

# INVESTMENT HORIZONTE

ANLAGEPUBLIKATION VON MAERKI BAUMANN &amp; CO. AG

APRIL 2010



## Liebe Kundinnen und Kunden

Vier Monate sind vergangen, seit wir Ihnen das Erstlingswerk des «Investment Horizonte» überreicht haben. Ihre zahlreichen positiven Rückmeldungen und Verbesserungsvorschläge haben uns sehr gefreut. Herzlichen Dank dafür. Viele der Vorhersagen, die in der letzten Ausgabe enthalten waren, haben sich in den vergangenen Monaten bewahrheitet. Dies gilt für die befürchtete Korrektur an den Aktienmärkten, aber auch für die nach wie vor labilen Volkswirtschaften. Neben einem ausführlichen Rück- und Ausblick auf die Märkte zeigen wir Ihnen Möglichkeiten für Anlagen in Schwellenländern und in die norwegische Krone auf, die uns derzeit als besonders attraktiv erscheinen. Unter dem «Standpunkt» greifen wir das aktuelle Thema der Staatsverschuldung auf, das uns voraussichtlich für längere Zeit beschäftigen wird.

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.

Mit freundlichen Grüßen

Dr. Andreas Homberger  
Chief Investment Officer

## DIE MÄRKTE AUF EINEN BLICK

### Von der Wahrheit eingeholt

Wie schon am Ende des Vorjahres befürchtet, erfuhren die globalen Aktienmärkte zu Beginn des Jahres eine Korrektur. Nachdem sie im Januar zwischen 5% und 10% verloren hatten, legten sie im Februar und März wieder etwas zu. Ebenso wurden die Rohstoffe leicht in Mitleidenschaft gezogen. Der US-Dollar erholte sich früher als von uns prognostiziert bzw. profitierte von der Schwäche des Euros. Die Renditen von Obligationen stiegen in dieser Zeit moderat an.

Die ökonomische Entwicklung ist weiterhin positiv und die meisten Analysten haben ihre Wachstumsprognosen nach oben revidiert. Die Dynamik der Entwicklung hat jedoch nachgelassen und die stabilisierende Wirkung von staatlichen und geldpolitischen Massnahmen nimmt trotz Verlängerung der einzelnen Stützungsprogramme deutlich ab. Wir gehen für die Industrieländer nach wie vor von einem – im Vergleich zur Erholung nach früheren Rezessionen – eher bescheidenen Wachstum aus. Daher werden die Arbeitsmärkte und der Konsum weiterhin unter Druck bleiben und die Zentralbanken werden die Zinsen vorerst nicht nachhaltig erhöhen. In den Schwellenländern sieht die Lage erheblich besser aus. So hat in China die Regierung die Kreditvergabe eingeschränkt und in Indien wurden die kurzfristigen Zinsen aufgrund von Inflationsgefahren per Ende März 2010 erhöht.

Die Themen staatliche Defizite und Staatsverschuldung haben derweil stark an Bedeutung gewonnen. In Europa haben die grossen Schwierigkeiten mit Griechenland zu Zweifeln an der Währungsunion und zu einer Schwächung des Euros geführt.

Innerhalb der Währungsunion gibt es nur eine Geldpolitik und der fiskalische Spielraum ist durch die Maastricht-Kriterien eingeschränkt. Damit kann ein einzelnes Land in der Krise nur sparen oder externe Hilfe in Anspruch nehmen. Trotz der bisweilen anderen Rhetorik hat die EU Griechenland nicht fallen lassen. Doch nicht nur in Griechenland, sondern auch in Portugal, Spanien und Irland zeigen sich grosse Probleme. Abgesehen von den Schuldenproblemen lasten die wenig durchdachten Vorstösse zur Regulierung von Banken sowie das kritische Hinterfragen der Unabhängigkeit der Zentralbanken auf den Finanzmärkten.

