



## Inhalt

Vorwort	3
Zusammenfassung	4
1. Dominante Ursachen der aktuellen Situation auf den Finanzmärkten	5
1.1 Entwicklungen in den USA	5
1.1.1 Die Entwicklung des Kreditvolumens in den USA	5
1.1.2 Die Leistungsbilanz der USA	9
1.2 Entwicklungen in Deutschland	10
1.2.1 Der Euro und die Leistungsbilanz Deutschlands	10
1.2.2 Die Entwicklung der Lohnstückkosten in Deutschland	12
2. Grundsätzliche Ansätze zur Beseitigung von Verwerfungen auf den Finanzmärkten in der Eurozone	14
2.1 Sparmaßnahmen der Schuldnerländer	14
2.2 Die Insolvenz von Staaten und Schuldenerlass	14
2.3 Umschichtung von Schulden	15
2.4 Schuldenübernahme durch Zentralbanken	15
3. Szenarien künftiger Entwicklungen in der Eurozone und die Auswirkungen auf die Anlageklassen – dargestellt am Beispiel Griechenland.	17
3.1 Szenario 1:	18
Griechenland hilft sich selbst durch Sparpaket sowie Maßnahmen für Wirtschaftswachstum und die Länder der Eurozone unterstützen das langfristig.	
3.2 Szenario 2:	20
Sparpaket und Maßnahmen für Wirtschaftswachstum wirken nicht, es kommt zur Insolvenz und zum Schuldenschnitt – Griechenland bleibt allerdings ein Sonderfall und es gibt keine nennenswerten Auswirkungen auf andere Länder der Eurozone (kein Dominoeffekt); Griechenland bleibt Mitglied der Eurozone.	
3.3 Szenario 3:	22
Sparpaket und Maßnahmen für Wirtschaftswachstum wirken nicht, es kommt zur Insolvenz und zum Schuldenschnitt – es kommt allerdings zu einem Dominoeffekt, weil die Märkte davon ausgehen, dass mit anderen (größeren) Ländern der Eurozone vergleichbar umgegangen wird; Griechenland ist ggf. nicht mehr Mitglied der Eurozone.	
3.4 Nachtrag: Euro-Gipfel der letzten Monate	24
4. Schlussbemerkungen	25
Die Autoren / avesco Financial Services AG	26

## **Vorwort**

Unsere Kunden interessieren sich sehr für das wirtschaftspolitische Umfeld von Vermögensanlagen, so wie wir es aus unserem Selbstverständnis heraus auch tun. Die politischen Entscheidungen, die wirtschaftlichen Entwicklungen und die finanzwirtschaftlichen Auswirkungen stehen in wechselseitigem Zusammenhang und sind komplex. Daher ist es nicht einfach, einen Einblick in diese Materie zu bekommen und die Zusammenhänge zu verstehen. Das gilt besonders für die Finanzmärkte, die letztlich alle mehr oder weniger miteinander verbunden sind.

Mit der hiermit beginnenden Reihe „Zusammenhänge und Einblicke“ legt avesco interessierten Kunden eine Lektüre vor, die versucht, Antworten auf uns häufig gestellte Fragen zu geben. Im Mittelpunkt stehen volks- bzw. weltwirtschaftliche Zusammenhänge oder Einzelthemen, wie zum Beispiel eine spezielle Anlageklasse. Wir maßen uns nicht an, auf alle Fragen Antworten zu haben; aber vielleicht können Sie als Leser nach der Lektüre sich leichter auf selbst gestellte Fragen eigene Antworten geben und als Zeitzeuge einzelne Aspekte aus der Welt der Vermögensanlage mit ihrer Umklammerung durch die realen Wirtschafts- und monetären Finanzmärkte und deren Entwicklungen besser verstehen.

Vorstand und Aufsichtsrat der avesco AG  
Berlin, im Dezember 2011

## Zusammenfassung

Seit 2007 werden die Finanzmärkte durch eine erhöhte Unsicherheit in der Einschätzung ihrer Entwicklung beherrscht. Auslöser war die Entwicklung im sogenannten Subprime-Segment des US-Immobilienmarktes. Nachdem die Immobilienpreise über einen relativ langen Zeitraum kontinuierlich gestiegen waren, gab es bereits 2005 Anzeichen für ein Ende dieser Entwicklung. Im Sommer des Jahres 2007 mussten zwei Hedgefonds von Bear Sterns geschlossen werden, die Aktienkurse erreichten ihren Höhepunkt und die Akteure auf den Finanzmärkten begannen das Ausmaß der Probleme zu erahnen.

Es kam zu einem anhaltenden Kursverfall an den Aktienmärkten bis zum März 2009. Als im Herbst 2008 die US-amerikanische Investmentbank Lehman Brothers nicht durch staatliche Intervention gestützt wurde und Insolvenz anmelden musste, kamen die Finanzmärkte praktisch zum Erliegen. Die Banken liehen sich untereinander kein Geld mehr und die Notenbanken, das US-amerikanische Federal Reserve System (Fed) und die Europäische Zentralbank (EZB) in Europa, mussten den Banken Geld zur Verfügung stellen, um deren Liquidität aufrechtzuerhalten. Es wurden historisch einmalig in dieser Häufigkeit und Höhe staatliche Interventionen unternommen, um das Finanzsystem der Industrieländer vor einem Kollaps zu bewahren. In den USA und in Europa trat die größte Rezession seit dem zweiten Weltkrieg ein.

Die USA, die Länder der Europäischen Union (EU) und schließlich auch China haben mit umfangreichen Konjunkturpaketen und Stützungsmaßnahmen für die Wirtschaft reagiert, allerdings mit sehr unterschiedlichem Erfolg. Während in den USA die Erholung schwach ausfiel und vor allem die massiv angestiegene Arbeitslosigkeit kaum gesenkt werden konnte, erlebten Deutschland und China einen – im Vergleich zu den anderen Ländern – bemerkenswerten Aufschwung.

Allerdings zeigen die aktuellen Ereignisse um die Schuldenproblematik in der EU und die wirtschaftliche Situation in den USA, dass die strukturellen Probleme nicht gelöst, wahrscheinlich eher verschärft worden sind. Das globale Finanzsystem wird als instabil wahrgenommen und die Unsicherheit und Skepsis, dass bald Stabilität und damit wieder Vertrauen in das Finanzsystem einkehrt, haben wie zu Beginn der Finanzkrise alle Betroffenen wieder ergriffen. Die staatlichen und geldpolitischen Stützungsmaßnahmen haben zwischenzeitlich Unsicherheit und Skepsis in den Hintergrund treten lassen.

Wie kam es zu dieser Instabilität der Finanzmärkte und warum resultiert daraus eine Wirtschaftskrise? Die Kommentare und die inzwischen entstandene Literatur geben dazu teilweise Antworten, aber es existieren auch Spekulationen und Verschwörungstheorien. Wir werden uns in diesem Zusammenhang auf vier wesentliche Aspekte beschränken: Die Kreditmenge in den USA, die Lohnstückkosten in Deutschland sowie die Ungleichgewichte der Leistungsbilanzen der USA und Deutschlands. Wir glauben, dass anhand dieser Fakten wesentliche Mechanismen der Finanzkrise plausibel erklärbar sind.

Wir werden die prinzipiellen Möglichkeiten der Beseitigung von Verwerfungen auf den Finanzmärkten bei der Staatsverschuldung beschreiben und in drei Szenarien am Beispiel Griechenlands aufzeigen, welche Auswirkungen auf die relevanten Anlageklassen zu erwarten sind. Da die Verwerfungen auf den Finanzmärkten noch nicht wirklich beseitigt sind, befinden wir uns aktuell mitten in einem Prozess, sodass es spannend sein wird, die Realität mit den Szenarien zu vergleichen. Zu gegebener Zeit und wenn wir glauben, den vorliegenden Beitrag wegen eingetretener Ereignisse fortschreiben zu können, werden wir diese Ausgabe „Zusammenhänge und Einblicke Nr. 1“ entsprechend ergänzen. Das gilt zum Beispiel für die Einschätzung der Inflationsentwicklung.

## 1. Dominante Ursachen der aktuellen Situation auf den Finanzmärkten

Beschäftigen wir uns mit den vier genannten Aspekten: der Entwicklung des Kreditvolumens in den USA, der US-amerikanischen Leistungsbilanz, der Entwicklung der Lohnstückkosten in Deutschland und mit der deutschen Leistungsbilanz. In den Szenarien beschäftigen wir uns zwar mit einem europäischen Problem, aber die USA als wichtige Handelsmacht, als politischer Taktgeber und als Ursprungsland der aktuellen Finanzkrise müssen mit in Betracht gezogen werden.

### 1.1 Entwicklungen in den USA

#### 1.1.1 Die Entwicklung des Kreditvolumens in den USA

Seit der Ablösung des US-Dollars vom Goldstandard 1971 wuchs bis zum abrupten Ende im Jahr 2008 das Kreditvolumen in den USA exponentiell an. Bemerkenswert ist die Kreditaufnahme der Privathaushalte (vgl. *Abbildung 1*). In keiner Rezession seit 1950 war das Kreditvolumen der Privathaushalte nennenswert gesunken, aber seit 2008 ist die Zunahme beendet. Offenbar haben die privaten Haushalte ihre Grenze der finanziellen Belastbarkeit erreicht und die USA stehen an einem historischen Wendepunkt.

Wenn das Kreditvolumen der Haushalte nicht mehr ausgedehnt werden kann, ist eine Steigerung der Nachfrage nur über die Erhöhung der Einkommen bzw. durch ein Bevölkerungswachstum zu erzielen. Eine Einkommenssteigerung ist allerdings angesichts der hohen Arbeitslosigkeit und dem damit verbundenen Druck auf die Lohnhöhe nicht in Sicht. Wegen des weiterhin anhaltenden Bevölkerungswachstums in den Vereinigten Staaten wird dieser Effekt teilweise kompensiert.

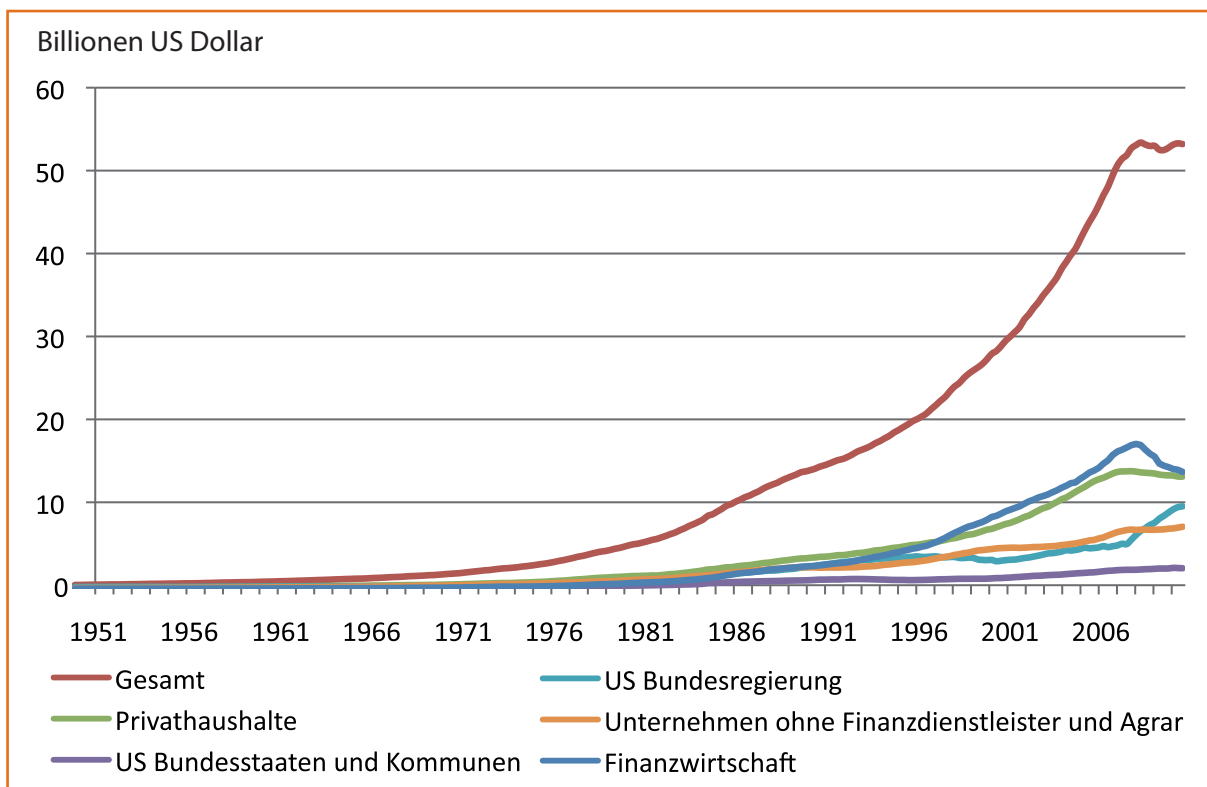


Abbildung 1: Entwicklung der Kreditmenge in den USA seit 1950

Quelle: US Federal Reserve, Z.1 Flow of Funds Report; <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/default.htm>

Wenn man bedenkt, dass die gesamte Kreditmenge nur durch eine enorme Ausweitung der Verschuldung der US-Regierung gehalten werden konnte, wird das Ausmaß des Absinkens der privaten Kreditnachfrage deutlich.

