bestätigt dies, wenn sie von einer „gefährlichen neuen Phase“ spricht. In der Tat gibt es, auch mit Blick auf die erlahmende Weltwirtschaft, derzeit wenig Hoffnung auf eine schnelle und durchgreifende Besserung. Andererseits gibt es aber reichlich Krisenherde, die für ein Desaster sorgen könnten. Dabei darf man nicht nur an die Gefahr eines unkontrollierbaren Auseinanderbrechens des Euroraums denken oder an die reale Möglichkeit, dass der Koloss China bei seinem Dauerlauf an die ökonomische Spitze ins Straucheln geraten könnte. Inzwischen wird in den westlich orientierten Ländern die Marktwirtschaft mit einer Intensität in Frage gestellt wie seit einer Generation nicht mehr.

Ein Buch, dessen Seitenzahl nicht einmal ein Sechstel des Alters seines Autors erreicht, war in Europa das Buch zum Jahr der „Occupy!“-Bewegung. Der 93-jährige Stéphane Hessel traf mit seinem Essay „Empört Euch!“ einen Nerv. Wie die ganze Bewegung vermischte er berechtigte Kritik mit kruden Thesen. Doch dies darf eine Gesellschaft nicht verwundern, die zugelassen hat, dass die Grenzen zwischen der Marktwirtschaft und einem selbstzerstörerischen Kapitalismus allzu fließend wurden. Dass solche Kritik auch

im Finanzgewerbe, dem vermeintlichen Feind, auf viel Zustimmung stößt, wird wohl nichts an einer schlichten politischen Logik ändern: Der fundamentale Protest ist bereits jetzt intensiv, eine schwache wirtschaftliche Entwicklung und die Sparbeschlüsse für die Staatshaushalte könnten sie weiter anfachen. In einem solchen Klima müssen Investoren damit rechnen, dass ihre Interessen in der Politik nicht mehr eine so große Rolle spielen wie in den Vorjahren.

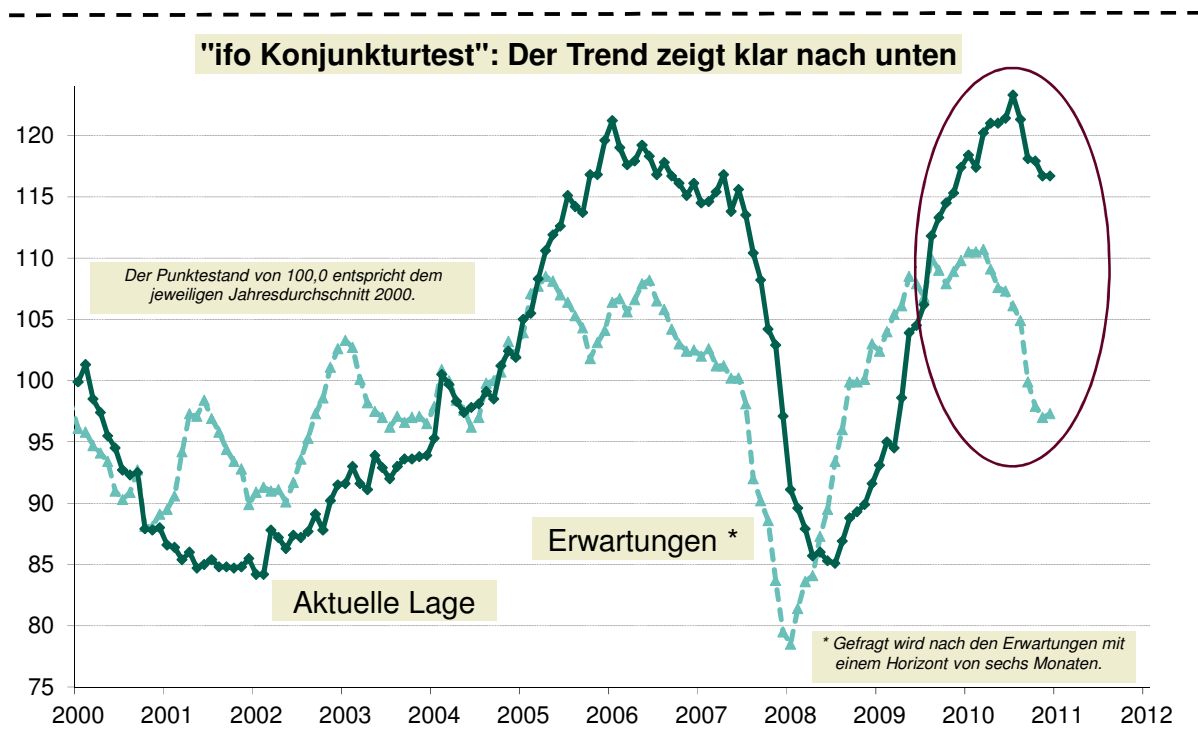
Sie werden aber auch Zeugen eines interessanten Experiments: Es scheint nun alles darauf hinauszulaufen, dass Kontinentaleuropa der Krise mit einer soliden Sparpolitik begegnen will, während die angelsächsischen Staaten die Schuldenkrise mit zunächst noch mehr Schulden bekämpfen wollen. Man darf gespannt sein, welche Konzepte sich durchsetzen. Nachhaltig zu Ende gedacht wirken derzeit beide Ansätze noch nicht.

Das Wesen der Weihnacht besteht ursprünglich ja darin, eine Botschaft des Trostes in die Welt zu senden, eine Welt, an der man oft verzweifeln könnte. Mit diesem Trost sollten sich nicht nur Jahresrückblicke überstehen lassen, er sollte auch verzweifelte Anleger erreichen: Selbst in ungewöhnlichen und schwierigen Zeiten ist noch eine sinnvolle Geldanlage möglich.

## Wirtschaft und Politik: Die Wette gilt

Auch wenn es in der täglichen Hektik des Börsengeschäftes immer wieder vergessen wird: Die Bewegungen der Konjunktur sind nicht zu trennen von den politischen Entwicklungen und gesellschaftlichen Strömungen. Macht man sich klar, in welchem Ausmaß das Vertrauen in

gesellschaftliche Grundpfeiler wie Verlässlichkeit der Politik als auch Solidität der Währung zuletzt erschüttert worden sind, kann es nicht verwundern, dass der vor Jahresfrist noch bejubelte „Aufschwung XXL“ ein jähes Ende gefunden hat.



Der Analytiker findet viele Ursachen für die deutliche Eintrübung der Konjunktur. Am augenfälligsten ist natürlich die sich stetig ausweitende europäische Schuldenkrise. Sie hat mittlerweile nicht nur die meisten europäischen Staaten im Würgegriff, sondern bedroht auch das globale Bankensystem; denn nicht nur europäische Banken haben den Öffentlichen Händen auf dem Alten Kontinent große Summen anvertraut. Hinzu tritt, dass wohl einige US-Banken in großem Ausmaß Kredit-

ausfallversicherungen (so genannte CDS) auf europäische Banken verkauft haben. Sollte der Versicherungsfall in Form einer Staatspleite eintreten, könnte das eine oder andere Institut gefährlich ins Schlingern geraten. So untergräbt Europas Krise nicht nur das Vertrauen und bremst Konsum- wie Investitionsbereitschaft. Gleichzeitig halten sich viele Banken bei der Kreditvergabe nun stark zurück, da sie ihr Kapital zusammenhalten wollen und müssen.

Aber auch von der anderen Seite des Atlantiks kommt seit längerem keine Unterstützung. Das politische System der USA scheint in eine Sackgasse geraten zu sein, die beiden Parteien blockieren sich gegenseitig und verhindern damit einen Neustart.

In den vergangenen Jahren haben die USA die Ursache ihrer Misere oft in China gesucht. Doch nun zeigt sich: Wenn es China schlechter geht, nützt das auch Amerika nichts. Um die wachsenden unzufriedenen Bevölkerungsteile zu beruhigen und den Anstieg der Lebensmittelpreise zu dämpfen, musste sich die chinesische Führung auf die Bekämpfung der Inflation konzentrieren. Dabei blieb aber offenbar doch das Wachstum auf der Strecke, was wiederum den dringend benötigten Aufbau von Arbeitsplätzen hemmt. Etliche Beobachter meinen zwar, es sei keine Krise, wenn China nicht mehr so schnell wachse, doch China braucht das Wachstumstempo, um den gesellschaftlichen Frieden zu erhalten. Und für den Westen bedeutet weniger Wachstum in China eben auch eine Dämpfung der eigenen Konjunktur.