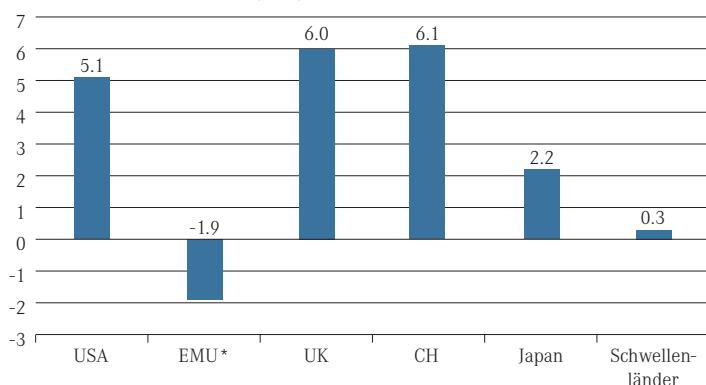
Unser Börsenausblick ist nach wie vor vorsichtig. Viele der Probleme aus der Finanzkrise sind aufgeschoben, aber nicht aufgehoben. Daher rechnen wir kurzfristig kaum mit markanten Kursanstiegen an den Aktien- und Rohstoffmärkten. Bei den Obligationen dürfte der langsame Zinsanstieg weitergehen und Zentralbanken in Schwellenländern könnten die Zinszügel bald anziehen. Die Stärke des US-Dollars dürfte dabei weiter anhalten.

# Marktrückblick 1. Quartal 2010

## Aktienmärkte

Nach den starken Börsentagen zu Beginn des neuen Jahres ist die Anfangseuphorie stark gewichen. Die Nervosität der Marktteilnehmer hat markant zugenommen. Dies lässt sich unter anderem am Anstieg der Schwankungsbreite der Kurse, d. h. an der Volatilität, beobachten. Die Berichtssaison ist hingegen überwiegend positiv verlaufen. In den USA konnten über 70% der Unternehmen die Gewinn- wie auch die Umsatzerwartungen erfüllen. An den globalen Aktienmärkten hat nach anfänglich kleineren Gewinnen eine volatilere Abwärtsbewegung eingesetzt. Jedoch kam es in den letzten Wochen wieder zu leicht festeren Notierungen, sodass der MSCI World Index rund 2.8% im positiven Bereich liegt.

Performance Aktienmärkte (in %)



\*European Monetary Union

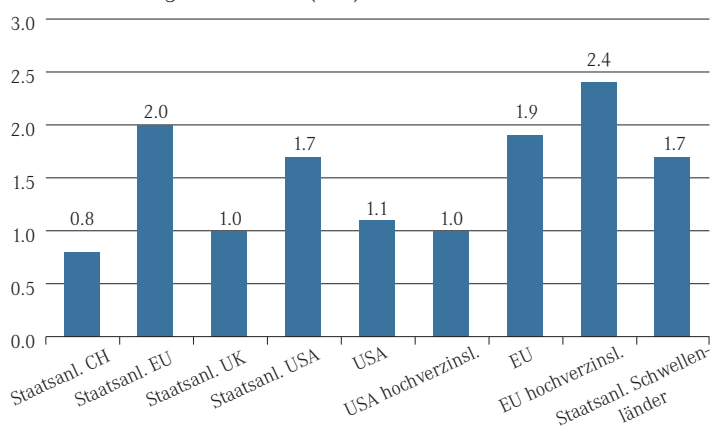
Quelle: Bloomberg; Zeitraum vom 1.1. bis 23.3.2010

Bezüglich Ländern und Regionen haben gegenläufige Bewegungen eingesetzt. Dabei haben sich die letztjährigen Gewinner zu Verlierern entwickelt. Waren im letzten Jahr die Schwellenländer die Börsengewinner, so haben sie in diesem Jahr die Entwicklung nicht beibehalten können. Gewisse periphere Länder, die im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise stark abgestraft wurden, so z. B. die baltischen Staaten, Rumänien oder Nigeria, konnten hingegen zu einer Erholung ansetzen. Die Performance-Unterschiede innerhalb der entwickelten Märkte blieben jedoch relativ gering. Die Schweiz konnte ihre Qualität als defensiver Markt wieder einmal unter Beweis stellen, wohingegen Europa – gemessen am STOXX 50 Index – zu den Verlierern zählt. Japan befindet sich seit Jahresbeginn leicht im positiven Bereich. Unter den Schwellenländern verzeichneten vor allem China und Indien stärkere Abgaben. In beiden Volkswirtschaften deuten sich derzeit gewisse Überhitzungstendenzen in der Realwirtschaft an. Auf Sektorebene waren auf globaler Basis die eher defensiven Sektoren wie Pharma, Telekom und stabile Konsumwerte gesucht. Die überwiegend zyklischen Sektoren wurden gemieden. Das Schlusslicht bilden der Energie- und der Versorgungssektor.