Spätestens seit der heftigen Parlamentsdebatte um die Schuldenobergrenze im August 2011 ist jedoch die Möglichkeit der US-Regierung, die Verschuldungsrate ansteigen zu lassen, in Frage gestellt. Eine neue Phase der Rezession ist sehr wahrscheinlich. Allerdings handelt es sich nicht um eine zyklische Rezession, sondern um eine sogenannte Bilanzrezession (Balance Sheet Recession), die weitaus tiefer und langwieriger ist als ein zyklischer Konjunkturabschwung.

Wenn die Preise von Sachwerten (z. B. Immobilien) stark fallen, hinterlässt das tiefe Spuren in den Bilanzen der Unternehmen, Banken bzw. Verbraucher und löst einen Anpassungsprozess aus. Die Werte werden korrigiert (abgeschrieben) und Schulden werden abgebaut. Wenn das viele Unternehmen gleichzeitig tun, hat dies gesamtwirtschaftliche Folgen. Wer Gewinne nutzt, um Schulden zurückzuzahlen, investiert nicht. Wenn der Unternehmenssektor nicht investiert und die privaten Haushalte gleichzeitig sparen, ergibt sich ein spürbarer Nachfragerückgang. Die Bilanzrezession ist da. Als Lösung wird die Kreditaufnahme des Staates angesehen, die al-

lerdings eher kurzfristig wirkt, als dass damit ein Strukturproblem gelöst wird – aber ein Rheumakranker sollte auch sehen, dass er zuerst seine Grippe beseitigt.

Die Kreditmengenausweitung in den USA wurde unter anderem genutzt, Investitionen in Immobilien mit der Erwartung (besser: Spekulation) steigender Wiederverkaufspreise zu finanzieren. In (vermeintlich) sicherer Erwartung der Wertsteigerung wurde daraufhin mehr konsumiert.

Warum das ein Problem ist, lässt sich leicht erläutern. Wenn eine Familie ein Haus kauft, muss sie den Erwerb in der Regel ganz bzw. teilweise mit Kredit finanzieren. Sie kann sich ausrechnen, wie sie den Kredit aus dem laufenden Einkommen und der erzielten Mietersparnis bedienen kann. Die Bank gewährt einen Kredit, wenn sie von der Bonität des Kreditnehmers überzeugt ist. Die Bank ihrerseits ist daran interessiert, möglichst viele Kredite auszureichen, weil sie an der Differenz zwischen dem Zins für Immobilienkredite und dem Zins für Einlagen der Kunden verdient. Problematisch wird es, wenn für die Einschätzung der Bonität ein steigender Immobilienpreis angenommen wird. Dann wird die Preissteigerung als Vermögenszuwachs gewertet und daher großzügiger Kredit gewährt, als es ohne diesen spekulativen Einkommensfaktor der Fall wäre. Wenn aber die Immobilien-

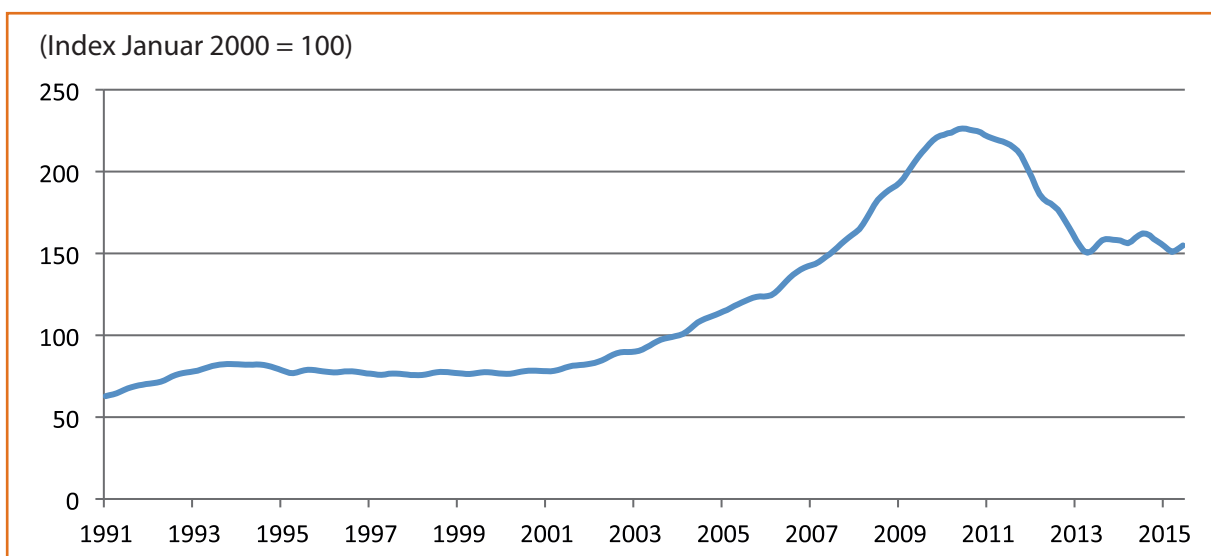


Abbildung 2: Immobilien-Index für die zehn größten Städte in den USA

Quelle: Ratingagentur Standard & Poor's; <http://www.standardandpoors.com/indices/sp-case-shiller-home-price-indices/en/?indexId=spusa-cashpidff--p-us--->

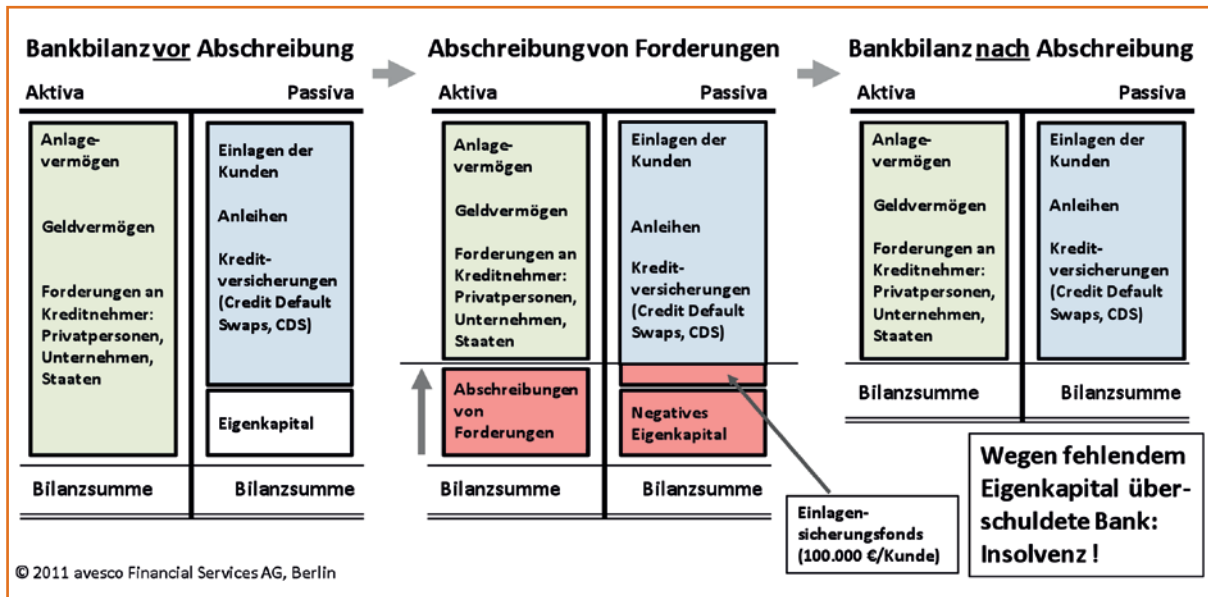


Abbildung 3: Insolvenz durch Abschreibung von Forderungen

Quelle: avesco Financial Services AG, Berlin

preise nicht mehr steigen, geht diese Spekulation nicht auf und die Familie ist dann überschuldet. Es kommt zu einem beschleunigten Preisverfall der Immobilien, weil einerseits viele Familien ihre Häuser, die sie nicht mehr bezahlen können, gleichzeitig verkaufen müssen und andererseits, weil durch die fehlende Aussicht auf steigende Preise die Zahl der Käufer, die nur bei einer Erwartung von Preissteigerungen kaufen, abnimmt. Dadurch sinkt die Bautätigkeit, was Arbeitsplätze kostet. Zudem entfällt der Konsum, der durch die Kredite finanziert werden konnte, die auf der Annahme einer Preissteigerung der Immobilien basierten. Der Konsum sinkt auch deshalb, weil die Haushalte ihre Kredite aus ihrem – wegen der Rezession tendenziell sinkenden – Einkommen tilgen müssen, wodurch das für Konsum verfügbare Einkommen sinkt. Alle genannten Faktoren dämpfen die Nachfrage und führen zu einer Rezession. Den Verlauf der Spekulation auf steigende Immobilienpreise zeigt die Entwicklung der Häuserpreise für die zehn größten Städte in den USA, der durch den Case-Shiller Composite 10 Index abgebildet wird (Abbildung 2). Man sieht am Verlauf des Index deutlich den dramatischen Einbruch der Immobilienpreise, als die Spekulationsblase geplatzt war.

Durch die fehlgeschlagene Spekulation auf steigende Immobilienpreise entsteht bei der kreditgebenden Bank wie beschrieben ein bilanzielles Ungleichgewicht. Nach dem handelsrechtlichen Imparitätsprinzip, wonach drohende Verluste in der Bilanz berücksichtigt werden müssen (und noch nicht realisierte Gewinne nicht berücksichtigt werden dürfen), muss die kreditgebende Bank ihre Forderung entsprechend dem eingetretenen Wertverlust abschreiben, das heißt, die Bilanzsumme wird um diesen Vermögenswert verringert („verkürzt“). Damit beginnen die Probleme der Banken, der Finanzmärkte und schließlich der Staaten.

**Problem Nr. 1:** Das Eigenkapital vieler Banken ist nicht hoch genug, um nach Abschreibung noch ein positives Eigenkapital auszuweisen. Bei einem negativen Eigenkapital ist jedes Unternehmen überschuldet und muss Insolvenz anmelden (vgl. Abbildung 3).

**Problem Nr. 2:** Einzelne Banken werden als so groß (als „system relevant“ werden laut einer Liste auf den G20-Gipfel in Cannes weltweit 29 Geldinstitute genannt, in Deutschland die Deutsche Bank und die Commerzbank) eingestuft, dass man annehmen muss, dass deren Insolvenz das Vertrauen in das gesamte Finanz-

system zerstören würde („too big to fail“), sodass sie durch den Staat gestützt werden. Beispielsweise kam es bei der Lehman-Insolvenz zu einer Unterbrechung der Kreditflüsse vor allem zwischen den Banken.

**Problem Nr. 3:** Die großen Bankinstitute sind mit den Regierungen gut vernetzt, so dass die Insolvenz einer großen Bank auch durch Einfluss („Kanzler-Berater“) auf die Politik verhindert werden kann.