Wenn ein Abschwung droht, eilt üblicherweise die Geldpolitik zur Hilfe: Die Zentralbanken senken dann ihre Zinsen. Doch in den meisten etablierten Staaten liegen die Zinsen bereits nahe Null. Nur die EZB hat noch etwas Spielraum. Sie hatte im Sommer in zwei Schritten ihren Leitzins

auf 1,50 % p.a. hochgesetzt und beeilte sich, unter dem neuen Präsidenten Mario Draghi wieder den Ausgangswert von 1,00 % p.a. zu erreichen. „Wir sehen eine milde Rezession kommen, aber keine Inflation“, so der Italiener.

Die Wette gilt!, möchte man ihm zurufen. Keine Inflation? Aktuell liegt die Teuerung bei knapp 3 % p.a., und selbst die offiziellen Schätzungen der EZB rechnen auf Jahressicht nicht damit, dass die Inflation deutlich unter 2 % p.a. sinkt. Übrigens: In den USA liegt die Inflationsrate deutlich über 3 % p.a., und in Großbritannien verläuft die Teuerung mit über 4 % p.a. noch schneller – bei gleichzeitig 0 % Wachstum. Dieses Szenario der Stagflation bleibt auch für Deutschland eine ernste Gefahr. Nicht nur die extrem ausgedehnten Geldmengen bergen ein anhaltendes Inflationspotential, auch die Schwellenländer exportieren inzwischen Inflation. Damit hat sich der wichtigste preisdämpfende Faktor der vergangenen zwei Jahrzehnte zu unseren Ungunsten gedreht.

Letztlich muss man festhalten: Der 2009 gestartete Aufschwung lief offenkundig nur auf Pump. Der aufgestaute Nachholbedarf einerseits und die massiven staatlichen Stützungsmaßnahmen andererseits haben eine Stichflamme erzeugt, aber nicht nachhaltig für Feuer unter dem Konjunkturtopf sorgen können. Man muss sich eingestehen: Nach einer Ausnahmesituation,

wie sie der tiefe Absturz der Finanzmarktkrise darstellt, ist das normal. Die Herausforderung für 2012 besteht darin, den Abschwung nicht in eine schmerzhaft Depression kippen zu lassen.

Auf längere Sicht gehen wir nämlich davon aus, dass die Grundlagen für einen neuen dauerhaften Aufschwung bereits gelegt werden. Die Ursachen dafür finden sich gerade in den gegenwärtigen Krisen. (Keine Sorge, an dieser Stelle verzichten wir auf den notorischen Hinweis, das chinesische Schriftzeichen für Krise ... Sie wissen schon ... trotzdem stimmt es, dass Krisen auch Chancen sind.) Denn unter dem Druck, von dringend benötigten Anlagegeldern abgeschnitten zu werden, haben sich die europäischen Staaten zu schmerzhaften Reformen durchgerungen. Verglichen mit dem Schneckentempo der vergangenen zwei Jahrzehnte wurden Reformen mit Überschallgeschwindigkeit durchgezogen. Denkt man an die Erfahrungen, die auch Deutschland nach 2003 gesammelt hat, dann sollte das Zurückstutzen des staatlichen Einflusses auf die Wirtschaft die Kräfte des marktwirtschaftlichen Wettbewerbs wiederbeleben.

In den USA wird eine solche Aufbruchstimmung seit Jahren herbeigesehnt. Die (erste) Amtszeit Barack Obamas wird diese nicht mehr liefern können. Doch die Chancen stehen nicht schlecht, dass sich spätestens nach der Präsidentschaftswahl im November die Wolken auflösen. Ein

allmähliches Ende der stark belastenden Eigenheimkrise erscheint möglich; käme noch ein Ende des politischen Patts hinzu, könnten die USA wieder durchstarten. Die ökologisch wie technisch umstrittene Ausbeutung von Schiefergas hat bereits zu Investitionen geführt, die etliche Beobachter als Vorboten einer Re-Industrialisierung Amerikas interpretieren. So oder so, man sollte sich davor hüten, ein dynamisches Land wie die USA vorschnell abzuschreiben.

Einen weiteren Aktivposten für die Weltwirtschaft stellen die Schwellenländer dar, auch wenn sie derzeit mehrheitlich etwas außer Tritt geraten sind. Allein das kombinierte Wachstum 2011 der vier BRIC-Staaten Brasilien, Russland, Indien und China entsprach voraussichtlich der gesamten Wirtschaftsleistung des G7-Landes Italien. Sicherlich sollten die Erfolge der Vergangenheit nicht einfach in die Zukunft fortgeschrieben werden, doch das Potential der aufstrebenden Länder ist immer noch erheblich.

Derzeit lassen die globalen Frühindikatoren bis in den Frühling hinein kein Wachstum erwarten. Solange aber größere Schocks ausbleiben, wovon wir ausgehen, stehen die Chancen gar nicht so schlecht, dass es bei einem Flirt mit der Rezession bleibt.

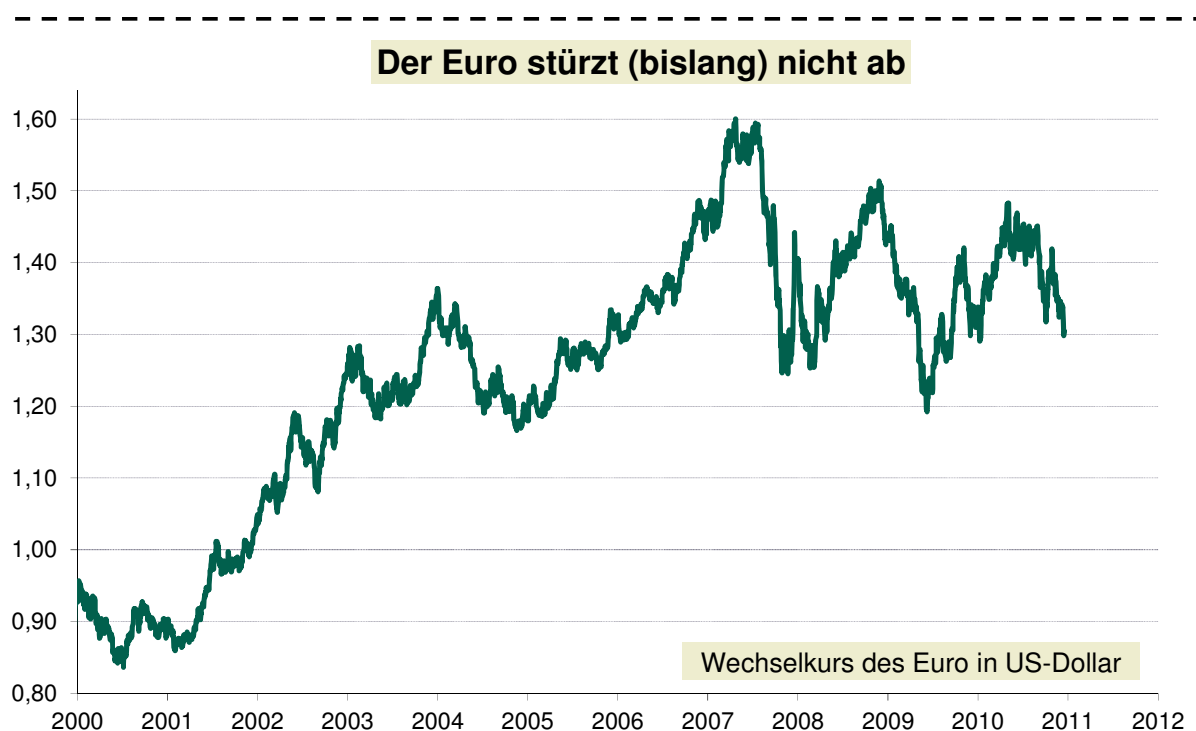
Ach ja: Wenn es so kommt, wird Signor Draghi die Inflation nicht mehr übersehen können – wetten?

## Devisen: Das Endspiel war übertrieben

Zugegeben: Der Euro ist ja nur eine Währung. Trotzdem ist die Vorstellung charmant, eine kleine runde Euro-Münze schreibe Weihnachtskarten und sie hätte den Humor, Mark Twain zu zitieren: „Die Berichte über mein Ableben waren übertrieben.“ Zur Häme hätte der Euro allen Grund, denn vor Jahresfrist hatten gerade in den USA Kommentare kursiert, in 2011 käme es zum „Endspiel“ um den Euro. Doch kurz vor Jahresende gibt es den Euro noch - und er notiert gegenüber dem US-Dollar ziemlich genau auf dem gleichen Niveau wie vor zwölf Monaten.

Die meiste Zeit dazwischen stand der Euro sogar höher.

Dies zeigt: Es ist und bleibt zu kurz gesprungen, die europäische Krise als Euro-Krise zu bezeichnen. Unter allen europäischen Symbolen und Einrichtungen genießt die gemeinsame Währung noch am ehesten Vertrauen. Dabei profitiert sie natürlich auch von der Schwäche anderer. So ist das Problem der zu hohen öffentlichen Verschuldung in den USA zwar gänzlich anders gelagert als in Europa, aber letztlich ähnlich brisant.