## Obligationen

An den Obligationenmärkten haben sich die im letzten Jahr begonnenen Trends fortgesetzt. Grundsätzlich haben erstklassige Staatsanleihen weiter von der Flucht in Qualität profitieren können. In Europa hat sich gezeigt, dass vermeintlich unsichere Länder mit hoher Verschuldung durch höhere Risikozuschläge bestraft wurden. Dabei fiel als Stichwort häufig das Akronym PIIGS, worunter die Länder Portugal, Irland, Italien, Griechenland und Spanien zusammengefasst werden.

Performance Obligationenmärkte (in %)



Quelle: Bloomberg / Barclays; Zeitraum vom 1.1. bis 23.3.2010

Interessanterweise wurden gewisse Marktsegmente von den generell ansteigenden Risikoprämien verschont. Hierzu zählen zum Beispiel der Bereich hochverzinsliche Anleihen und lokale Schuldner in den Schwellenländern. Entsprechend kam es hier zu keiner Korrektur.

## Währungen

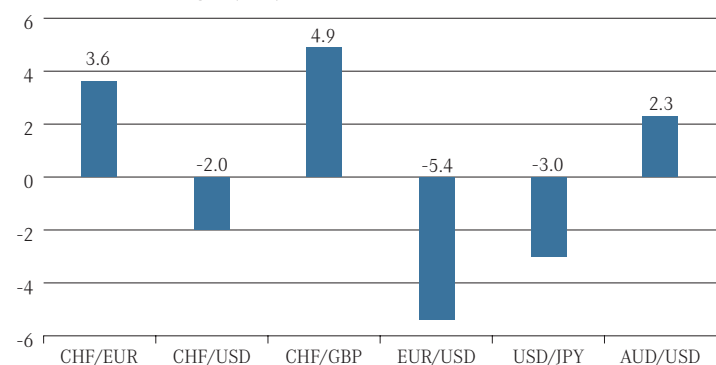
Bereits im Dezember 2009 fand ein «Revival» des fast schon totesagten US-Dollars statt. Dieser Trend hat sich auch im neuen Jahr fortgesetzt. Zurückzuführen ist diese Entwicklung auf den wieder leicht abnehmenden Risikoappetit. Dies äussert sich darin, dass risikoreichere Anlagen – beispielsweise in Währungen der Rohstoffländer – verkauft und oftmals gegen US-Dollar und Schweizer Franken getauscht wurden. Auslöser hierfür waren die Diskussionen um die Verschuldung einzelner Staaten innerhalb des Euroraums, was zu einer deutlichen Abschwächung des Euros gegenüber etlichen Währungen wie dem Schweizer Franken und dem US-Dollar geführt hat.

Vor allem Griechenland hat diesbezüglich grosse Ängste ausgelöst und den Euro gegenüber dem Schweizer Franken und dem US-Dollar unter Druck gebracht. Ein zur Stärke neigender Schweizer Franken

hat negative Auswirkungen auf den Export der Schweiz. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat vor diesem Hintergrund die offene Intervention am Devisenmarkt ausgesetzt.

Mit Ausnahme des japanischen Yen neigten die asiatischen Währungen zur Stärke gegenüber den westlichen Währungen wie dem US-Dollar, dem britischen Pfund, dem Euro und dem Schweizer Franken.