Die Banken sind häufig in ihrer Kapitalausstattung zu schwach, um die Abschreibungen zu verkraften. Die Ursachen sind das Anreizsystem und fehlende Regeln für die Finanzmärkte. Die Banken wollten so weit wie möglich am Häuserboom partizipieren und durch die äußerst niedrigen Leitzinsen konnten sie sich günstig refinanzieren. Um das Geschäft auszuweiten, gründeten sie sog. Zweckgesellschaften (Special Purpose Vehicles, SPV), in die sie die Hypothekenkredite übertrugen. Da die SPV keine Banken sind, müssen sie auch kein Eigenkapital hinterlegen. Damit wurde der Spielraum, weitere Kredite zu vergeben, größer. Dieses Vorgehen („hebeln“) wird auch als Leverage-Effekt bezeichnet. Die SPV bündelten die übertragenen Forderungen und Hypotheken und es entstanden sog. Asset Backed Securities bzw. Mortgage Backed Commercial Papers (MBCP), die dann auf dem Kapitalmarkt angeboten wurden. Abgesichert wurden diese Papiere durch Credit Default Swaps (CDS), Kreditversicherungen, wodurch die Rückzahlung der Immobilienkredite gesichert wurde. Dieses Geschäft wurde optimiert, indem die CDS ebenfalls gebündelt wurden in ein weiteres Wertpapier, einer sog. synthetischen Collateralized Debt Obligation (CDO). Diese wurden in großen Tranchen (5 bzw. 10 Mio. US-Dollar) veräußert und damit für institutionelle Käufer interessant. Für die Absicherung dieses Marktes wurden wiederum SPV, ebenfalls nicht mit Eigenkapital haftend, gegründet, die wiederum durch CDS die Absicherung vornahmen und dadurch das Zahlungsausfallrisiko durch den Verkauf der Papiere auf viele kleine und große Investoren weltweit verteilten.

Im Jahr 2007 war das Gesamtvolumen aller CDS so hoch wie die gesamte Weltwirtschaftsleistung (58 Billionen US-Dollar). Dass die Ratingagenturen, die diese Papiere bewertet haben, die SPV bei der Produktentwicklung gleichzeitig beraten haben, ist eine der Merkwürdigkeiten auf den nicht regulierten Finanzmärkten. Offenkundig ist auch, dass nur eine kleine Störung – zum Beispiel ein Ausfall von Zins- und Tilgungszahlungen von Kreditnehmern – eintreten muss, um dieses „Kartenhaus“ einstürzen zu lassen. Die Investmentbanken bekamen für die Verbriefung der Hypotheken hohe Provisionen, die sie allerdings weniger zur Stärkung ihrer Eigenkapitalbasis als vielmehr zum Ausschütten von zum Teil hohen Vergütungen (Boni) an ihre Mitarbeiter verwendeten, was Kapital aus dem Bankensystem abfließen ließ.

Die US-amerikanische Regierung hatte versucht, durch staatliche Stützungsmaßnahmen die Preise auf dem Immobilienmarkt hochzuhalten, indem ein Großteil der ausgegebenen Hypotheken durch die beiden halbstaatlichen Immobilienfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac garantiert wurden. Das Fed, aber auch Notenbanken und Regierungen in anderen Ländern, kamen den notleidenden Banken durch Finanzmittel zu Hilfe, haben sich sogar beteiligt (d. h. verstaatlicht, wie in Deutschland die HRE oder Commerzbank). Die mit uneinbringlichen Forderungen „vergifteten“ Wertpapiere wurden teilweise in sog. Bad Banks überführt und die Geschäftsbanken damit entlastet. Jedoch der oben erwähnte bilanzielle Schiefstand wurde lediglich überdeckt, aber nicht beseitigt. Die Lasten der abgeschriebenen Forderungen wurden über Staatsschulden und Abwertung des Dollars vergesellschaftet. Dies lastet in den USA bis heute schwer auf der Wirtschaft, schwächt das Verbrauchervertrauen und führt dazu, dass die Wirtschaft nur gedämpft wachsen kann – mit allen negativen Auswirkungen vor allem für den Arbeitsmarkt. Da die USA etwa 30 % der weltweiten Konsumausgaben tätigen, ist evident, welchen großen Einfluss diese Geschehnisse für die gesamte Weltwirtschaft haben.

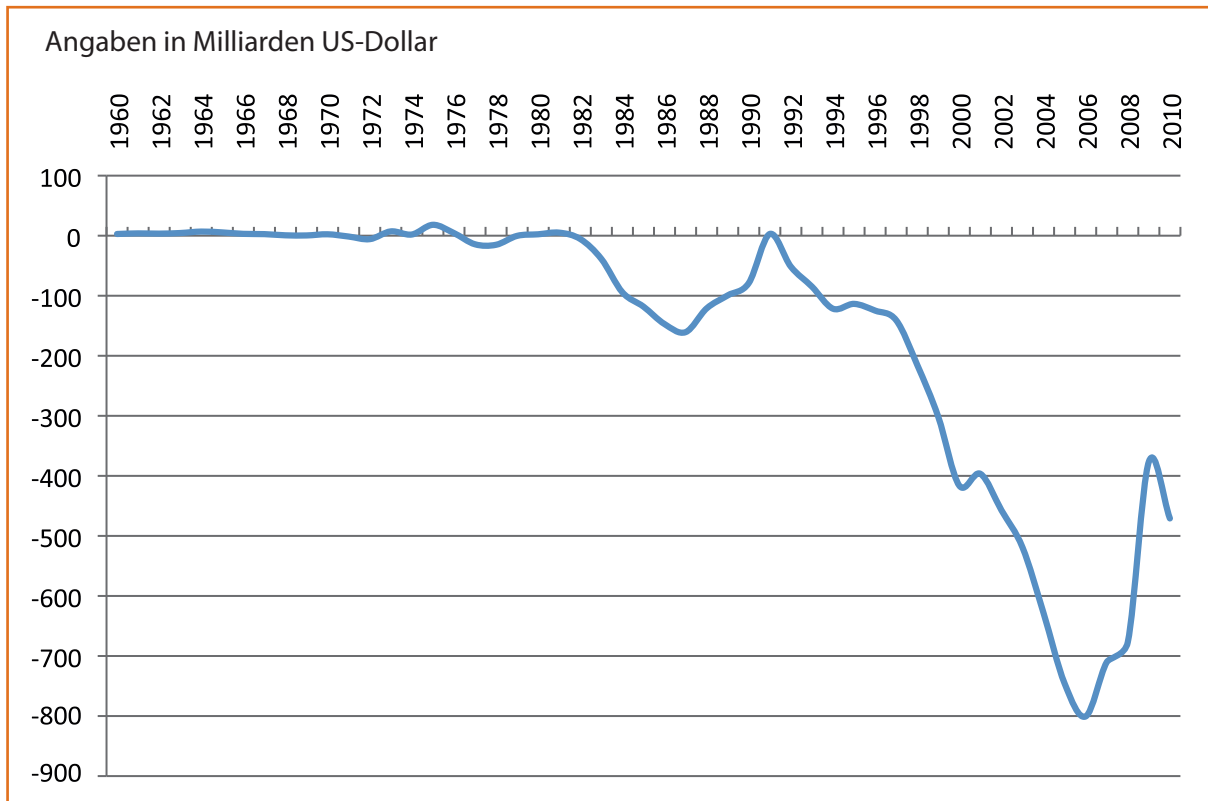


Abbildung 4: Die Leistungsbilanz der USA seit 1960

Quelle: Bureau of Economic Analysis; <http://www.bea.gov/international/index.htm#bop>

### 1.1.2 Die Leistungsbilanz der USA

Die Leistungsbilanz drückt die Leistungsfähigkeit einer Volkswirtschaft gegenüber dem Ausland aus. Ihr größter Posten ist die Handelsbilanz. Weist die Leistungsbilanz einen Überschuss aus, so bedeutet das, dass das Land Kapital exportiert; bei einem Defizit wird Kapital importiert. Mit anderen Worten: Leistungsbilanzdefizite bedeuten, dass ein Land über seine Verhältnisse lebt, indem es mehr konsumiert als produziert, während Überschüsse bedeuten, dass ein Land unter seinen Verhältnissen lebt. In der öffentlichen Diskussion wird in der Regel über die Defizite, aber kaum über das Problem der Überschüsse debattiert.

Die Leistungsbilanzdefizite müssen von den Ländern mit Überschüssen finanziert werden, weil global genau so viele Defizite wie Überschüsse existieren. Dieser Zusammenhang ist simpel, dennoch werden oft die Konsequenzen nicht verstanden. Wenn z. B. die USA in China Konsumgüter kaufen, dann gibt es zwei Mög-

lichkeiten, diese zu bezahlen: Die USA können mit dem Gegenwert eigener Güter oder Dienstleistungen tatsächlich bezahlen oder sie können durch das Ausstellen eines Wertpapiers versprechen, dass sie zur Zahlung bereit sind, aber es im Moment nicht wollen (oder können). Dieses Wertpapier kann auch woanders gegen Waren oder Dienstleistungen eingetauscht werden. Das Wertpapier ist entweder eine Banknote oder eine Anleihe. Es ist nur werthaltig, solange der Emittent in der Lage ist, es adäquat gegen Güter oder Dienstleistungen einzutauschen. Insofern gibt also der Exporteur, in diesem Falle China, dem Importeur (USA) Kredit. China wird dies tun, wenn es im bilateralen Handel einen Überschuss erzielen möchte. Der Exporteur fördert mit dem Kredit sein eigenes Wirtschaftswachstum und die Wertschöpfung schafft Arbeitsplätze im eigenen Land.

Wenn der Importeur nun dauerhaft Defizite verzeichnet, dann schwindet die Aussicht, dass

die ausgegebenen Wertpapiere jemals zu ihrem ursprünglichen Wert umgetauscht werden können. Wenn diese Erwartung schwindet, sinkt ihr Marktwert bzw. der Kurs der Währung. Der gesunkene Kurs gleicht den Wettbewerbsnachteil des Defizitlandes aus, sodass wieder Überschüsse erzielt werden können. Dies gilt aber nicht, wenn die Überschussländer ihre Währung niedrig halten, so wie China den Kurs des Renminbi an den des US-Dollar bindet oder wie Deutschland durch seine Mitgliedschaft in der Eurozone. Dadurch wird der Kapitalexport begünstigt und zwar so lange, bis die Grenze der Zahlungsfähigkeit des Defizitlandes erreicht ist und das Modell nicht mehr funktioniert.

Insofern sind die hohen kumulierten Defizite der USA ein großes Problem für Länder wie China, Deutschland oder die Rohstoffexporteure. Vor allem Chinas Wachstumsmodell baut auf die Fähigkeit der USA, ihre Zahlungsverprechen einzuhalten und gleichzeitig das Leistungsbilanzdefizit weiter auszubauen. Dass dieses chinesische Geschäftsmodell langfristig nicht aufrecht erhalten werden kann, ist evident. Daher ist die Hoffnung sehr vage und von der fiskalpolitischen Entwicklung in den USA abhängig, ob China als Retter der Weltwirtschaft auftreten kann. **Abbildung 4** zeigt die Defizite der Leistungsbilanz der USA in den letzten 50 Jahren. Im Jahr 2010 betrug das Leistungsbilanzdefizit der USA 471 Mrd. US-Dollar, was gut 3 % der US-Wirtschaftsleistung entspricht. Im Jahr 2011 wird ein noch höheres Defizit erwartet. Am Ende werden die Hauptlasten in Form von Abschreibungen der Forderungen die weltweit größten Exporteure zu tragen haben: China und Deutschland.

## 1.2 Entwicklungen in Deutschland

### 1.2.1 Der Euro und die Leistungsbilanz Deutschlands

Der Euro ist die Währung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, einem Teil der Europäischen Union (EU). Der Euro ist heute nach dem US-Dollar die wichtigste Reservewährung der Welt; im Jahr 2010 wurden international Devisen zu 61,4 % in US-Dollar und 26,3 % in Euro gehalten. Er wird von der Europäischen Zentralbank (EZB) emittiert und fungiert als gemeinsame offizielle Währung in 17 EU-Mitgliedstaaten sowie sechs weiteren europäischen Staaten, die zusammen die Eurozone bilden. Der Euro wurde am 1. Januar 1999 als Buchgeld, am 1. Januar 2002 als Bargeld eingeführt und löste damit die nationalen Währungen als Zahlungsmittel ab. Die Münzen werden von den nationalen Zentralbanken der Eurozone geprägt.