Auch gegen andere europäische Währungen blieb der Euro in 2011 recht stabil. Die große Ausnahme bildete der Schweizer Franken. Erst nach einem aberwitzigen Höhenflug des Franken zog die

Schweizerische Nationalbank (SNB) die Notbremse und verkündete im September einseitig einen Mindestkurs von 1,20 Franken gegenüber dem Euro. Bislang war die SNB damit erfolgreich: Die Märkte fügten

sich ihrer Drohung, den Mindestkurs „mit aller Konsequenz“ durchzusetzen. Doch die Schweiz hat sich damit ans Schicksal des Euroraums gekettet, und es ist unklar, wie dieses Abenteuer endet. Allein 2011 hat sich in der Schweiz die Geldmenge verfünffacht, wodurch auch in der vermeintlich stabilen Eidgenossenschaft die Inflationsgefahr beträchtlich wird. Als Stabilitätsanker im Portfolio erscheint der Franken derzeit nicht mehr ideal.

Damit steht in Europa als solides Land mit eigener Währung nun Norwegen an erster Stelle. Das Land der tausend Fjorde weist aufgrund seines Ölreichtums sehr gesunde Staatsfinanzen aus. Dass die nicht unerheblichen Kursschwankungen der Norwegischen Krone auch vom Ölpreis getrieben werden, muss für Anleger kein Nachteil sein, im Gegenteil. Es schwelen etliche Krisenherde, die das Potential hätten, für einen spürbar höheren Ölpreis und damit auch für eine festere Krone zu sorgen. Langfristig jedoch sollte die Krone gegenüber dem Euro schlicht die stabilere Verfassung Norwegens ausspielen.

Eine interessante Alternative stellt auch für europäische Anleger inzwischen der chinesische Yuan Renminbi dar, den nicht wenige Beobachter für die künftige Weltleitwährung halten. Peking hat 2011 verlauten lassen, die volle Handelbarkeit des Yuan Renminbi für das Jahr 2015 anzustreben; seitdem wird dessen Bewirtschaftung schrittweise gelockert. Solange

die wirtschaftliche Aufholjagd Chinas weitergeht, dürfte die bisherige Währungspolitik in Kraft bleiben und der Renminbi gegen den US-Dollar langsam, aber vergleichsweise stetig aufwerten.

Im selben Staat findet sich eine zweite interessante Anlagewährung. Denn Hong Kong benützt, obwohl inzwischen Teil des chinesischen Staatsgebiets, immer noch seinen Hong Kong Dollar. Dieser ist seit 1983 an seinen US-amerikanischen Namensvetter gebunden. Die sich daraus ergebende Notwendigkeit, die eigene Geldpolitik mit jener der USA zu verzahnen, führt zu immer stärkeren Problemen. Schließlich wächst Hong Kong mit der Dynamik Chinas, während die USA ihre wirtschaftliche Dauerkrise mit einer historisch einmalig laxen Geldpolitik bekämpfen. Die Folge: In Hong Kong explodieren die Preise für Immobilien und Lebensmitteln. Da die 2012 in Hong Kong anstehenden Wahlen starke internationale Beachtung finden werden, wäre eine Aufwertung des um wohl mindestens 25 % unterbewerteten Hong Kong Dollars eine nahe liegende Möglichkeit, die Unzufriedenheit vor allem der ärmeren Bevölkerungsschichten zu dämpfen.

Sollte diese Aufwertung unterbleiben, wäre der Hong Kong Dollar aus der Sicht des europäischen Anlegers im Grunde eine Anlage im US-Dollar. Und auch die könnte sich im aktuellen Umfeld als gute Idee erweisen. Schon in den vergangenen

Monaten wertete der US-Dollar nicht nur gegen den Euro auf. Zum einen profitiert der „Greenback“ davon, dass die Wirtschaft in den USA derzeit weniger Bremspuren aufweist als in Europa. Zum anderen sind Phasen der Unsicherheit, wie wir sie nun einmal mehr erleben, meist auch eine gute Phase für den US-Dollar. Den nach wie vor wird das meiste Geld von den USA aus investiert; und wenn die Welt unsicher wird, holen diese Anleger ihre Gelder heim und tauschen sie wieder in Dollar um.

Die Kehrseite der Medaille: Die Währungen der Schwellenländer zeigen sich derzeit mehrheitlich weich. In der Folge hat u.a. Brasilien seine Kapitalverkehrskontrollen und die Besteuerung von Zuflüssen aus dem Ausland weitgehend wieder aufgehoben. Wer als langfristiger Anleger davon ausgeht, dass die Schwellenländer grundsätzlich ihre wirtschaftliche Entwicklung weiter erfolgreich gestalten, könnte in den kommenden Monaten eine günstige Gelegenheit vorfinden, Positionen in Schwellenländern zu vertiefen.

## Einwurf: Ein nachhaltiger Weg

Am Vorabend der Finanzmarktkrise, im Juni 2007, fand im deutschen Ostseebad Heiligendamm ein „G7-Gipfel“ statt. Neben dem üblichen Hickhack bei solchen politischen Großveranstaltungen nahm die Öffentlichkeit damals vor allem die Nachricht wahr, dass die sieben wichtigen Wirtschaftsnationen gemeinsame Anstrengungen beim Klimaschutz in Angriff nehmen wollten. Das ist erst vier Jahre her, aber es wirkt, als erinnere man sich an eine andere Zeit. Denn nur ein Jahr später stand die Welt am ökonomischen Abgrund. Seitdem wird über G7-Gipfel kaum noch berichtet, denn die Schwellenländer müssen auf den neuen G20-Gipfeln Durchhalteparolen an die überschuldeten G7-Staaten ausgeben. Man spricht nicht übers Klima und über nachhaltiges Wirtschaften, sondern über Wachstum.

Wirtschaftswachstum gilt erneut als das einzige Mittel gegen jedes wirtschaftliche und gesellschaftliche Problem. Fast will man meinen, ohne Wachstum könne eine Gesellschaft gar nicht stabil bleiben. Ist das wirklich so? Sehen wir uns für ein Gedankenexperiment eine der dauerhaftesten Zivilisationen der Menschheitsgeschichte an, das Alte Ägypten. Von der Schaffung des Königreichs durch den legendären ersten Pharaon Menes bis zum kläglichen Ende als römische Provinz unter Kleopatra währte die ägyptische Hochkultur mit einigen Zwischenepochen

rund drei Jahrtausende. Nehmen wir nun an, zu Menes' Zeiten hätten die Habseligkeiten eines typischen Ägypters in einen einzigen modernen Umzugskarton gepasst. Nehmen wir außerdem an, im alten Ägypten sei die Wirtschaft jedes Jahr um 2 % gewachsen. Pro Jahr 2 % mehr Besitz, das klingt nicht nach viel und ist nach heutigen Maßstäben bescheiden. Aber immerhin: Nach 35 Jahren, also nach etwa einer Generation, wäre der zweite Umzugskarton voll. Der Enkel hätte schon vier Kartons. Und nach drei Jahrtausenden hätte jeder Ägypter so viel besessen, dass der gesamte Raum nicht dafür reichen würde, den die Erde auf ihrer Bahn um die Sonne umkreist.

Offenbar geht es also anders, als wir es gewohnt sind, und vor allem: Es muss anders gehen, wenn wir überleben wollen. Seit jedoch vor gut zweihundert Jahren die Industrialisierung begann und damit das Zeitalter der fossilen Energieträger anbrach, wurden Wachstumsraten weit jenseits der bescheidenen zwei Prozent erreicht. Dies bedeutet aber nicht einfach, dass alle Menschen wohlhabender wurden, im Gegenteil: Die Generation der heutigen Großeltern erlebt in ihrer Lebensspanne die Verdreifachung der Weltbevölkerung. Ein nicht kleiner Teil dieser heutigen Menschheit vegetiert am Existenzminimum; die Betroffenen treten uns besonders dann ins Bewusstsein,

wenn sie als Flüchtlinge aus dem Mittelmeer gefischt – und wieder in ihre Heimatländer zurückgeschickt werden.

Dass die Vorräte unseres blauen Planeten für sieben Milliarden Menschen knapp werden, ahnen wir alle, auch wenn wir es lieber nicht so genau wissen wollen. Die landwirtschaftlich nutzbare Fläche schrumpft, und nur mit enormen Einsatz von Technologie kann die Menschheit überhaupt noch ernährt werden. Doch dies geht wiederum nicht ohne hohen Energieverbrauch, wobei unsere Energieversorgung auf wackligeren Beinen steht denn je. Die leicht ausbeutbaren Erdöllager sind fast verbraucht, nur in der Tiefsee und unter anderen schwierigen Bedingungen werden wir noch fündig. Hinzu tritt: Eigentlich sollten wir weder Öl noch andere fossile Energieträger verbrennen. Erstens sind sie wegen ihrer wertvollen chemischen Eigenschaften dazu viel zu schade, und zweitens befeuern wir so den Treibhauseffekt, der mit hoher Wahrscheinlichkeit eine Destabilisierung des Klimas auch in Deutschland bedeutet.