Performance Währungen (in %)



Quelle: Bloomberg; Zeitraum vom 1.1. bis 23.3.2010

## Rohstoffe

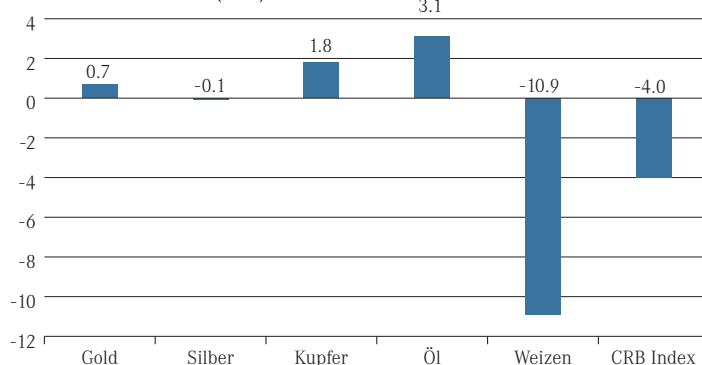
Abermals verlief die Entwicklung an den Rohstoffmärkten uneinheitlich. Der breite CRB Index (Commodity Research Bureau) verlor rund 4%. Nachdem zu Jahresbeginn noch mit einem Anstieg zu rechnen war, korrigierten die Rohstoffpreise im Zuge des wieder abnehmenden Risikoappetits im Gleichschritt mit den Aktienmärkten zum Teil deutlich. So gab der Zinkpreis – als einer der vorlaufenden Konjunkturindikatoren – um 13% nach.

Bei den Edelmetallen erfolgte beim Silber um Mitte Januar eine kurze Korrekturphase mit heftigen Ausschlägen um bis zu 20%; insgesamt veränderte sich der Silberpreis seit Anfang Januar kaum. Das Gold konnte über dieselbe Zeitspanne um rund 1% zulegen.

Der Agrarbereich entwickelte sich dagegen uneinheitlich. Positiv zeigten sich Schweinebäuche (+3%) und Mastrinder (+11%). Eine Negativentwicklung fand bei Weizen (-11%), Soja (-14%) und Mais (-13%) statt.

Als wichtiger Frühindikator zur Messung der wirtschaftlichen Aktivität gilt der Baltic Dry Index, der die Preisentwicklung verschiedener Transportkosten im Trockenschüttgutverkehr misst. Dieser konnte in den ersten Monaten des neuen Jahres rund 9% zulegen, was darauf schliessen lässt, dass sich der Welthandel nun langsam wieder stabilisiert.

Performance Rohstoffe (in %)

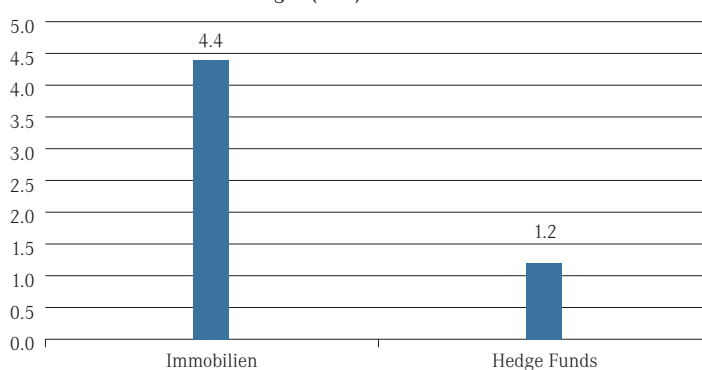


Quelle: Bloomberg; Zeitraum vom 1.1. bis 23.3.2010

## Alternative Anlagen

Die globalen Immobilienanlagen profitierten vom aktuellen Tiefzinsumfeld und verbesserten sich um rund 4%. Seit Jahresbeginn notieren Hedge Funds auf praktisch unverändertem Niveau. Bei den Einzelstrategien fällt einzig die Arbitrage mit Wandelanleihen aus dem gewohnten Rahmen, konnte diese doch schon um 16% zulegen. Die im letzten Jahr sehr erfolgreiche Strategie der Makromanager erzielte in diesem Jahr bisher nur ein Plus von rund 2%.