In Maastricht einigten sich 1992 die EU-Mitgliedstaaten auf Konvergenzkriterien, die Staaten erfüllen müssen, um der Eurozone beizutreten. Dazu gehören Stabilität der öffentlichen Haushalte, des Preisniveaus, der Wechselkurse zu den übrigen EU-Ländern und des langfristigen Zinssatzes. Den Euroländern ist eine jährliche Neuverschuldung von maximal 3 % und ein Gesamtschuldenstand von maximal 60 % ihres Bruttoinlandsprodukts zugestanden. Allerdings kommt es immer wieder zu Verstößen gegen diese Regelungen. Griechenland konnte den Euro nur aufgrund von falschen Statistiken einführen und fast alle Mitgliedstaaten, darunter auch Deutschland und Frankreich, verstießen mehrfach gegen die Konvergenzkriterien. Die vorgesehenen Sanktionen gegen Euroländer mit überhöhtem Defizit wurden bisher jedoch noch nie angewandt.

Unbestritten sind die Vorteile der Einführung des Euro. Der innereuropäische Handel hat um etwa 15 % zugenommen, die notwendigen Währungsabsicherungen für europäische Unternehmen sind weggefallen. Der Euro hat den freien Verkehr von Waren, Dienstleistungen und Kapital auf dem europäischen Binnenmarkt durch die gemeinsame Währung durchweg ver-

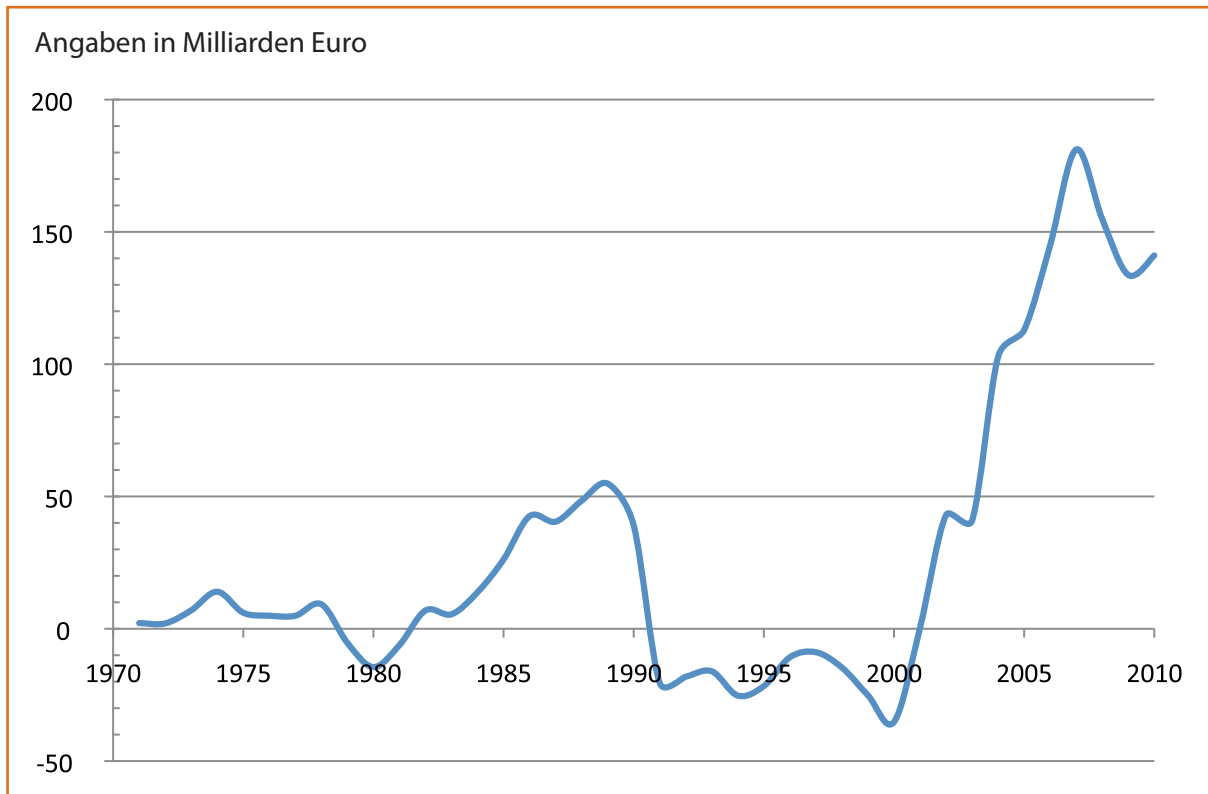


Abbildung 5: Saldo der Leistungsbilanz Deutschlands

Quelle: Bundesbank; [http://www.bundesbank.de/statistik/statistik\\_zeitreihen.php](http://www.bundesbank.de/statistik/statistik_zeitreihen.php)

bessert. Die EZB hat ihre Hauptaufgabe im Wesentlichen erfüllt, mit ihrer Geldpolitik für eine stabile Währung zu sorgen. Das Inflationsziel von „unter, aber nahe bei zwei Prozent“ wurde überwiegend erreicht und eine langfristige Abweichung davon bisher verhindert. Eine niedrige Inflationsrate ist ein Grundpfeiler der ökonomischen Stabilität. Vorteile bringt der Euro auch für Reisende. Sie müssen kein Geld tauschen und sparen sich die damit verbundenen Gebühren. Des Weiteren können sie in ihrem Reiseland die Preise nun ohne Probleme mit den Preisen des Herkunftslandes vergleichen.

Eine Spekulation gegen den Euro ist aufgrund seiner Größe schwieriger als gegenüber kleineren Währungen. Währungsspekulationen hatten in den 1990er Jahren zu Verwerfungen im Europäischen-Währungssystem (EWS) geführt. Die wirtschaftspolitische Bedeutung Europas ist durch den Euro gestiegen. In einer globalen Weltwirtschaft kann der Euro die Wettbewerbsfähigkeit Europas gegenüber den Wettbewerbern (USA, China) erhöhen.

Zu den Gefahren des Euro gehört die Heterogenität der Volkswirtschaften innerhalb der Währungszone. Besonders bei unterschiedlicher Wirtschaftsentwicklung und Haushaltsdisziplin der Mitgliedsländer bereitet eine gemeinsame Währung in der Geldpolitik Schwierigkeiten. Zum Beispiel müsste ein Wachstum von über 5 % in Irland mit Wachstumsraten in der Nähe von null in den iberischen Staaten in eine einheitliche Politik überführt werden, was zu einem Dilemma führen kann: Der irischen Situation müsste man mit Leitzinserhöhungen bzw. Geldmengenverknappung begegnen, wogegen in den iberischen Ländern eine Lockerung der Geldmengenpolitik notwendig wäre. Mit einer einheitlichen Euro-Geldmengenpolitik lässt sich das allerdings nicht hinreichend darstellen. Außerdem halten einige Länder in der Eurozone ihre Zusagen hinsichtlich der Staatsverschuldung nicht ein. Andere Mitglieder der Eurozone geben Bürgschaften für diese Länder ab, um den Wert des Euro nicht zu gefährden.

Das Beispiel Deutschlands mit seiner wirtschaftlichen Stärke, die sich u. a. in der Leistungsbilanz niederschlägt, ist nun wichtig, weil sich hieran ein wesentlicher Aspekt der Krise des Euro ablesen lässt. Im Gegensatz zu den USA und den meisten Ländern der Eurozone hat Deutschland eine bemerkenswerte Leistungsbilanz, wie **Abbildung 5** zeigt.

Während die Handelsbilanz fast immer Überschüsse aufwies, war die Dienstleistungsbilanz durch den Tourismus im Ausland überwiegend negativ und Vermögensübertragungen z. B. an die EU bzw. durch Überweisungen von ausländischen Mitarbeitern führten zu einem langfristigen Ausgleich von 1970 bis zum Jahr 2000. Auffällig ist der Zeitraum von 1990 bis 2000, wo sich die Kosten der Wiedervereinigung für die ersten zehn Jahren danach durch Defizite bemerkbar machen. Ab 2001 greift der Effekt der Euro Einführung, der mit einer Unterbewertung – relativ zu den anderen Ländern der Eurozone – der deutschen Volkswirtschaft einhergeht und dadurch eine Auslandsnachfrage deutscher Leistungen hervorruft.

### 1.2.2 Die Entwicklung der Lohnstückkosten in Deutschland

Der langfristig andauernde Leistungsbilanzüberschuss hat Folgen, nämlich Kapitalexport, wie oben beschrieben. Dieser Export wird unter anderem mit niedrigen Lohnstückkosten finanziert, wie **Abbildung 6** im Vergleich zu anderen Ländern zeigt.

Die **Abbildung 6** zeigt eindrucksvoll, dass in Deutschland die Lohnstückkosten signifikant niedriger gestiegen sind als in den Ländern Griechenland, Portugal, Spanien oder Italien bzw. gegenüber der gesamten Eurozone mit ihren 17 Ländern. Wir sehen also, dass ausgerechnet die Länder, mit denen die gesamte Eurozone aktuell Probleme hat, deutliche Zuwächse bei den Lohnstückkosten verzeichnen – also das Arbeitseinkommen in diesen Ländern ist relativ stärker gestiegen als zum Beispiel in Deutschland.

Für den Zeitraum von 2001 bis 2010 ergibt sich ein kumulierter Leistungsbilanzüberschuss in Höhe von 1,05 Billionen Euro, davon rund 600 Milliarden Euro gegenüber den Ländern der Eurozone (!). Dieser Überschuss entspricht den Schulden der Defizitländer, die Leistungen aus Deutschland bezogen haben. Im Gegensatz zu den Jahren vor der Euro-Einführung haben diese Länder nicht mehr die Möglichkeit, durch Abwertung ihrer Währungen einen Ausgleich des Defizits bzw. ihrer Wettbewerbsfähigkeit zu schaffen, sodass sich die Defizite so lange kumulieren, wie die Leistungsbilanzen dieser Volkswirtschaften nicht durch Überschüsse gegenüber Deutschland ausgeglichen werden. Aber wie soll das funktionieren?

Dieser Zusammenhang ist es, worum es in der Schuldenproblematik der Eurozone geht. Deutschland hat über ein Jahrzehnt Kapital in Höhe von über einer Billion Euro exportiert.

Damit wurde ein wirtschaftlicher Aufschwung erreicht und viele Menschen wurden in Arbeit gebracht – allerdings mit ungleicher Entlohnung. Das innenpolitische Problem Deutschlands besteht zunehmend darin, dass die Einkommensverteilung und infolgedessen auch die Vermögensverteilung in ihrer Asymmetrie zwischen arm und reich zugenommen hat. Das Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung (DIW) stellt fest, dass die niedrigsten und höchsten Einkommen in Deutschland auseinandergehen. Während das Jahresdurchschnittseinkommen aller Einkommensbezieher in den 1990-er Jahren praktisch konstant blieb bzw. von 2002 bis 2005 sogar real um 4,8 % zurückging, stieg es bei den oberen 10% um 6%, den oberen 0,01 % um 17 %, den wohlhabendsten 650 Deutschen um 35 % und den 65 Reichsten um 53 %. Die unteren 80 % der Bevölkerung besitzen in Deutschland zusammen weniger als 20% des Vermögens und zwei Drittel der Erwachsenen verfügt über kein bzw. nur ein sehr geringes Vermögen.

Außenwirtschaftlich müssen wir davon ausgehen, dass einige Länder das dorthin exportierte Kapital wahrscheinlich nie zurückgeben können.

Insbesondere Deutschland wird die Forderungen abschreiben müssen. Wenn in der öffentlichen Diskussion von einer Rettung der Schuldnerstaaten gesprochen wird, dann geht es im Kern um die Rettung der Kreditforderungen der Gläubigerländer, die diese möglichst nicht abschreiben wollen, weil dadurch das Vertrauen in die gemeinsame Währung erschüttert werden würde und infolgedessen das Geschäftsmodell für den Export der deutschen Wirtschaft nicht mehr so funktionieren würde wie bisher.