Neu sind solche Überlegungen natürlich keineswegs. Bereits vor dreißig Jahren bewarb ein Autohersteller sein bewusst reduziert und sparsam gestaltetes neues Modell mit dem Slogan: „Für Fahrer, die den Club of Rome nicht für eine neue, heiße Disko halten.“ Denn bereits 1972 veröffentlichte jener Club of Rome, eine

nichtkommerzielle Organisation, die Studie „Grenzen des Wachstums“. Seitdem haben wir uns daran gewöhnt, im Alltag ein wenig Rücksicht auf die Natur zu nehmen. Wir sammeln etwas Altpapier, schalten ab und zu elektrische Geräte tatsächlich aus und nehmen beim Autokauf die Angabe des CO<sub>2</sub>-Ausstosses zur Kenntnis. Doch immer mehr Mitbürgern ist das nicht genug.

Ihnen erscheint es geboten, auch bei der Geldanlage die nachhaltige Verantwortbarkeit des eigenen Handelns zu thematisieren. Guter Rat ist jedoch teuer bei der Frage, wie man diese Idee umsetzt. Naheliegend erscheint es, in solche Branchen zu investieren, die mit Nachhaltigkeit in Verbindung stehen. Ein solcher Ansatz kann aber auch seine Tücken haben. Zum einen ist man nur in wenigen Branchen investiert; viele Anleger mussten bei den bis zum Totalverlust reichenden Kursstürzen der deutschen Solarbranche schmerzlich erfahren, welche Konsequenzen diese mangelnde Risikostreuung in der Geldanlage nach sich ziehen kann. Zum anderen gibt es auch bei der Nachhaltigkeit kein „Schwarz“ und „Weiß“. So bestehen z.B. die nun in großen Mengen produzierten Solarzellen aus giftigen Materialien, deren umweltschonende Entsorgung derzeit nicht möglich ist. Man erinnere sich: Auch die Kernenergie wurde einmal mit großem Enthusiasmus begrüßt und man ging optimistisch davon aus, die Frage der

Entsorgung schon noch rechtzeitig lösen zu können. Es irrt der Mensch, solange er strebt.

Erfolg versprechender als die Konzentration auf gewisse Branchen erscheint ein Ansatz, der den Begriff der Nachhaltigkeit umfassender interpretiert. Unternehmen jeder Branche können verantwortlich handeln, ob beim Einkauf, bei der effizienten, ressourcenschonenden Produktion oder auch beim Umgang mit den eigenen Mitarbeitern. Auch bei diesem umfassenden Ansatz gibt es Fragen und Interpretationsspielräume. Doch es geht in erster Linie darum, den drängenden Fragen nicht auszuweichen: Was hilft, eine Klimakatastrophe zu verhindern oder wenigstens abzumildern? Was entlastet in der drängenden Frage nach der künftigen Energieversorgung? Was schont die Umwelt? Was trägt zur Ernährung von künftig wohl sogar neun Milliarden Menschen bei? Was sichert ein friedliches Zusammenleben auf diesem Planeten?

Man muss die Fragen stellen, man muss sich diesen Fragen stellen, und mit der Zeit werden sich immer bessere Antworten auf diese und weitere Fragen finden. Auch jetzt gibt es bereits gute Antworten.

Zurück ins historische Ägypten: Bekanntlich war es ein weiterer Pharaos, der auf einen gewissen Joseph hörte und während sieben fetter Jahre für die folgende Dürre vorsorgte. Wir leben in den noch fetten Jahren einer reichen Versorgung mit Ressourcen aller Art. Fraglos wäre es weise, diese Jahre zu nutzen, um Antworten für die dürreren Jahre zu haben.

Daher soll künftig die grüne Farbe unseres Bankhauses auch dafür stehen, dass wir uns mehr und mehr bemühen werden, in Fragen der Nachhaltigkeit um immer bessere Antworten zu ringen. Nachhaltige Investments sollen sich zu einem wichtigen Bestandteil unserer Anlageideen entwickeln. Wir freuen uns über jeden, der uns auf diesem Weg begleiten möchte.

## Rohstoffe: Das Beste aus allen Kolumnen

Seit 1999 gibt es nun den Euro, und seitdem passiert jedes Jahr das Gleiche: Der in Euro ausgedrückte Preis von Gold liegt an jedem Silvestertag höher als im Vorjahr. Wenn in den letzten Dezembertagen nicht mehr allzu viel passiert, wird auch Silvester 2011 nicht die erste Ausnahme von dieser Regel. Vielen wird mulmig dabei: Wie lange kann sich das Gold noch verteuern?

Entwarnung kam nun aus scheinbar wenig berufener Feder: Axel Hacke outete sich in seiner Kolumne „Das Beste aus aller Welt“, die ihn populär gemacht hat, als schlechter Börsentaktiker; er habe immer genau dann Aktien gekauft, wenn ein Börsenboom zu Ende ging. Solange er also noch kein Gold besitze, so Hacke, könne das Finale des Goldrauschs nicht erreicht sein.

Auch wer sich dadurch beruhigt fühlt, könnte sich die Frage stellen, ob es sich bei Gold überhaupt um den richtigen Rohstoff für langfristig denkende Anleger handelt. Führt man sich die auf den vorangegangenen Seiten angesprochene Knappheit lebenswichtiger Ressourcen vor Augen, erscheint Gold als ein Randthema. Es wäre ja einer Überlegung wert, der steigenden Knappheit zuvorzukommen und Rohstoffe jetzt zu kaufen: Neben einem Gewinn für den Anleger könnte die erhöhte Nachfrage zu einer Vertauung von Rohstoffen führen und den

wünschenswerten Trend zur Ressourcenschonung beschleunigen.

Zweifellos ist es so, dass der enorme Anstieg der Rohstoffpreise im vergangenen Jahrzehnt hauptsächlich darauf zurückzuführen war, dass das recht knappe Angebot an Rohstoffen einer ständig steigenden Nachfrage gegenüberstand: Der Anstieg der Weltbevölkerung und der zunehmende Wohlstand in den Schwellenländern fanden hier ihren Niederschlag. Grundsätzlich dürfte diese Situation auch bestehen bleiben. Trotzdem ist es gefährlich, zu lange in Rohstoffen wie Weizen oder Kupfer anzulegen, denn deren Lagerung verursacht unweigerlich hohe Kosten. So werden mögliche Gewinne, die man nicht rasch genug auch realisiert, durch die laufenden Kosten schnell wieder vernichtet. Außerdem schwanken die Rohstoffpreise stark. So hat der Preis für das besonders konjunktursensible Kupfer aufgrund der Sorgen um den Zustand der Weltwirtschaft im zweiten Halbjahr 2011 um mehr als ein Viertel nachgegeben.

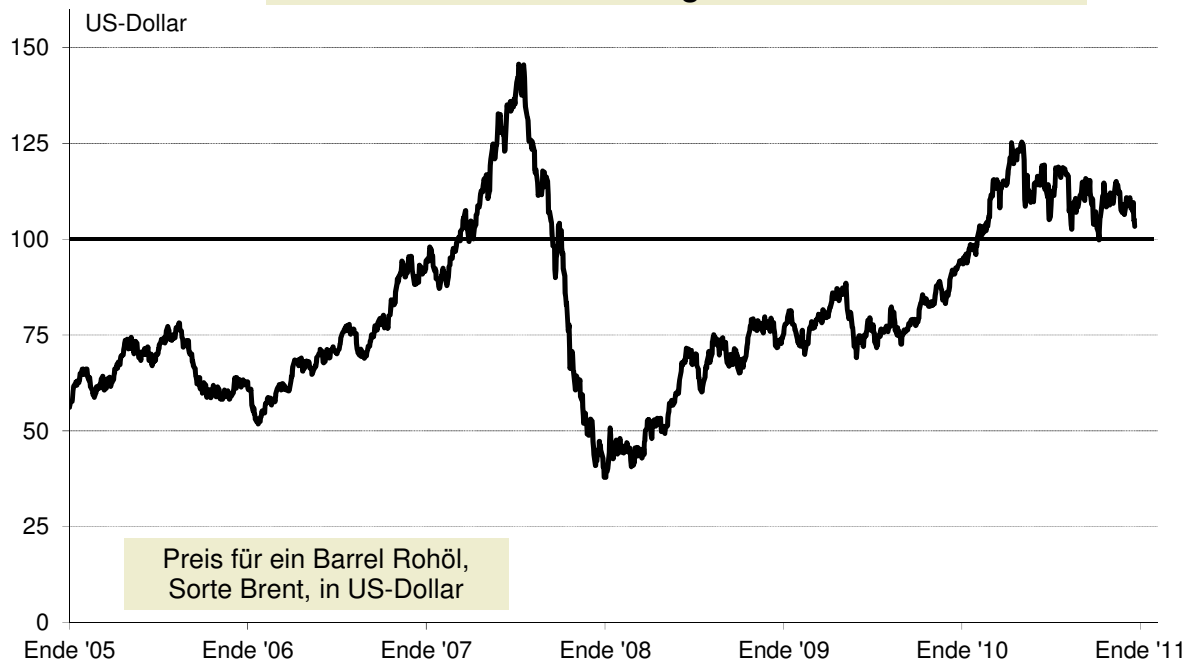
Nachdem die ökonomischen Rahmenbedingungen den stärksten Einfluss auf die Rohstoffpreise ausüben, folgt aus unserer skeptischen Einschätzung der globalen Konjunkturlage ganz klar: Wir empfehlen derzeit nicht, mit größeren Positionen in Rohstoffe zu investieren. Besonders die relativ verhaltene Lage in