Performance Alternative Anlagen (in %)



Quelle: Bloomberg; Zeitraum vom 1.1. bis 23.3.2010

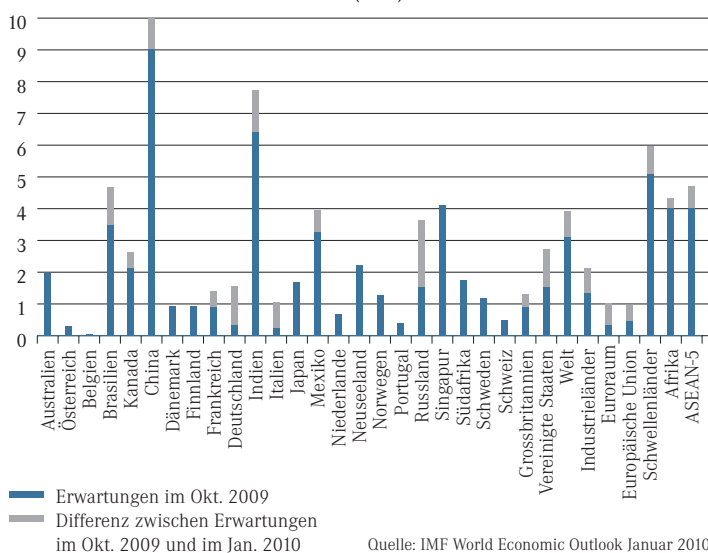
# Ausblick 2. Quartal 2010

## Wirtschaft

Seit der letzten Ausgabe des «Investment Horizonte» hat sich die Weltwirtschaft besser entwickelt als von uns erwartet. Dynamik erhielt sie insbesondere durch das Wachstum in den Schwellenländern. Allerdings lässt der Schwung derzeit schon wieder etwas nach, weil speziell China und Indien das Wachstum durch Zinsanhebung und Kreditverknappung zu bremsen gedenken und in den Industrieländern die fiskalischen Massnahmen an Einfluss verloren haben. In Letzteren ist ein selbsttragender Aufschwung nach wie vor nicht absehbar.

Der Internationale Währungsfonds (IMF) hat im Januar seine Wachstumsprognose für 2010 um 0.8 Prozentpunkte auf 3.9% und für 2011 um 0.1 Prozentpunkte auf 4.3% nach oben angepasst. Für die Industrieländer wurde der erwartete Wert ebenfalls um 0.8 Prozentpunkte auf neu 2.1% angehoben, während das Wachstum für die Schwellenländer auf neu 6% (+0.9 Prozentpunkte) geschätzt wird. Als wesentliche Gründe für die besser als ursprünglich erwartete Entwicklung sind die enorme Stärke des Konsums in den USA sowie die Umkehrung des Lagerhaltungszyklus zu nennen.

Erwartetes Wirtschaftswachstum 2010 (in %) im Okt. 2009 bzw. im Jan. 2010



Auf Länderstufe haben die USA und Deutschland mit jeweils +1.2 Prozentpunkten die stärksten Anpassungen erfahren. Die aktuellen Wachstumsprognosen liegen bei 3.9% bzw. 1.5%. Bei den Schwellenländern wurden die Erwartungen für Russland und Indien mit Anhebungen um 2.1 Prozentpunkte bzw. 1.3 Prozentpunkte am stärksten nach oben korrigiert. Die Wachstumsprognose für Japan wurde nicht angepasst; sie verharrt trotz eines kürzlich lancierten grossen Stimulierungspakets bei 1.3%. Für England wurde die Prognose um 0.4

Prozentpunkte auf neu 1.3% angehoben, während sie für die Schweiz unverändert bei 0.5% belassen wurde.

Auch wenn die Wachstumszahlen besser als am Jahresende aussehen, sind die zentralen Probleme kaum angegangen worden und noch keineswegs gelöst. Die Arbeitsmärkte haben sich nicht erholt und trotz der höheren Wachstumsraten wird die Senkung der Arbeitslosenzahlen wohl noch viel Zeit in Anspruch nehmen. Ausserhalb der USA bleiben Konsum und Investitionen auf sehr tiefem Niveau.