In einer offenen, funktionierenden Marktwirtschaft würden im Gegensatz dazu die Schulden durch eine Insolvenz der überschuldeten Staaten bzw. Haushalte bereinigt. Das würde das Finanzvermögen der Gläubiger kürzen und die Schuldner künftig dazu verpflichten, im Rahmen dessen zu leben, was sie auch erwirtschaften. Dazu ist das Eingreifen der Politik nicht notwendig. Aber Insolvenzen sollen offensichtlich politisch verhindert werden, und zwar sowohl in Europa als auch in den USA.

Es ist ein bilanzieller Schiefstand entstanden, der normalerweise nur durch Abschreibung der Forderungen geheilt werden könnte. Der politische Wille lässt aber erkennen, dass die Probleme nicht auf diese Weise gelöst werden sollen. In der Eurozone ist die Problematik allerdings komplizierter als in den USA. In Europa geht es nicht nur um den Erhalt von Banken und Vermögen, sondern auch um die Zukunft der Eurozone und der politischen europäischen Integration.

Deshalb werden weitreichende finanz- und geldpolitische Maßnahmen notwendig sein, die auch die Entwicklung der Märkte bestimmen werden. Für uns ist nicht vorhersehbar, welchen Weg die Politik bzw. die Notenbanken letztlich einschlagen werden. Wir diskutieren daher grundsätzliche Lösungsansätze und mögliche Szenarien sowie die Auswirkungen auf Märkte bzw. Anlageklassen.

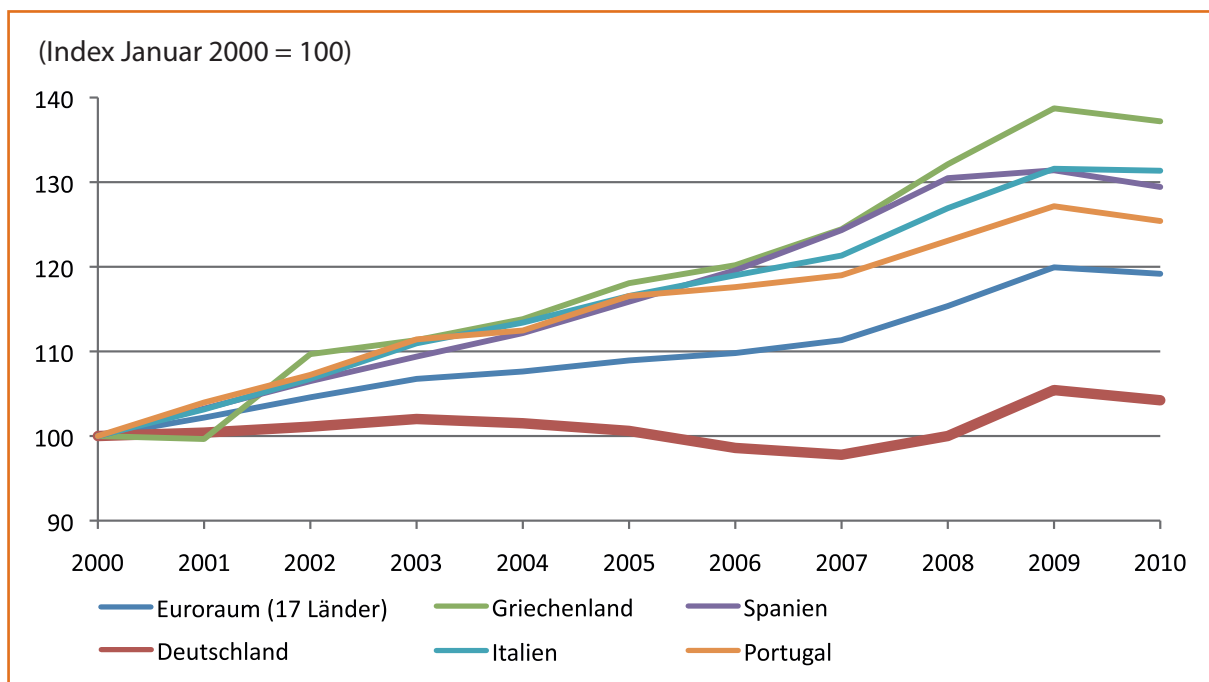


Abbildung 6: Entwicklung der Lohnstückkosten im Euroraum und ausgewählten Ländern

Quelle: [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search\\_database](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database)

## 2. Grundsätzliche Ansätze zur Beseitigung von Verwerfungen auf den Finanzmärkten in der Eurozone

**Wir erkennen grundsätzlich vier verschiedene Möglichkeiten zur Beseitigung von Verwerfungen auf den Finanzmärkten in der Eurozone. Sie werden im Folgenden skizziert.**

### 2.1 Sparmaßnahmen der Schuldnerländer

Die Defizitländer unternehmen sichtbare und wirksame Anstrengungen, damit ihre Defizite zurückgefahren und Leistungsbilanzüberschüsse erwirtschaftet werden können. Das kann z. B. geschehen durch folgende Maßnahmen: Löhne einfrieren bzw. zurückfahren, staatliche Ausgaben zurückführen, Arbeits- bzw. Lebensarbeitszeiten verlängern, Steuern konsequenter eintreiben und ggf. erhöhen. Kontraproduktive Effekte sind allerdings die bisher angehäuften Schulden und die auf solche Maßnahmen einsetzende Rezession. Die Schulden und der damit einhergehende Schuldendienst würden im Vergleich zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) zunächst größer und die Zinszahlungen würden einen erheblichen Teil der Sparanstrengungen zunichtemachen. Daher ist ein Ziel des EFSF (European Financial Stability Facility, Europäischer Stabilitätsfonds), die Zinslast für die Defizitländer durch Subvention vorübergehend zu senken. Der Erfolg dieser Strategie ist davon abhängig, ob die betroffenen Länder tatsächlich Überschüsse erzielen können. Die Erfahrungen seit der Einführung des Euro geben leider Anlass zur Skepsis.

### 2.2 Die Insolvenz von Staaten und Schuldenerlass

Die Insolvenz ist die marktwirtschaftliche Alternative. Die Gläubiger verzichten durch ein Insolvenzverfahren auf einen Teil ihrer Forderungen und die Defizitländer werden dadurch im Gegenzug gezwungen, innerhalb ihrer Verhältnisse zu leben, weil sie ansonsten keine weiteren Kredite bekommen würden. Die Insolvenz ist das Vorgehen, das ordnungspolitisch naheliegt; allerdings birgt eine Insolvenz in diesem Rahmen auch Gefahren, wie z. B.:

1. Die politische Gefahr besteht darin, dass die Insolvenz als mangelnde Solidarität der Eurostaaten aufgefasst wird, sodass der europäische Einigungsprozess einen gravierenden Rückschlag erleiden könnte. Die Reaktion der griechischen Bevölkerung zum Beispiel gibt dieser Ansicht einen sichtbaren Ausdruck.
2. Die Ansteckungsgefahr, dass die Finanzmärkte aus der Insolvenz eines Landes auf die Insolvenz weiterer Defizitländer der Eurozone schließen und so deren Zahlungsunfähigkeit durch steigende Risikoaufschläge auf ihre Anleihen beschleunigen. Die dann notwendigen Abschreibungen würden vermutlich sämtliche Banken und Versicherungen Europas überfordern und wegen der „Systemrelevanz“ zu einer Insolvenz des gesamten Finanzsystems führen.
3. Die Gefahr, dass Lebensversicherungen Insolvenz anmelden müssen. Das kann eintreten, weil Lebensversicherer auf kapitalgedeckte Lebensversicherungen gesetzlich einen Garantiezins zahlen müssen. Abschreibungen können sie daher nur in der Höhe verkraften, in der ausreichend Rücklagen bzw. Rückstellungen gebildet wurden. Das darf man aber nicht unterstellen, da die Lebensversicherungen durch die lang anhaltende Niedrigzinsphase gezwungen waren, ihre Überschussbeteiligungen von Jahr zu Jahr zu senken. In dem Moment, wo sie den Garantiezins nicht mehr bedienen können, sind sie insolvent, selbst wenn sie noch Eigenkapital haben.
4. Die großen politischen Anstrengungen, eine Insolvenz z. B. Griechenlands unter allen Umständen zu vermeiden, zeigen, wie ernst die politischen Verantwortlichen die Gefahren der Insolvenz eines Euro-Mitgliedslandes einschätzen.

### 2.3 Umschichtung von Schulden

Die Umschichtung von Schulden bedeutet, dass die Pflicht zu ihrer Bedienung von anderen Staaten, im Falle Europas durch die finanzstarken Partnerländer, übernommen und damit deren Bevölkerung durch die Steuern aufgelastet wird. Damit werden die Gläubiger geschont, was letztlich den vermögenden Bevölkerungsschichten zugutekommt. In den USA geschieht dies durch Steuererleichterungen für Bürger mit hohem Einkommen oder durch direkte Finanzhilfen an die Finanzinstitute zugunsten von Immobilienkäufern sowie durch eine expansive Geldpolitik des Fed. Über die daraus resultierende steigende Inflationsrate bei konstanten Löhnen und niedrigen Sparzinsen wird die gesamte Bevölkerung an der Schuldenentlastung beteiligt. In Europa würde das durch jedwede Form der gemeinschaftlichen Übernahme von Schulden erfolgen, sei es durch den EFSF oder ggf. dessen Nachfolgekonstrukt – dem Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) – der mit einem Grundkapital von 700 Mrd. Euro ausgestattet ist, in den die Staaten direkt einzahlen bzw. ggf. durch Ausgabe gemeinschaftlicher Anleihen, den sogenannten Eurobonds, für die die Eurozone gesamtschuldnerisch haften würde.

Der Vorteil dieses Vorgehens besteht darin, dass die Investoren durch die staatlichen Garantien vermutlich bereit sind, Schuldverschreibungen zu kaufen, sodass der Kreditbedarf der Staaten bzw. Institutionen gedeckt bleibt. Dadurch würde der Status quo erhalten und es bestünde die Hoffnung, dass die Gesellschaften insgesamt langfristig der Schuldenproblematik Herr werden. Allerdings gibt es ethische Bedenken: Diejenigen, die Risiken eingegangen sind und davon auch profitiert haben, werden jetzt, wo die in Kauf genommenen Risiken eingetreten sind, geschont. Das öffnet Türen zu weiteren

Spekulationen und dem Ausleben von Gier. Die Vergesellschaftung bedeutet eine nachhaltige Schuldenlast für die gesamte Bevölkerung, allerdings nicht gleich verteilt. Die Belastung des Staates wird durch höhere Steuern, Ausgabenkürzungen – z. B. im Bildungs- bzw. Sozialbereich –, mangelhafte Infrastruktur oder im medizinischen Bereich spürbar und reduziert die Konsumbereitschaft. Wo also wohlhabende Bevölkerungsschichten von der Phase des Schuldenmachens überproportional profitiert haben, soll jetzt die gesamte Bevölkerung die Kosten tragen.

### 2.4 Schuldenübernahme durch Zentralbanken

Zentralbanken können Schuldtitel von Unternehmen, Banken bzw. Staaten aufkaufen. Wenn die Zentralbankreserven nicht ausreichen, ist es ihnen möglich, die Geldmenge zu erhöhen – auch auf Kosten ihres obersten Ziels, die Geldwertstabilität durch die Geldmengensteuerung in völliger Unabhängigkeit von politischen Weisungen zu garantieren. Dadurch verlängern sie ihre Bilanzen und entlasten die Verkäufer von den damit verbundenen Risiken. Eine Zentralbank kann auch direkt die Defizite von Staaten finanzieren. Dies muss nicht notwendigerweise gleich Inflation bedeuten, denn die Zins- und Tilgungszahlungen der Schuldner, die dann die Zentralbank vereinnahmt, reduzieren die Geldmenge mittelfristig wieder. Über die Laufzeit der aufgekauften Schuldtitel kann die Zentralbank steuern, über welchen Zeitraum sie die Geldmenge ausgeweitet haben möchte, vorausgesetzt, sie bekommt tatsächlich das ausgegebene Geld zurück. Implizit ist in dieser Strategie die Hoffnung enthalten, dass die in Schwierigkeiten geratenen Schuldner zu einem späteren Zeitpunkt in der Lage sein werden, ihre Schulden zu bedienen.