China mahnt zur Vorsicht: In der vergangenen Dekade war es insbesondere China mit seinem Rohstoffhunger, das die Preise immer wieder nach oben getrieben hat.

Das heißt natürlich keineswegs, dass die breiten Rohstoffmärkte im gesamten Jahr 2012 uninteressant wären. Erstens besteht berechtigte Hoffnung, dass sich die Konjunktur nicht wenigstens im zwei-

ten Halbjahr wieder verbessert. Von einem tieferen Preisniveau als dem heutigen dürfte sich dann bei vielen Rohstoffen ein neuer Aufwärtstrend bilden. Zweitens haben wir bereits während der letzten Krise erlebt, dass vor allem Schwellenländer strategische Reserven bilden, wenn die Rohstoffpreise sehr tief fallen. Und drittens kann es in einzelnen Rohstoffen zu Sonderbewegungen kommen.

### Öl hält sich trotz Rezessionsgefahr noch über 100 Dollar



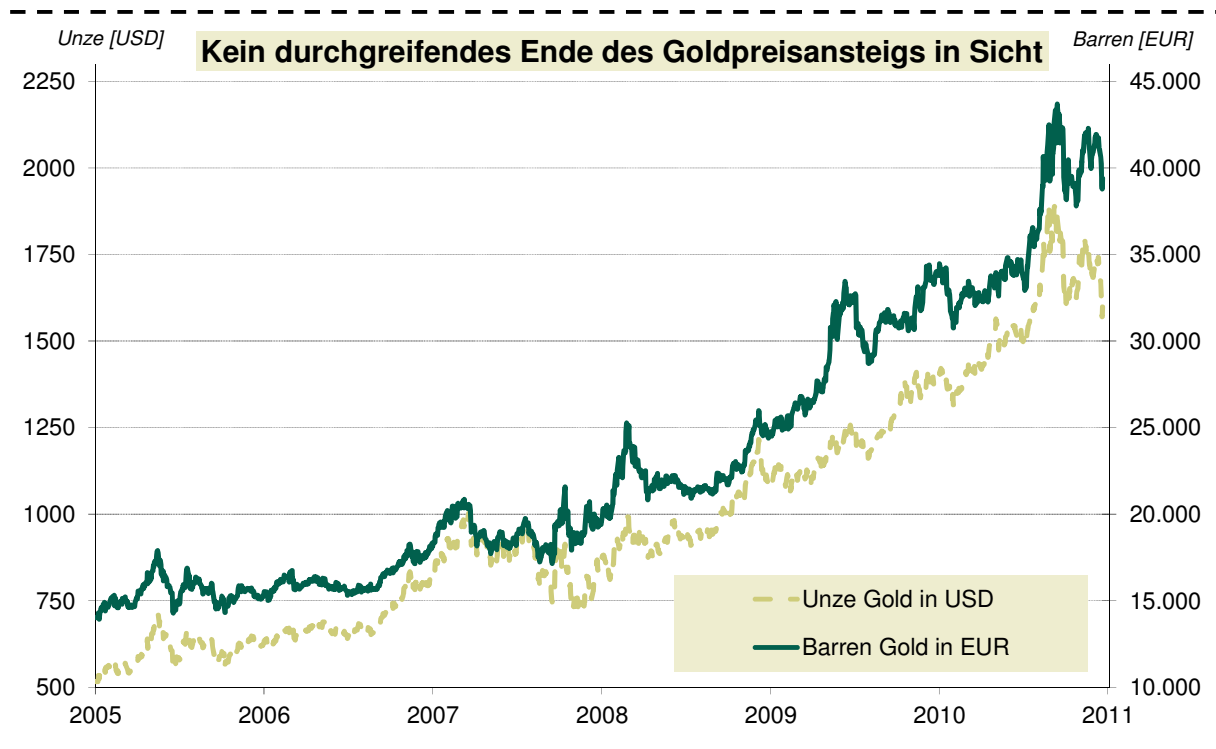
Ein heißer Kandidat dafür ist das Erdöl. Da sich die meisten politischen Krisenherde im Nahen Osten finden, ist die Wahrscheinlichkeit hoch, dass der Ausbruch einer geopolitischen Krise den Ölpreis nach oben jagt und damit gleichzeitig die Wirtschaft schwer belastet. Aus Anlegersicht erscheint es daher vernünftig, sich in geeigneter Weise auf einen steigenden Ölpreis einzurichten. Eine Möglichkeit

dazu ist die Anlage in einer mit dem Öl verbundenen Währung wie der Norwegischen Krone.

Und dann gibt es ja immer noch das Gold, das in den ersten acht Monaten rasant zulegte und sich um rund ein Drittel verteuerte. Zum Jahresende hin sind jedoch viele Anleger verunsichert, weil das gelbe Metall rund 20 Prozent tiefer steht als bei seinem im Spätsommer erreichten

Rekordstand von rund 1.900 US-Dollar. Ebenfalls Anlass zum Nachdenken gibt, dass der Goldpreis zuletzt recht parallel zu

den Auf- und Abs an den Aktienmärkten schwankte – von einem Krisenprofiteur erwartet man eher das Gegenteil.



Wir sind dennoch der Ansicht, dass der gegenwärtige Abwärtstrend schlicht eine Gesundung des spekulativ überhitzten Goldmarktes bedeutet. Grundsätzlich sind die wichtigsten Triebfedern für den langfristigen Preisanstieg des Goldes intakt: Erstens bewegen sich die Zinsen weltweit immer noch auf extrem tiefen Niveaus und liegen unter den Inflationsraten. Zweitens bestehen die Unsicherheiten fort, wie

stabil die drei wichtigsten Währungen der Welt überhaupt noch eingeschätzt werden können; und bei Dollar, Euro und Yen ist auch keine tiefgreifende Besserung in Sicht. Wir gehen daher je nach Marktentwicklung davon aus, dass sich in den nächsten Wochen oder Monaten ein erneuter Kauf von Gold lohnen sollte. Alles natürlich unter dem Vorbehalt, dass Axel Hacke nicht die Nerven verliert.

## Anleihen: Der Verlust der Risikofreiheit

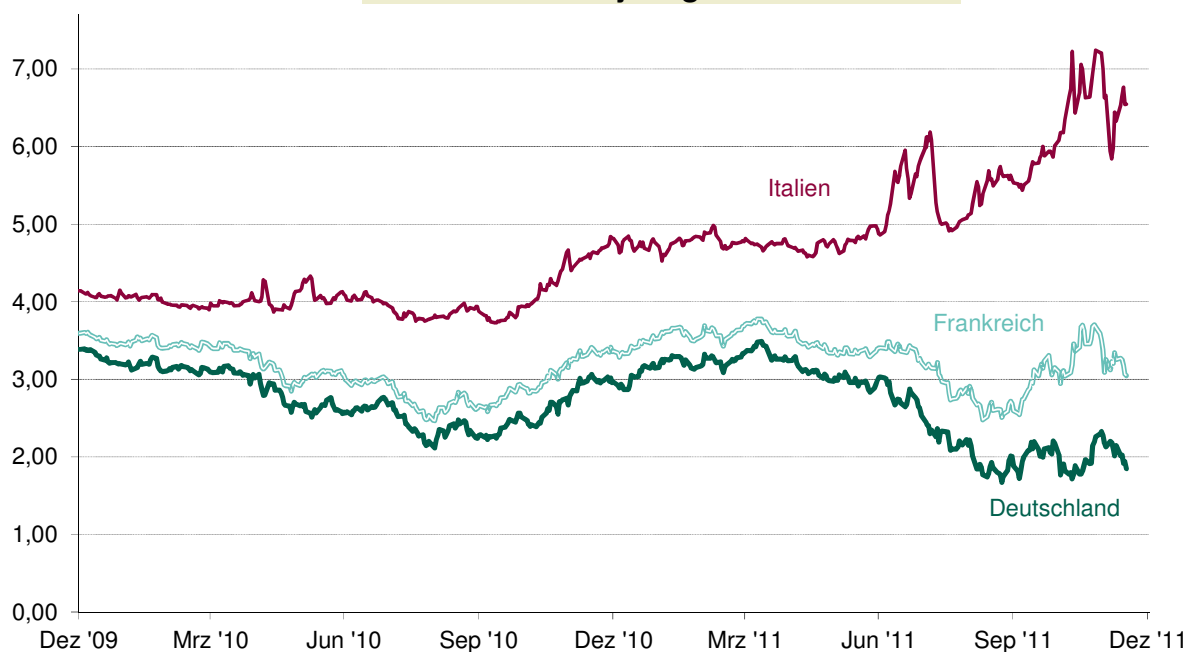
Für die Akteure an den Anleihenmärkten war 2011 ein übles Jahr, das an den Grundlagen ihres Handelns rüttelte.