Das Thema Staatsverschuldung gewinnt mehr und mehr an Bedeutung. Besonders Europa wird in diesem Zusammenhang im Moment hin- und hergerissen. Die PIIGS-Länder weisen alle enorme Staatsdefizite von zwischen 6% und 10% des Sozialprodukts auf und die Staatsverschuldung bewegt sich im Bereich von 66% (Spanien) und 125% (Griechenland). Die Arbeitslosenquoten schwanken zwischen 10% und 20%. Aufgrund der einheitlichen Geldpolitik können diese Länder ihre Volkswirtschaften nicht mit billigem Geld wieder in Schwung bringen. Ebenso ist der fiskalische Spielraum sehr gering – einerseits wegen der jetzt schon zu hohen Staatsdefizite und Verschuldung und andererseits wegen der EU-Schuldenkriterien. Das Problem der Geldpolitik wird verstärkt durch das solide Wachstum in den Kernländern Deutschland und Frankreich. Die Europäische Zentralbank wird ihre Geldpolitik eher auf die Kernländer ausrichten und dürfte somit die Zinsen gegen Ende des Jahres erhöhen.

Am akutesten ist das Problem in Griechenland, das den EU-Beitritt nur dank geschönten Zahlen erlangt hatte und zudem eine nicht nachhaltige Fiskalpolitik verfolgte. Griechenland ist überschuldet und der Insolvenz derzeit gefährlich nahe. Allein im 2. Quartal 2010 muss Griechenland mehr als EUR 50 Mrd. refinanzieren. Das wird, wenn überhaupt, nur zu sehr ungünstigen Konditionen möglich sein. Derzeit rentieren griechische Staatsanleihen etwa 6% und damit doppelt so stark wie deutsche. Das beschlossene Sparpaket ist akzeptabel, wird aber von der Bevölkerung nicht hingenommen, was Generalstreiks zur Folge hat. Dennoch werden sowohl Griechenland als auch die anderen Länder in der EU bleiben. Die zunehmende Staatsverschuldung, steigende Arbeitslosigkeit sowie ein zu früher Abbau der Stimuli sind die grössten Risikofaktoren für die Weltwirtschaft. Unter dem Titel «Standpunkt» behandeln wir das Thema Staatsverschuldung im Detail (vgl. Seite 11).

## Ökonomische Daten PIIGS-Länder

	Staatsdefizit*		Staatsverschuldung*		Arbeitslosenquote Januar 2010
	2009	2010	2009	2010	
Portugal	8.0	8.0	77.4	84.6	10.5%
Irland	12.5	14.7	65.8	82.9	13.8%
Italien	5.3	5.3	114.6	116.7	8.3%
Griechenland	12.7	12.2	112.6	124.9	10.6%
Spanien	11.2	10.1	54.3	66.3	18.8%

\*in % des Sozialprodukts

Quelle: EU-Kommission, diverse Statistiken

Inflation ist nach wie vor kein zentrales Thema in den Industrieländern. Anders sieht es jedoch für die Schwellenländer aus, vor allem für Indien, Russland und China, wo sich eine deutlich ansteigende Inflation abzeichnet. Sollten diese Länder in der Folge allzu einschneidende Massnahmen ergreifen, könnte dies die Dynamik der Weltwirtschaft erheblich bremsen.

## Geopolitische Lage

Die aktuelle geopolitische Grosswetterlage schätzen wir insgesamt immer noch als relativ ruhig ein. Einige Krisengebiete, darunter namentlich Afghanistan, Iran, Israel, Nordkorea und Pakistan, sollten jedoch aufmerksam beobachtet werden.

Aber auch innerhalb des Euroraumes könnte es vermehrt zu politischen Zerreihsproben kommen. So stellt das Defizitproblem um die PIIGS-Länder hohe Herausforderungen an den gesamten europäischen Wirtschaftsraum. Eher unwahrscheinlich sind derzeit jedoch negative Effekte durch eine bevorstehende Agrar- oder Energieknappheit.