Durch den Preis, den die Zentralbank für die Schuldtitel zahlt, kann sie auch steuern, welche Last sie den Verkäufern zumuten will. Darin kann ein impliziter Schuldenschnitt enthalten sein. Wenn die Zentralbank die Papiere zu weniger als ihrem Nominalwert kauft, realisiert der Verkäufer die Differenz zu seinem Kaufpreis als Verlust. Er wird aber einen geringeren Verlust realisieren, als wenn er die Papiere auf einem Markt ohne Zentralbankunterstützung verkaufen müsste. Diese Anleihekäufe durch die Notenbanken nimmt die Unsicherheit über die Bonität der Banken bzw. Staaten aus dem Markt. Es ist dann öffentlich bekannt, wie hoch die erlittenen Verluste ggf. waren. Eine Erwartung an die Banken ist, dass sie verfügbaren Gelder für eine Ausweitung ihrer Kreditvergabe verwenden. Diese Erwartung wurde bisher allerdings nicht in allen Fällen erfüllt.

Ein weiterer Nachteil dieser Anleihekäufe liegt darin, dass zusätzlich von den Zentralbanken ausgegebenes Geld in der Rezession weniger für Investitionen als vielmehr für Vermögenspreisspekulation genutzt wird und dadurch das Vertrauen in die Währungsstabilität zusätzlich gefährdet wird. Die geldpolitische Lockerung in den USA hat negative Reaktionen bei den Gläubigerstaaten hervorgerufen. Weiterhin halten die Anleihekäufe das Zinsniveau niedrig, was zunehmend zu einem Problem für Sparer und Pensionskassen wird, die auf diesem Wege die Spekulation auf Vermögenspreise ungewollt subventionieren, eine Politik, die auch als finanzielle Repression bezeichnet wird. Letztlich ist es eine schleichende Enteignung der Sparer.

Zusammenfassend zeigt sich, dass es eine eindeutig überlegene Lösung nicht gibt. Jede der genannten Ansätze bringt Vor- und Nachteile mit sich. Allerdings sind die Auswirkungen auf die Märkte sehr unterschiedlich, was für uns zu berücksichtigende Tatsachen sind. Während Lösungen wie Schuldenschnitt oder Sparanstrengungen auf breiter Front deflationär sind, sind quantitative Lockerung oder Vergesellschaftung der Schulden in manchen Bereichen inflationär. *avesco* kann den weiteren Verlauf der politischen Ereignisse nicht vorhersehen, schließlich gehört zu unserer festen Überzeugung, dass Prognosen prinzipiell nicht verlässlich sind. Wir können aber basierend auf den oben genannten Handlungsalternativen Szenarien formulieren und versuchen, deren Einfluss auf die Entwicklung von verschiedenen Anlageklassen einzuordnen. Auch das ist nicht mit Sicherheit möglich, aber wir glauben, dass grundsätzliche Treiber für die relevanten Anlageklassen identifizierbar sind.

Im Folgenden wollen wir uns auf die in Europa aktuell wichtigsten Szenarien beschränken, nämlich Szenarien der künftigen Entwicklung Griechenlands und der Eurozone.

### 3. Szenarien künftiger Entwicklungen in der Eurozone und die Auswirkungen auf die Anlageklassen – dargestellt am Beispiel Griechenland.

**Basierend auf den oben genannten grundsätzlichen Ansätzen betrachten wir die daraus folgenden Szenarien für die Märkte. Dies ist naturgemäß eine pauschale Betrachtung. Wir folgern aus den gezeigten Ansätzen Tendenzen für die Entwicklung der Preise verschiedener Anlageklassen. Die Treiber dafür kommen im Kern aus zwei Quellen.**

Der erste Aspekt ist, ob eine Lösungsstrategie deflationär, stark deflationär, moderat inflationär oder stark inflationär wirkt. Deflation, d. h. in diesem Kontext vor allem Schuldendeflation, ist tendenziell positiv für Papierwerte und negativ für Sachwerte, während Inflation positiv für Sachwerte und negativ für Papierwerte ist. Zu den Sachwerten zählen dabei auch Aktien.

Der zweite Aspekt ist die Frage des Vertrauens. Wenn das Vertrauen gestärkt wird, ist das tendenziell positiv für risikohafte Anlageklassen. Für die Eurozone baut das Vertrauen auf der Annahme auf, dass die Schuldenproblematik geordnet gelöst werden kann und dass ausreichend finanzielle Ressourcen vorhanden sind, um die Lasten aus den bilanziellen Schiefständen zu verkraften. Deshalb wirken Strategien, die auf eine konsequente Umschichtung von Schulden zielen, vertrauensbildend, während Strategien, die die Schuldnerstaaten fallenlassen, verunsichernd wirken. Wir versuchen, Reaktionen in den Anlageklassen auf verschiedene Szenarien einzuordnen und zu begründen. Der Leser muss letztlich sich selbst ein Urteil bilden. Es ergibt sich, dass je nach politischer Entscheidungslage die Entwicklung einzelner Anlageklassen unterschiedlich ist.

Weiter ist einschränkend zu beachten, dass die Szenarien hier so betrachtet werden, als bliebe der Rest der Welt mehr oder weniger unverändert. Die Komplexität erhöht sich noch beträchtlich, wenn man sie vor dem Hintergrund einer möglichen Abkühlung der Beziehungen zwischen China und den USA diskutiert bzw. deren Wirtschaftsentwicklung sich dramatisch verschlechtert. Entsprechend schwieriger wären dann Aussagen über die Entwicklung einzelner Anlageklassen.

**3.1 Szenario 1:****Griechenland hilft sich selbst durch Sparpaket sowie Maßnahmen für Wirtschaftswachstum und die Länder der Eurozone unterstützen das langfristig.**

Eine sanfte Umschuldung Griechenlands kann z. B. durch die Laufzeitverlängerung von Anleihen bzw. das Festlegen niedriger Zinssätze erfolgen – so wie Deutschland seinerzeit nach dem Zweiten Weltkrieg auch geholfen wurde. Die Schulden können zudem auf alle Staaten der Eurozone umgelegt werden, entweder in Form von Eurobonds oder sie werden vom Stabilitätsfonds EFSF aufgekauft. Auch die EZB könnte griechische Anleihen kaufen, was allerdings nicht ihre originäre Aufgabe ist. Auch der auf einem der EU-Gipfel beschlossene freiwillige Schuldenschnitt von 50 % fällt in diese Strategie, Griechenland sanft zu entschulden.

Insgesamt können diese Maßnahmen vertrauensbildend wirken und würden einer Deflation in der Eurozone entgegenwirken. Flankierende Sparmaßnahmen in Griechenland, obwohl deflationär wirkend, unterstützen diese Strategie, die auch eine Kombination aus den genannten Maßnahmen beinhalten kann. Die Auswirkungen auf die Anlageklassen zeigt nachfolgende Übersicht.

Klasse	Generelle Tendenz	Deutschland	Europa	USA	Emerging Markets
Bewegliche Anlagen					
Aktien (1)	+	+	+	+	+
Staatsanleihen	ohne	- (2)	+ (3)	- (4)	o (7)
Unternehmensanleihen (5)	+	+	+	+	+
Euro	+ (6)	entfällt	entfällt	+	-
Schweizer Franken (8)	-	-	-	-	-
Gold (9)	-	-	-	-	-
Rohstoffe	+	+	+	+	+
Geldmarkt (10)	o	o	o	o	o
Tagesgeld / Festgeld	o	o	o	o	o
Managed Futures (11)	+	+	+	+	+
Nicht bewegliche Anlagen					
Immobilien	o	o (12)	o (13)	o	o
Private Equity (14)	++	++	++	++	++
Schiffe (15)	+	+	+	+	+
Erneuerbare Energien / Photovoltaik	+	+	+ (16)	+	+

Legende: ++ = sehr positiv, + = positiv; o = neutral; - = negativ; -- = sehr negativ

**Begründungen:**

- (1) Aktien profitieren vom wiederhergestellten Vertrauen.
- (2) Die Flucht in die Sicherheit der Bundesanleihe wird reduziert. Höher rentierende Anlagen werden bevorzugt.
- (3) Die Unsicherheit bezüglich der Zahlungsfähigkeit der südeuropäischen Länder tritt zurück, sodass die Renditeaufschläge deutlich fallen.
- (4) Die Unsicherheit über die Entwicklung der Eurokrise war ein Faktor für die Flucht in die angenommene Sicherheit der US-Staatspapiere.
- (5) Unternehmensanleihen profitieren vom wiederhergestellten Vertrauen.
- (6) Das gestärkte Vertrauen überwiegt die Angst vor hoher Inflation. Dieser Effekt ist vermutlich schwächer, wenn die EZB Anleihen kauft und er ist stärker, wenn eine Umschuldung über Eurobonds stattfindet oder die Sparmaßnahmen bzw. Reformen in Griechenland ausreichend sein sollten.
- (7) Die Auswirkungen sind für uns kaum einzuordnen. Die Anleihekurse sind sehr länderspezifisch und können sich durch Divergenz aufheben.
- (8) Der Schweizer Franken war bisher eine Fluchtwährung für verunsicherte Anleger. Dies wurde durch die Festsetzung einer Wertobergrenze zum Euro durch die Schweizer Nationalbank (SNB) gestoppt. Der Kurs von 1,20 CHF je Euro ist dennoch ein hoher Wert im historischen Vergleich.
- (9) Die Investitionsmotive für Gold können Sicherheitsempfinden oder Spekulation sein. Da in diesem Szenario Sicherheit auf den Finanzmärkten wieder steigt, müsste aus rationaler Sicht die Goldnachfrage und damit der Goldpreis sinken.
- (10) Eine signifikante Zinserhöhung ist auch bei entspannter griechischer Schuldenproblematik wegen der dennoch angespannten weltwirtschaftlichen Lage eher unwahrscheinlich.
- (11) Managed Futures, insofern sie Trendfolgeansätze implementieren, profitieren stark von eindeutigen Marktrichtungen.
- (12) Ende des Preisanstiegs; rückläufige Preise in den Ballungsräumen aufgrund reduzierter Nachfrage.
- (13) In Europa heterogene Situation; in Südeuropa tendenziell fallende Preise. In Nord- und Zentraleuropa stagnierende bzw. leicht rückgängige Preise.
- (14) Die Investitionsbereitschaft steigt und damit auch die Zahl der Transaktionen. Niedrige Zinsen zwingen institutionelle Anleger verstärkt in alternative Investments, wie Private Equity, zu investieren.
- (15) Die Charterraten stabilisieren sich und ziehen aufgrund steigenden Wirtschaftswachstums leicht an.
- (16) Griechenland entwickelt sich zu einem wichtigen Abnehmer für Photovoltaik. Die erneuerbaren Energien werden im Zusammenhang mit der Schuldenkrise als ein Geschäftsmodell für Griechenland diskutiert.

### 3.2 Szenario 2:

**Sparpaket und Maßnahmen für Wirtschaftswachstum wirken nicht, es kommt zur Insolvenz und zum Schuldenschnitt – Griechenland bleibt allerdings ein Sonderfall und es gibt keine nennenswerten Auswirkungen auf andere Länder der Eurozone (kein Dominoeffekt); Griechenland bleibt Mitglied der Eurozone.**

Die Möglichkeit einer solchen Reaktion der Märkte besteht, weil die Volkswirtschaften Italiens, Spaniens oder Portugals anders aufgestellt sind als die Griechenlands. Griechenland hat im Grunde kein klares Geschäftsmodell. Im wichtigsten Athener Börsenindex Athex haben Banken und Finanzdienstleister ein Gewicht von 35 %, 14 % entfallen auf einen Getränkeabfüller und rund 10 % auf Glücksspielanbieter.