Wer an den Finanzmärkten investiert, trifft seine Entscheidungen auf der Basis eines gedanklichen Modells. Die einen agieren sehr bewusst mit ihrem Modell und haben es meist in ihren Computern einprogrammiert. Andere haben ihr Gedankenmodell eher unbewusst im Hinterkopf. Allen ist aber folgende, grundlegende Überlegung gemeinsam: Es gibt Anleihen, deren

Schuldner sehr zuverlässig sind, und es gibt solche, bei denen die Rückzahlung der Anleihe fraglich erscheint. Staatsanleihen galten bislang als die sichersten Anleihen überhaupt. Ihr Zins legte den „risikofreien Zins“ fest, an dem man auch das allgemeine Zinsniveau festmachte. Relativ zum Staat galten andere Schuldner als riskant: Wer nur ein kleines Risiko aufwies, zahlte nur wenig mehr Zinsen als der Staat, und wer als sehr riskant galt, der zahlte sehr viel höhere Zinsen.

Ablaufrendite in %

### Rendite von zehnjährigen Staatsanleihen



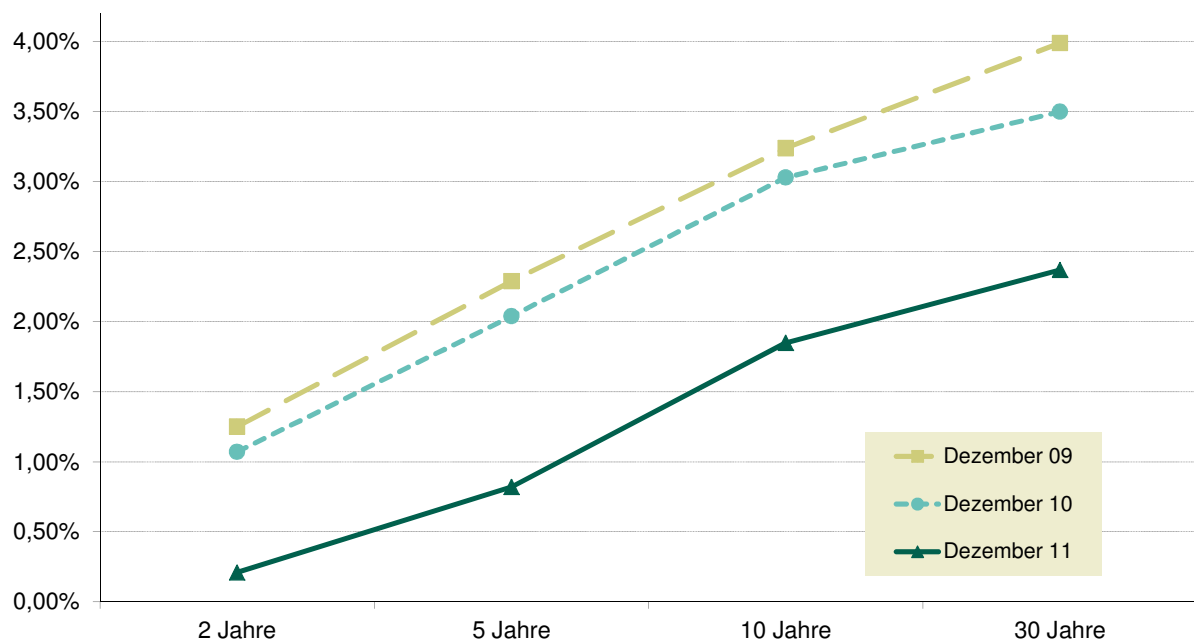
Diese Ordnung galt als so selbstverständlich, dass alle Regelungen rund um die Anleihenmärkte auf ihr fußen, der deutsche Anlegerschutz ebenso wie die global gültigen Eigenmittelvorschriften an die Banken. Sie ist jedoch im Laufe dieses Jahres völlig ausgehebelt worden, denn

Staatsanleihen können nicht mehr als eine sichere Anlage bezeichnet werden. Im ganz grundsätzlichen Sinne hatte das natürlich noch nie gestimmt, denn zahlungsunfähige Staaten hat es immer schon gegeben. Doch nun sind auch um die meisten der Staaten mit dem besten

Leumund Zweifel aufgetaucht. Italien, das Land mit dem drittgrößten Staatsanleihenmarkt weltweit, wird in einem Atemzug mit Griechenland genannt und zahlt ein Vielfaches der Zinsen, welche die Bundesrepublik bieten muss. Aber auch die solidesten Staaten im Euroraum, eben Deutschland oder auch Österreich und die Niederlande, gelten nicht mehr als uneingeschränkt vertrauenswürdig. Bei Frankreich diskutiert man mehr über das „Wann“ als das „Ob“ einer Bonitäts-Herabstufung. Die USA, lange als der sicherste Schuldner überhaupt angesehen, haben diese Herabstufung bereits erlitten, obwohl deren Anleihen bislang als die allersicherste Geldanlage überhaupt galten.

Diese neue Situation wirft jede Menge Probleme auf. Zwei davon betreffen letztlich jeden Anleger. Erstens weiß man nicht mehr, wie man das Geld eines Anlegers investieren soll, der kein Risiko eingehen will, denn Geldanlagen ohne ein nennenswertes Risiko gibt es nicht mehr. Zweitens kann man nicht mehr exakt sagen, wie sich das allgemeine Zinsniveau entwickelt hat. Da es keine risikofreie Anlage mehr gibt, fehlt der klare Bezugspunkt für eine solche Aussage. Dies verwirrt nicht nur private Anleger, sondern verletzt eine der zentralen Annahmen der etablierten Finanzmarkt-Theorien, nach denen sich die meisten professionellen Anleger richten.

**Die deutsche Zinskurve: Freier Fall Richtung Null-Linie**



Nimmt man wie gewohnt weiter die Zinsen als Maßstab, welche die Bundesrepublik Deutschland an den Anleihemärkten

zahlen muss, so ist das Zinsniveau 2011 insgesamt nochmals gesunken, wie die Grafik zeigt. Da aber viele Anleger aus

Anleihen der anderen europäischen Staaten in deutsche Papiere flüchteten und damit die Zinsen der Bundesanleihen drückten, sind deren Zinsen nach unten verzerrt. Über den gesamten Markt hinweg kann man eher nicht von einem klaren Zinsrückgang sprechen.

Im aktuellen Umfeld tun Anleger gut daran, keine relativen Vergleiche anzustellen. Vielmehr sollte für den Einzelfall klar überlegt werden, ob das Verhältnis zwischen gebotem Zins und dem vermuteten Risiko als hinreichend beurteilt wird. Unserer Ansicht nach sind Bundesanleihen, die noch mehrere Jahre Restlaufzeit aufweisen, mit recht hohen Unsicherheiten belastet – niemand weiß, ob Deutschland, das selber einen historisch hohen Schuldenstand aufweist, nicht die Schulden anderer europäischer Staaten übernehmen müssen. Mit Zinsen, die noch unterhalb der Inflationsrate liegen, wird dieses Risiko wohl kaum aufgewogen. Sinnvoller erscheinen daher Anleihen von großen, soliden Unternehmen, die etwas mehr Zinsen bieten, aber eher weniger Risiken aufweisen. Eine weitere Möglichkeit für vergleichsweise sichere Anlagen stellen Hypothekendarlehen dar. Es gibt aber

auch Staaten außerhalb des Euroraums mit recht attraktiven Zins-Risiko-Verhältnissen. Hier spannt sich der Bogen über Norwegen und Polen bis zu vielen Schwellenländern, die fast alle eine günstigere Verschuldungslage aufweisen als Deutschland.

Leider steht zu befürchten, dass die neue Wirklichkeit an den Anleihemärkten zur neuen Normalität werden dürfte. Denn der Auslöser, die weltweit zu hohe Staatsverschuldung in den etablierten Staaten, hat sich über einen langen Zeitraum aufgebaut und wird sich so schnell nicht wieder abbauen. Wir sind nach wie vor überzeugt, dass die Staaten aus dem gleichen Grund immer stärker repressive Maßnahmen ergreifen werden, die wir an dieser Stelle vor einem halben Jahr ausführlich beschrieben haben: Kurz gesagt, dürften die Zinsen auf Jahre hinaus durch allerlei Kniffe unterhalb der Inflationsrate gehalten werden. Auch wenn sich die Zinsen gemeinsam mit einer kletternden Inflation nach oben bewegen sollten, werden sich Anleger mit Staatsanleihen nicht darüber freuen können.

## Aktien: Anhaltende Achterbahnfahrt

Wer sich laufend mit den Aktienmärkten beschäftigt, weiß: Kopfschütteln gehört zum Alltag. Nicht umsonst heißt es: Die Aktienkurse bewegen sich so, dass sie möglichst viele Anleger um den Verstand bringen. In 2011 wirkte es aber zunehmend so, als seien die Kurse selber verrückt geworden. Es begann im März, als die Aktien das Erdbeben in Japan erst ignorierten, dann mit Verspätung zusammenbrachen und schließlich, als allmählich das ganze Ausmaß des Desasters offenkundig wurde, die Verluste egalisierten. An den im April erreichten Jahreshochs klammerten sich die Aktien drei Monate lang fest, obwohl sich die

europäische Krise verschärfte, obwohl den USA die Zahlungsunfähigkeit drohte und obwohl die Konjunkturampeln von Grün auf Gelb sprangen. Kaum schienen in Europa und den USA die Schuldenkrisen fürs Erste gelöst, holten die Märkte alles nach: Innerhalb weniger Börsentage fielen die Kurse ins Bodenlose. Der DAX büßte in nur sieben Tagen 20 % ein. Seitdem ist aus der Börse eine Achterbahn geworden, die im sechsten Gang fährt. Diese heftigen Schwankungen hielten bis zuletzt an. So wurden an den letzten beiden Novembertagen rund 10 % Gewinn eingefahren, die in den folgenden Tagen wieder komplett verloren gingen.



Unter dem Strich konnte keiner der wichtigen globalen Aktienmärkte in 2011 ein nennenswertes Plus erzielen. Der DAX

steht Mitte Dezember über 15 % tiefer als zu Jahresbeginn und weist damit im globalen Vergleich eine etwas unter-

durchschnittliche Performance aus. Die anderen europäischen Börsen, Japan und die meisten Schwellenländer schnitten ähnlich oder etwas schlechter ab, während sich die US-Börsen wacker schlugen und 2011 möglicherweise sogar mit einem kleinen Gewinn beenden werden.

Bei der Frage, welche Kapriolen die Kurse in 2012 schlagen werden, gehen die Meinungen einmal mehr weit auseinander. Das eine Extrem meint, dass die Schuldenkrise endgültig in ein epochales Desaster münden wird, und rechnet mit einem Aktiencrash. Die Optimisten hingegen finden, die Stimmung sei wesentlich schlechter als die Lage. Ihre Argumentation lautet in etwa: Aktien seien ohnehin billig und eine Rezession könne in 2012 vermieden werden, daher sei der Teppich für eine Kursrallye bereits ausgerollt.

Dass Aktien billig seien, in diesem Punkt können wir den Optimisten keineswegs folgen. Zugegeben, setzt man den Gewinn der börsennotierten Aktiengesellschaften ins Verhältnis zu ihrem Börsenwert („Kurs-Gewinn-Verhältnis“), dann liegen solche Kennzahlen unter dem langjährigen Schnitt und so tief wie zuletzt vor drei Jahren. Zu bedenken ist dabei allerdings, dass die Unternehmen in Europa und den USA Rekordmargen erzielen, die auf Dauer so nicht erzielbar bleiben dürften. Glättet man die Unternehmensgewinne, um diese Ausnahmesituation nicht über-

zubetonen, so stellt man fest: Aktien sind bestenfalls fair bewertet, aber eher noch zu teuer. Ein zweites Argument lautet, vor allem US-amerikanische Unternehmen schwämmen in Geld. Richtig ist zwar, dass die Konten prall gefüllt sind, gleichzeitig sind die Unternehmen aber hoch verschuldet. Doch jemand, der die Taschen voll mit geliehenem Geld hat, gilt gemeinhin nicht als reich. Schließlich kann man noch hören, die Dividendenrenditen seien attraktiv, wenn man das aktuelle Zinsniveau bedenke. Das mag man so sehen, doch in den letzten hundert Jahren Börsengeschichte gab es nur eine Phase mit niedrigeren Dividendenrenditen, nämlich die Zeit zwischen 1997 und 2007, welche als die Phase der maßlosen Übertreibung an den Finanzmärkten gilt.

Da unsere Erwartungen an die wirtschaftliche Entwicklung in den kommenden Monaten sehr gedämpft sind, sehen wir keinen Grund, auf bald deutlich steigende Kurse zu setzen – im Gegenteil. Denn neben der negativen Konjunkturdynamik weist auch der Trend der Marktstimmung weiterhin nach unten. Solange aber die Skepsis bei den Anlegern wächst statt zu schrumpfen, liegt ein neuer Kursaufschwung noch in der Ferne.

Sollte sich unsere Erwartung bewahrheiten, dass ein Absturz der Weltwirtschaft letztlich verhindert werden kann, können wir uns gut vorstellen, dass im Laufe des ersten Halbjahres ein spürbar niedrigeres

Kursniveau eine attraktive Kaufgelegenheit vor allem für Qualitätsaktien bieten wird. Sollte es so kommen, dürften starke Nerven gefragt sein, denn viel spricht dafür, dass zuvor entnervte Investoren für einen Ausverkauf an den Aktienmärkten sorgen werden.

Einen wichtigen grundsätzlichen Pluspunkt können Aktien für sich verbuchen: Sie stellen in erster Linie einen realen Sachwert dar, im Gegensatz zu Anleihen, die nur einen nominalen Wert haben. Das schwindende Vertrauen in Papierwährungen, ob sie nun Euro oder Dollar heißen, führt dazu, dass reale Anlagen mehr und mehr bevorzugt werden. Sachwerte wie Unternehmen bieten die Chance, auch in schweren Krisen und bei hoher Inflation zumindest einen Teil des eingesetzten Kapitals zu retten. Solche Überlegungen dürften den Aktien einen Boden bieten.

Zunächst aber empfiehlt es sich nach unserer Überzeugung, mit großer Zurückhaltung am Aktienmarkt investiert zu sein. Eine Ausnahme machen wir bei Goldminenaktien: Diese sind relativ zum Gold-