Infolge des Eintretens dieses Szenarios müssten vermutlich einige europäische Banken gerettet werden, aber insgesamt wären die Forderungsausfälle für den Rest Europas gut verkraftbar. Es könnte daher im Anschluss zu einer großen Erleichterung auf den Märkten kommen,

weil die dauernde Unsicherheit über das Schicksal Griechenlands beendet wäre. Vielleicht sind die Marktreaktionen direkt im Anschluss an die EU-Gipfel und den dort beschlossenen Maßnahmenpaketen gute Beispiele für dieses Szenario, auch wenn im Nachhinein klar ist, dass die bisherigen Maßnahmen nicht ausgereicht haben und die Probleme letztlich bestehen geblieben sind. Allein die Vorstellung, dass ein 50%iger Schuldenschnitt Griechenland aus dem Fokus der Diskussionen bringt und Geld für die Hilfe anderer Staaten zur Verfügung steht, führte zwischenzeitlich zu einer veritablen Rally an den Aktienmärkten.

Klasse	Generelle Auswirkungen	Deutschland	Europa	USA	Emerging Markets
<b>Bewegliche Anlagen</b>					
Aktien	+ (1)	+	+	+	+
Staatsanleihen	ohne	o (2)	- (4)	- (3)	+ (4)
Unternehmensanleihen	+ (5)	+	+	+	+
Euro	+ (6)	entfällt	entfällt	+	- (7)
Schweizer Franken	- (8)	-	-	-	-
Gold (9)	o	o	o	o	o
Rohstoffe (10)	+	+	+	+	+
Geldmarkt (11)	-	-	-	-	-
Tagesgeld / Festgeld	-	-	-	-	-
Managed Futures	+ (12)	+	+	+	+
<b>Nicht bewegliche Anlagen</b>					
Immobilien	ohne	o (13)	o (14)	-	+
Private Equity (15)	+	+	+	+	+
Schiffe (16)	+	+	+	+	+
Erneuerbare Energien / Photovoltaik	ohne	+	-(17)	+	+

Legende: ++ = sehr positiv, + = positiv; o = neutral; - = negativ; -- = sehr negativ

**Begründungen:**

- (1) Zwar ist ein kurzfristiger Einbruch der Märkte wahrscheinlich, aber da die ständige Unsicherheit aus den Märkten genommen wurde, ist danach eine Erholung möglich.
- (2) Weitere Zinssenkungen aufgrund niedrigen Wirtschaftswachstums stehen an; die Bedeutung der Bundesanleihen als sicherer Hafen nimmt jedoch ab.
- (3) Die US-Staatsanleihen verlieren ihre Bedeutung als sicherer Hafen; Zinssenkungen zur Stimulierung der Wirtschaft sind nicht mehr möglich.
- (4) Anleihen besonders aus Südeuropa und Frankreich blieben vermutlich unter Druck, obwohl sie höhere Renditen bringen, weil ihr Finanzsystem durch die Insolvenz und die bleibenden strukturellen Probleme stark belastet ist. Die Renditen werden vermutlich eher in Schwellenländern gesucht, deren Bonität schrittweise steigt.
- (5) Unternehmensanleihen werden analog zu Aktien nach einer kurzfristigen Verwerfung im Wert steigen und als Alternative zu Bonds wegen höherer Zinsen an Bedeutung gewinnen.
- (6) Die verkraftete Insolvenz reduziert die Geldmenge und Risiken im Euroraum. Das ist generell positiv für die Währung.
- (7) Schwellenlandwährungen kehren zu ihrer Aufwertungstendenz zurück, weil das Vertrauen in zukünftiges Wachstum wieder zunimmt.
- (8) Der Schweizer Franken war eine Fluchtwährung für verunsicherte Anleger. Er ist aus Sicht der SNB aber überbewertet. Diese Überbewertung wird sich vermutlich reduzieren, sobald der Euro stabilisiert ist.
- (9) Gold wird weiterhin nachgefragt, aber als Alternative für ein sicheres Investment ist es weniger attraktiv geworden.
- (10) Rohstoffe setzen ihren langfristigen Anstieg fort, der fundamental aus steigender Nachfrage, vor allem durch das Wachstum in den Schwellenländern, begründet ist.
- (11) Aufgrund der niedrigen Wachstumserwartungen für den europäischen Wirtschaftsraum ist eher mit fallenden Zinsen zu rechnen.
- (12) Gerade im Bereich der Rohstoffe sollte es zu klaren Markttrends kommen, von denen Managed Futures profitieren können.
- (13) Ende des Preisanstiegs; rückläufige Preise in den Ballungsräumen aufgrund reduzierter Nachfrage.
- (14) In Europa heterogene Situation; in Südeuropa tendenziell fallende Preise. In Nord- und Zentraleuropa stagnierende bzw. leicht rückgängige Preise.
- (15) Für Private Equity ergibt sich ein ähnliches Bild wie für Aktien. Niedrige Zinsen fördern ein Umdenken institutioneller Investoren hin zu mehr unternehmerischen Investitionen.
- (16) Die generelle, wenn auch langsame Erholung der Weltwirtschaft wirkt sich positiv auf Charraten aus.
- (17) Die Einspeise-Garantien in Südeuropa könnten nach unten angepasst bzw. gekündigt werden.

### 3.3 Szenario 3:

**Sparpaket und Maßnahmen für Wirtschaftswachstum wirken nicht, es kommt zur Insolvenz und zum Schuldenschnitt – es kommt allerdings zu einem Dominoeffekt, weil die Märkte davon ausgehen, dass mit anderen (größeren) Ländern der Eurozone vergleichbar umgegangen wird; Griechenland ist ggf. nicht mehr Mitglied der Eurozone.**

Die Folge hiervon wäre eine unmittelbare Krise für Banken und Versicherungen, nicht nur in Griechenland. Banken – wie viele, ist schwer abzuschätzen – müssten verstaatlicht werden bzw. massiv mit Steuergeldern gestützt werden, um die vorzunehmenden Abschreibungen für die Forderungsausfälle zu verkraften, ohne insolvent zu werden. Das Finanzsystem insgesamt würde zunächst zum Erliegen kommen, weil der Kreditfluss vor allem zwischen den Banken zum Erliegen kommt. Einige Staaten fallen als Unterstützer aus, weil sie selbst notleidend sind, so dass eine Weltwirtschaftskrise nicht ausgeschlossen ist, die sich durch einen sehr

geringen Leistungsaustausch zwischen den Staaten niederschlägt. Dadurch sind die Volkswirtschaften in Deutschland und China wegen ihrer auf Export ausgerichteten Wirtschaftsmodelle besonders betroffen. Die Währungsunion würde vermutlich zerbrechen. Die Fähigkeit der Staaten, alle Zahlungsausfälle zu übernehmen, wird vermutlich nicht ausreichend, sodass private Sparer und Investoren direkte Einbußen erleiden. Es kann in diesem Fall auch zu einer Währungsreform kommen, die vermutlich über Nacht beschlossen werden würde. Sie könnte völlig unvorhersehbare Regelungen für Vermögen und Schulden beinhalten.

Klasse	Generelle Auswirkungen	Deutschland	Europa	USA	Emerging Markets
<b>Bewegliche Anlagen</b>					
Aktien (1)	--	--	--	--	--
Staatsanleihen	+	++ (2)	-- (3)	++ (2)	+
Unternehmensanleihen (4)	-	-	-	-	-
Euro (5)	--	entfällt	entfällt	--	--
Schweizer Franken (6)	ohne	++	++	-	-
Gold (7)	-	-	-	-	-
Rohstoffe	--	--	--	--	--
Geldmarkt (8)	ohne	--	--	+	+
Tagesgeld / Festgeld (8)	o	o	o	o	o
Managed Futures	o (9)	o	o	o	o
<b>Nicht bewegliche Anlagen</b>					
Immobilien	- (10)	-	-	-	o
Private Equity (11)	ohne	-	-	o	+
Schiffe (12)	--	--	--	--	--
Erneuerbare Energien / Photovoltaik	ohne (13)	-	-	o	+

Legende: ++ = sehr positiv, + = positiv; o = neutral; - = negativ; -- = sehr negativ

**Begründungen:**

- (1) Ein solches Szenario verursacht zunächst einen Schock an den Aktienmärkten, aber die historische Erfahrung zeigt, dass Aktien von großen Industrieunternehmen auch schwere Krisen ohne großen Schaden überstehen. Parallel zur Hektik an den Börsen kann also eine Flucht in Aktien als Realwert mit langfristiger Perspektive einsetzen, sodass sich die Verluste in Grenzen halten.
- (2) Spürbare Nachfrage in die jetzt als sichere Anlagen wahrgenommenen Bundesanleihen und US-Treasuries.
- (3) Flucht aus den Anleihen der südeuropäischen Länder und möglicherweise auch Frankreichs und Belgiens, weil deren Bankensysteme überfordert wären und die Ratings gesenkt werden würden. Weitere Staatsinsolvenzen drohen.
- (4) Unternehmensanleihen kommen stark unter Druck, weil das Wachstum einbricht; aber es könnte auch sein, dass die Bonität großer Konzerne besser eingeschätzt wird als die einiger Staaten, was die Verluste begrenzen würde.
- (5) Die Währungsunion ist de facto gescheitert. Eine Währungsreform ist jederzeit möglich.
- (6) Der Schweizer Franken war eine Fluchtwährung für verunsicherte Anleger. Dies wurde durch das Setzen einer Wertobergrenze zum Euro durch die SNB gestoppt. In diesem Szenario würde die Bindung vermutlich brechen, es sei denn, die SNB akzeptiert quasi unlimitierte Verluste auf ihr Engagement. Ein Bruch der Bindung würde den Kurs zum Euro stark nach oben treiben, aber die Kurse zu anderen Währungen möglicherweise leicht nach unten, weil durch die fehlgeschlagene Währungskopplung sehr große Verluste im Schweizer Währungssystem entstanden sind.
- (7) Die starke Deflation in diesem Szenario drückt auch auf den Goldpreis. Allerdings ist dieser nach unten dadurch abgesichert, dass allein die Produktionskosten mittlerweile bei über 1000 USD pro Feinunze liegen.
- (8) Viele Geldmarktfonds haben vermutlich einen Wertverlust. Im Falle einer Währungsreform ist auch bei Sichteinlagen mit hohen Vermögensverlusten zu rechnen.
- (9) Eine Einschätzung zu Managed Futures ist schwierig, weil ihre Modelle überfordert wären und Gegenparteien insolvent werden könnten, so dass trotz der starken Marktrichtung viele der Fonds nicht überleben.
- (10) Der Einfluss auf die Immobilien ist enorm; es ist mit hohen Wertverlusten zu rechnen, weil die Immobiliennachfrage stark nachlässt und dadurch Druck auf die Preise ausgeübt wird. Die ohnehin bereits niedrigen Renditen sinken weiter ab.
- (11) Für Private Equity ist die Lage in Europa negativ. Kredite für Transaktionen sind kaum zu bekommen und bestehende Kredite können gekündigt werden.
- (12) Wegen des starken Einbruchs des Welthandels wirkt ein negativer Einfluss auf diese Anlageklasse.
- (13) Einspeise-Garantien in Südeuropa könnten gekündigt werden. Fallende Rohstoffpreise reduzieren den Druck zur Energiewende.

### 3.4 Nachtrag: Euro-Gipfel der letzten Monate

Die gegenwärtig diskutierten Strategien beinhalten Maßnahmen, die die diskutierten Szenarien teilweise vermischen. Zum einen wird ein Zahlungsausfall Griechenlands verhandelt, der aber „freiwillig“ vonseiten privater Gläubiger wie Banken aufgenommen werden soll. Die geforderte Freiwilligkeit resultiert aus dem Problem, dass im Falle eines unfreiwilligen Forderungsverzichts ein „Default“-Ereignis von den Ratingagenturen konstatiert würde. Das würde Kreditausfallversicherungen auslösen und damit zu unvorhersehbaren Verlusten führen und sich wahrscheinlich nur auf wenige große Akteure konzentrierten. Zum anderen wird verhandelt, den europäischen Stabilitätsmechanismus zu einer Art Versicherung werden zu lassen, die z. B. die ersten 20 % eines Verlusts auf Staatstitel gefährdeter Staaten versichert. Dadurch könnte man mit dem gegenwärtig noch nicht gebundenen Volumen von 310 Mrd. Euro z. B. 1,5 Billionen Euro Kapital für die Staaten aktivieren.

Drittens sollen Banken zur Kapitalaufstockung verpflichtet werden, um Verluste besser verkraften zu können. Sollte das so umgesetzt werden, wäre es ein Zeitaufschub. An den grundlegenden Szenarien ändert sich wenig, außer dass im Laufe der Zeit ein noch größeres Finanzvolumen zur Disposition steht. Es wird allerdings demnächst der Fokus vermutlich von Griechenland auf andere Länder verschoben werden. Dies ist schon sichtbar an der Situation Italiens und Spaniens, deren Staatsanleihen massiv unter Druck gekommen sind. Die bisherigen EU-Gipfel haben also noch keine Lösung erbracht, sondern im Gegenteil eher offenbart, dass politisch keine Lösung in Sicht ist. Es wird im Moment mehr und mehr wahrscheinlich, dass die EZB beginnt, Geld ähnlich wie die US-Notenbank zu drucken. Das entspräche in unserer Betrachtung am ehesten dem ersten Szenario.

Auf dem Gipfel Anfang Dezember 2011 wurden, Großbritannien ausgenommen, feste Schuldengrenzen in den Länderhaushalten abgesprochen, deren gesetzliche Verankerung noch offen ist. Allerdings sollen durch den Europäischen Gerichtshof Sanktionen ausgesprochen werden können. Der ESM soll bereits ab Mitte 2012, statt 2013, funktionsfähig sein, soll jedoch nicht wie eine Bank Kredite aufnehmen können. Gemeinsame Staatsanleihen (Euro-Bonds) sollen nicht eingeführt werden und die privaten Gläubiger sollen künftig nicht bei einem Schuldenerlass für ein Land in der Eurozone beteiligt werden. Diese Beschlüsse wirken wenig überzeugend, daher bleiben wir zunächst bei den oben ausgeführten Szenarien. Kritische Fragen zu den Beschlüssen wären folgende:

Wenn schon bisher im Rahmen der Maastricht-Verträge vereinbarte Sanktionen nie durchgesetzt wurden, wie soll das in Zukunft geschehen, noch dazu wenn diese Sanktionen die Schuldnerstaaten noch tiefer in Schulden treiben?

Wer soll die Rettungsfonds finanzieren, wenn die finanzierenden Staaten selbst auf Hilfgelder angewiesen sind?

Welcher private Investor kauft Anleihen, die eine 20%ige Ausfallversicherung haben, wenn der durchschnittliche Forderungsverlust bei Staatspleiten historisch gesehen eher bei 50 % liegt?

Wie soll eine Schuldenproblematik gelöst werden, wenn von dem oben geschilderten Problem der Leistungsbilanzungleichgewichte noch nicht einmal die Rede ist?

Von daher ist auch dieser Gipfel eher als Versuch zu werten, die Lösung des Problems irgendwann in unbestimmter Zukunft zu erreichen.

## 4. Schlussbemerkungen

Selbstverständlich haftet den oben genannten Einschätzungen über die Entwicklung einzelner Anlageklassen bei den angenommenen Szenarien eine Unsicherheit an. Aber wir hoffen, dass deutlich wurde, wie sehr wirtschaftliche Entwicklungen von politischen Entscheidungspfaden abhängen. Da gibt es wirklich keine Prognosen, weil wir nicht wissen, was die verschiedenen Akteure beschließen werden, wie die Bevölkerung des jeweils betroffenen Staates darauf reagiert und wie sich das globale Kräftegemisch entwickelt.

Angesichts der Ungewissheit darüber, welcher Pfad der Ereignisse letztlich beschritten wird, stehen wir als Anleger vor der Qual der Wahl. In der Presse werden oft Meinungen von (selbst ernannten und tatsächlichen) Experten präsentiert, die in Anlagetipps münden. Nach unserer Beobachtung ist das Muster dieser Botschaften häufig so, dass der zitierte Experte für eines der oben beschriebenen Szenarien votiert und daraus seine Anlageempfehlung ableitet. Dies entspricht einer Wette auf das Eintreffen des genannten Szenarios. Liegt die Einschätzung richtig, kann der Anleger durch die Befolgung des Ratschlags viel Geld verdienen. Liegt er allerdings falsch, dann drohen hohe Verluste. Dies gilt besonders für Privatanleger, die dazu neigen, zu wenig zu diversifizieren und lieber mehr auf Wetten einzelner Anlagewerte zu setzen.

Wir bei avesco halten daher diese Tipps in der Presse für wenig hilfreich. Die Anlagestrategie sollte weniger auf kurzfristige Gewinne durch gewonnene Wetten als auf langfristigen, verlässlichen Vermögenszuwachs ausgerichtet sein. Daher unterscheidet sich unser Ansatz fundamental von solchen Wetten. Wir bauen auf einen breiten Mix von Anlagen verschiedener Charakteristik auf, die in den jeweiligen Szenarien ganz unterschiedliches Verhalten zeigen und teilweise auf lange Investitionshorizonte ausgelegt sind.

So werden in einzelnen Szenarien einige unserer Anlagen Verluste machen, andere aber gewinnen. Dazu einige Beispiele für Anlageklassen, die wir verwenden (neben klassischen Aktien- und Renteninvestments):

### **Private Equity, Immobilien, Schiffe und Wald**

Private-Equity-Beteiligungen zeichnen sich historisch dadurch aus, dass sie besonders lohnende Investments sind, wenn sie in Zeiten der Baisse eingegangen werden. Außerdem erbringen sie tendenziell eine höhere Rendite als z. B. Aktieninvestments – vor allem, wenn man gute Manager auswählt.

Immobilieninvestments eignen sich als Inflationsschutz, solange der Markt, in dem investiert wird, nicht überbewertet ist.

Schiffsbeteiligungen sind dagegen ausgesprochen zyklisch. Sie entfalten eine hohe Dynamik in Wachstumsphasen, während sie in Rezessionszeiten große Risiken bergen.

Waldanlagen bringen eine langfristige Grundlage in die Vermögensbildung, denn Wald ist geduldig. Er wächst konstant Jahr für Jahr. Man kann in ungünstigen Phasen die Bäume weiter wachsen lassen, um sie dann in besseren Zeiten zu ernten.

### **Managed Futures**

Bei Managed Futures handelt es sich in der Regel um Trendfolgemodelle, die ihre Stärken immer dann ausspielen, wenn bestimmte Märkte in eine dominante Richtung zeigen. Die Ansätze sind sehr ausgefeilt. Managed Futures bringen daher in stärkeren Abwärts- und Aufwärtsphasen beträchtliche Gewinne. In Seitwärts-Phasen verzeichnen sie eher Verluste, die auch beträchtlich sein können. Als Beimischung zum Portfolio eignen sie sich hervorragend, um gegen starke Marktkorrekturen abzusichern und in Hausse-Phasen überdurchschnittlich zu profitieren.

### **Long/Short Aktienstrategien**

Dies sind aktienbasierte Anlagen, die aber auch in Baisse-Phasen durch Shortpositionen Erträge bringen.

### **Rentenfonds in Ländern mit höherer Verzinsung**

Wir haben zum Beispiel Rentenfonds in Australien, wo der Leitzins der Zentralbank bei 4,5 % liegt. Um bei Währungsschwankungen abgesichert zu sein, tätigen wir Kurssicherungsgeschäfte. Diese Anlagen sind wie treue Arbeitspferde, die dauerhaft ihren Renditebeitrag erbringen.

### **Gold**

Gold ist nach unserer Ansicht einem Währungsinvestment sehr nahe, hat aber auch den Charakter eines Rohstoffs. Gold profitiert eindeutig von der Unsicherheit über die Entwicklung der Währungen und verliert stark, wenn ein deflationäres Szenario eintritt.

Die Summe der Auswirkungen dieser Anlageklassen ist entscheidend für die Krisenfestigkeit und den langfristigen Anlageerfolg unserer Portfolios. Wenn Sie die dargestellten Tatsachen und die daraus abgeleiteten Auswirkungen Revue passieren lassen, können Sie selbst einschätzen, wie Sie mit Ihrem eigenen Vermögensportfolio aufgestellt sind. Scheuen Sie sich nicht, uns zu einzelnen Aspekten dieses Beitrags bzw. bei Fragen zu Ihrer Vermögensanlage direkt zu kontaktieren.

### **Die Autoren**

*Christian Berg* ist Diplom-Physiker und Mitarbeiter im Bereich Portfolio-Management der avesco Financial Services AG, Berlin.

*Volkmar Liebig* ist Professor für Betriebswirtschaft, insbes. Entrepreneurship, an der Hochschule Ulm und Aufsichtsratsvorsitzender der avesco Financial Services AG, Berlin.

### **avesco Financial Services AG**

avesco ist im deutschsprachigen Raum der beste\* unabhängige Begleiter von Privatpersonen, Stiftungen, SFOs und KMUs im Vermögens-, Cash- und Vorsorgemanagement. avesco versteht sich als Entscheidungsvorbereiter, Ratgeber und Coach. Wir ermitteln stets akribisch den Status quo. Auf der Basis Ihrer Wünsche und Ziele entwickeln wir Strategien, die wir gemeinsam bewerten. Schließlich wählen wir die Beste aus.

Die Positionierung des Vermögenseigentümers wird unter Berücksichtigung des Wirkungszusammenhangs zwischen Verfügbarkeit und Rendite des Vermögens sowie Verlustvermeidung und Substanzerhalt bestimmt, wovon die Gesamtstrategie für das (Teil-)Vermögen abgeleitet wird.

avesco besitzt dafür eigene Kompetenzen in der Vermögensstrukturierung unter Berücksichtigung aller traditionellen und alternativen Anlageklassen, der Auswahl von Indexfonds, besten Fondsmanagern, Vermögensverwaltern und Beteiligungen, die auf den Prinzipien des Vermögensmanagements von YALE aufbauen. Beim Cash-Management erhalten Sie durch uns Zugänge zu alternativen Zinsangeboten, die zu höheren Zinsen bei gleichbleibendem Risiko führen.

\*seit 2003 jedes Jahr von führenden Gremien ausgezeichnet, s.a. Anlage Qualität im Vermögensmanagement

Die Gesellschaft unterhält ein Netzwerk, das die Ganzheitlichkeit der Finanzdienstleistungen sicherstellt, wie Recherchen, Steuer- und Rechtsberatung, Vermögensnachfolge und Versicherung von Sach- und Personenrisiken.

Zur Umsetzung dieser Dienstleistungen hat die Gesellschaft schlanke Prozesse entwickelt, so können u. a. Konten und Depots bei verschiedenen Banken konsolidiert werden.

Bei Auswahl und Zusammenarbeit von Fondsmanagern, Vermögensverwaltern, Banken und Beteiligungen sowie der externen Dienstleister ist *avesco* vollkommen unabhängig und nur von den Weisungen und Interessen des Vermögenseigentümers geleitet.

Das Reporting garantiert eine transparente und vollständige Darstellung aller relevanten Informationen im vom Kunden gewünschten Turnus.

Die *avesco Financial Services AG* ist ein inhabergeführtes, mittelständisches Unternehmen, das mit seiner Klientel, Entrepreneurinnen und Unternehmern, selbstständig ist. Es wurde 1999 in Berlin gegründet und von der BaFin als Finanzdienstleistungsinstitut zugelassen. *avesco* begleitet aktuell ca. 50 Kunden.

Für weitere Informationen sprechen Sie bitte mit Oliver N. Hagedorn

Tel.: +49 (0)30 28876728

Mobil: +49 (0)172 7946573

oliver.hagedorn@avesco.de

### **Impressum**

*V.i.S.d.P.: Dr. Daniela Engel*  
*avesco Financial Services AG*  
*Mohrenstraße 34*  
*10117 Berlin*

*Tel.: + 49 (0) 30 28 87 67- 0*

*Fax: + 49 (0) 30 28 87 67- 20*

*kontakt@avesco.de*

*www.avesco.de*

*Gestaltung / Produktion:*  
*LösungsRitter GmbH, Annette Weber*

*Bildquellen:*  
*marog-pixcells / fotolia.com (Titel)*

*Die Veröffentlichung der hier vorliegenden Beiträge an anderer Stelle ist nur mit schriftlicher Genehmigung von *avesco* gestattet.*



avesco Financial Services AG

Mohrenstraße 34  
10117 Berlin

Tel: +49 (0)30 288767-0  
Fax: +49 (0)30 288767-20

[kontakt@avesco.de](mailto:kontakt@avesco.de)  
[www.avesco.de](http://www.avesco.de)