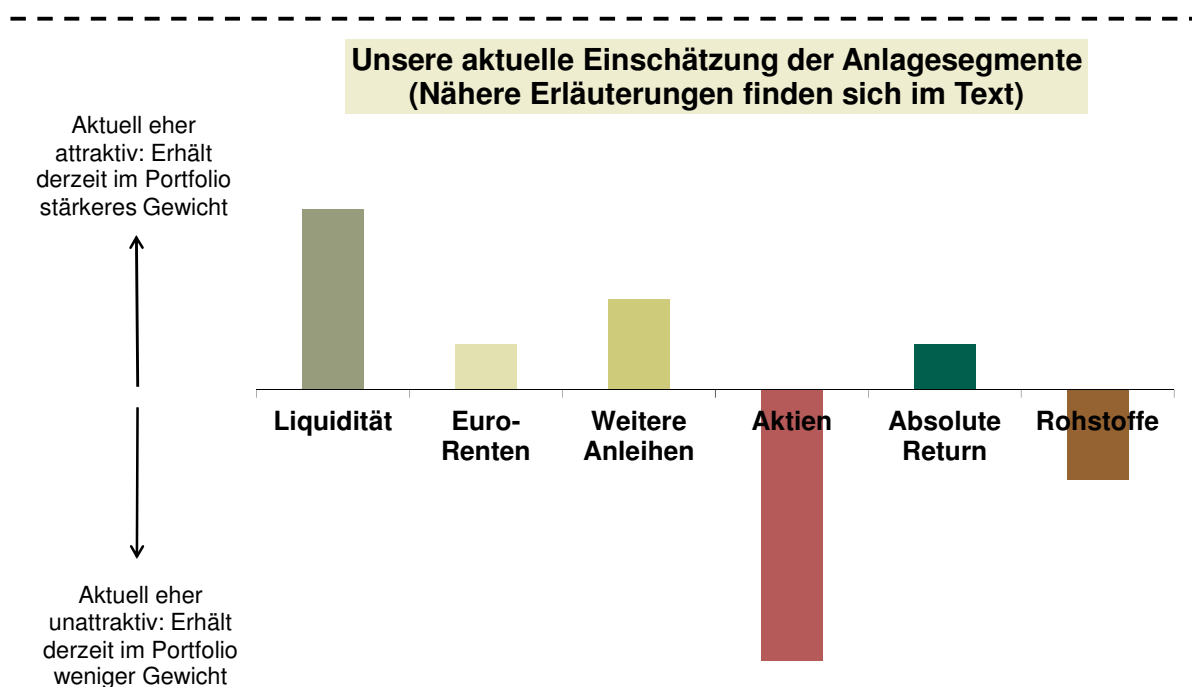
preis immer noch so günstig bewertet, dass man in dieser Branche durchaus eine Position riskieren sollte. Wer es dabei nicht bewenden lassen möchte, sollten in den kommenden Wochen britischen und US-amerikanischen Aktien den Vorzug geben. Den möglichen neuen Weg nach oben könnten dann mit hoher Wahrscheinlichkeit die Börsen der Schwellenländer als erste antreten. Bereits in den vergangenen Jahren vollzogen diese als erste die jeweiligen Trendwechsel, während die Börsen der etablierten Länder der Bewegung erst später folgten. Daher sollte man besonders China, Brasilien und Indien gut beobachten. Auch die rohstoffbetonten Märkte wie Australien haben das Potential, als erste einen neuen Trend einzuschlagen. Trotzdem sollte man sich in Geduld üben: Es könnte sein, dass sich erst im zweiten Halbjahr mit Aktien wieder angenehm Geld verdienen lässt.

Wie auch immer es kommt: Auch 2012 werden die Kurse viele Anleger verrückt machen. Wir gehen aber davon aus, dass sich 2012 mit kühlem Kopf erneut überdurchschnittliche Ergebnisse erzielen lassen werden.

## Fazit für die Anleger: Geduldig bleiben

Zu Beginn des Jahres 2011 hatten wir für eine noch offensive Portfoliostruktur plädiert. Bereits im Januar bauten wir dann große Teile des Bereichs der Schwellenländer-Aktien ab. Als nach dem dreifachen Desaster in Japan auch die konjunkturellen Frühindikatoren nach unten drehten, schwenkten wir auf eine defensive Ausrichtung um. Den Abbau der Aktienbestände setzten wir sogar bis in

den Winter fort. Auch von Rohstoffen nahmen wir, mit Ausnahme von Gold, Abstand. Bereits im Frühsommer und somit vor der Eskalation der europäischen Krise schichteten wir von europäischen Staatsanleihen in Anleihen solider Unternehmen um. Zunehmend favorisieren wir Anleihen in anderen Währungen. Unsere gültige grundlegende Empfehlung fasst die folgende Grafik zusammen:



Mit unserer aktuellen, sehr defensiven Ausrichtung werden wir auch das neue Jahr beginnen. Wir empfehlen bis auf Weiteres große Zurückhaltung bei risikotragenden Wertpapieren, allen voran bei Aktien. Besonders Aktien aus Europa, aus Japan und aus Schwellenländern sind nach unserer Einschätzung auf dem aktuellen Kursniveau stark gefährdet.

Etwas weniger schlecht erscheinen derzeit noch die Aussichten für die angelsächsischen Titel, also für die USA und für Großbritannien; dies könnte sich aber bald zum Schlechteren ändern. Generell sind Aktieninvestments derzeit vor allem in vertrauenswürdigen Fremdwährungen am sinnvollsten. Einige Spezialthemen verdienen an den Aktienmärkten Beachtung.

Dazu zählen wir Goldminen ebenso wie die wenig konjunkturspezifischen Unternehmen aus dem Bereich der Kerninfrastruktur.

Fernerhin meiden wir bis auf Weiteres konjunktursensible Rohstoffe. Durchaus riskant sind bei einem konjunkturellen Rückschlag auch hochverzinsliche Unternehmensanleihen; hier rechtfertigt der hohe Renditeaufschlag aber zumindest kleine Positionen. Als Beimischung halten wir auch Schwellenländeranleihen für eine gute Idee.

Problematisch ist derzeit die Ausstattung des Portfolios mit möglichst sicheren Euro-Anleihen: Die staatliche Schuldenkrise lässt sogar an der Solidität Deutschlands zweifeln. Wir empfehlen, sich statt Staatsanleihen auf Hypothekendarlehen und auf Anleihen sehr stabiler Unternehmen zu stützen. Im Grundsatz bevorzugen wir 2012 kürzere Laufzeiten, da bei längeren Laufzeiten erhebliche Kursverluste drohen.

Sowohl als Renditequelle als auch zur Absicherung bei weiteren Verwerfungen im Euroraum bieten sich Fremdwährungsanleihen an. Neben der zumindest derzeit an den Euro gebundenen Dänischen Krone beurteilen wir vor allem die Krone aus dem reichen Erdölland Norwegen als aussichtsreich. Wegen der Devisenkurschwankungen sollte es aber bei einer Beimischung bleiben. Der Schweizer Franken birgt aufgrund der klaren Haltung

der Schweizerischen Notenbank ein spürbares Abwertungsrisiko. Eine chancenreiche Sondersituation bietet der Hong Kong Dollar. Zu den Anlagen, die trotz erheblicher Preisschwankungen sowohl Renditechancen als auch eine gewisse Sicherheit bieten, zählt für uns unverändert das Gold. Auch seriösen „Absolute Return“-Anlagen sollte in einem gut gemischten Portfolio Platz eingeräumt werden.

Einen halbwegs konstruktiven Verlauf der europäischen Krise vorausgesetzt, könnte der von uns erwartete, nochmalige Verfall der Aktienkurse besonnenen, langfristigen Investoren zu einem späteren Zeitpunkt in 2012 eine großartige Kaufgelegenheit bieten. Die erheblichen strukturellen Verbesserungen, die in Europa seit reichlich einem Jahr in Gang gesetzt worden sind, haben die Investoren bislang noch nicht recht gewürdigt. Der Rückzug des Staates sollte Wachstumskräfte freisetzen, welche die derzeitige Misere allmählich überwinden sollten. So könnte sich 2012 ein Boden bilden, von dem aus Aktien, Zinsen und der Euro eine mehrjährige Klettertour beginnen. Wir halten es daher für entscheidend, flexibel zu bleiben. Auch daher empfehlen wir, einen ansehnlichen Teil seines Portfolios liquide zu halten. Wenn 2012 seine Chancen offenbart, sollte man handlungsfähig sein.

*Diese Seite ist bewusst freigelassen.*

**Haben Sie noch Fragen?**

Dann wenden Sie sich gerne an uns:

Constantin Beck	089 2060657-68
Andreas Groß	089 2060657-66
Jürgen Nitsche	089 2060657-69
Matthias Oelze	089 2060657-74
Dirk Pescher	089 2060657-71
Oliver Schuckardt	089 2060657-60
Marius Tingau	089 2060657-50
Friedhelm von Zieten	089 2060657-35

Wir freuen uns über Ihr Feedback!

© 2011 Bankhaus von der Heydt GmbH & Co. KG  
Redaktion: Dr. Stefan Klotz und Victoria von Aretin.  
Stand: 18. Dezember 2011.

Herausgeber: Bankhaus von der Heydt GmbH & Co. KG, Widenmayerstraße 3, 80538 München, Deutschland,  
Telefon +49 89 2060657-0. Alle Rechte vorbehalten.

Die vorliegende Ausarbeitung beinhaltet kein Angebot zum Kauf von Wertpapieren, sondern dient allein Ihrer Information. Sie stellt keine Anlageberatung oder -empfehlung dar und ersetzt in keinem Fall die vor jeder Wertpapierkaufentscheidung notwendige Beratung durch die betreuende Bank. Es handelt sich um Marketing-Material, welches nicht die Anforderungen erfüllt, die an unabhängig verfasstes Investment-Research-Material zu stellen sind. Die enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Soweit nicht anders angegeben, ist Bloomberg die angegebene Quelle der Daten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen; und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. In der Vergangenheit erzielte Performance ist kein Indikator für zukünftige Entwicklungen. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder das Bankhaus von der Heydt GmbH & Co. KG noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Ausarbeitung oder deren Inhalt. Das Dokument darf nur mit der ausdrücklichen Genehmigung des Bankhauses von der Heydt GmbH & Co. KG weitergegeben, fotokopiert oder in anderer Art und Weise vervielfältigt werden.