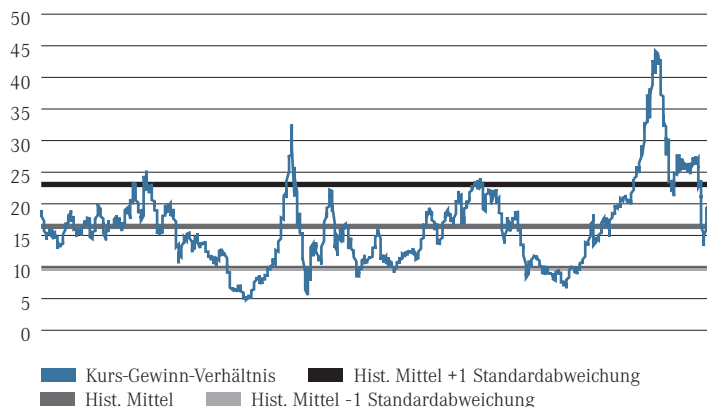
Für eine Entwarnung in Bezug auf die Schweinegrippe (H1N1-Virus) ist es noch zu früh. Zu diesem Schluss ist die Weltgesundheitsorganisation (WHO) nach Konsultation verschiedener Experten gelangt. Die WHO hält denn auch an der höchsten Alarmstufe fest, zumal in Westafrika neue Fälle der Schweinegrippe aufgetreten sind. Zudem steht der Winter in der südlichen Hemisphäre erst bevor.

## Aktien

Auch wenn wir von einem insgesamt mittelmässigen Wirtschaftswachstum ausgehen, rechnen wir mit einem ziemlich dynamischen Anstieg der Unternehmensgewinne in diesem Jahr. Die drastischen Rationalisierungsmassnahmen der Unternehmen (Optimierung der Lagerhaltung, Entlassungen, Lancierung von Kostensenkungsprogrammen etc.) verfehlten ihre Wirkung nicht, was einen langsamen

Anstieg der Gewinnmargen mit sich bringt. Wir betrachten Aktien auf globaler Basis aber nach wie vor nicht als günstig. So beträgt ein wichtiger Bewertungsindikator, das Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis (Shiller-KGV), im Jahr 2010 für den S&P 500 Index aktuell deutlich über 20. Der langfristige Durchschnitt seit 1881 liegt bei 16.4. Das Shiller-KGV betrachtet den inflationsbereinigten durchschnittlichen Gewinn der vergangenen 10 Jahre im Verhältnis zum Börsenkurs. Dadurch werden konjunkturzyklische Schwankungen in der Gewinnentwicklung geglättet. Historisch stellen Shiller-KGV unter 10 gute Einstiegsmöglichkeiten dar, während diejenigen über 20 auf Verkaufsniveau sind. Die Aktienmärkte in den USA gehen von Gewinnerwartungen aus, welche die Prognosen von Analysten übertreffen und ein wirtschaftliches Wachstum von 4-5% implizieren. Aus dieser Optik ist der US-Aktienmarkt nicht mehr günstig bewertet, was langfristig eine Bewertungskorrektur erwarten lässt. Die Situation für den Schweizer Markt stellt sich ähnlich dar.

### Bewertung Aktienmarkt (KGV-Verlauf)



Quelle: Robert Shiller, Daten für US-Aktienmarkt per 23.3.2010

Bei den Aktien aus den aufstrebenden Ländern sieht die Bewertung ebenfalls nicht mehr so attraktiv aus. Die Preise zu Buchwert im Vergleich zu den industrialisierten Ländern sind auf das 1.2-Fache angestiegen. Einzig 1995 war dieses Verhältnis mit 1.35 x noch höher. Zieht man das Preis-Umsatz-Verhältnis heran, stehen wir aktuell bei 1.7 x, verglichen mit einer höheren Bewertung Mitte 2008 (2 x) und Ende 2000 (über 2 x). Je höher das Preis-Umsatz-Verhältnis ist, desto weniger attraktiv ist ein Aktienmarkt bewertet.

Immer mehr Investoren haben ihre Portfolios zugunsten dieser Märkte umgeschichtet, nicht zuletzt in der Hoffnung auf höheres Wachstum. Wir erwarten zwar auch, dass die BIP-Wachstumsraten in den aufstrebenden Ländern höher liegen werden, doch bedeutet dies nicht notwendigerweise eine Überperformance dieser Märkte im Vergleich zu den etablierten Aktienmärkten.

# Ausblick 2. Quartal 2010

Aus diesen Gründen sind wir gegenüber den Aktien aus Schwellenländern im Moment vorsichtig eingestellt. Eine Korrektur um gut 10% würden wir jedoch für einen Einstieg nutzen. Ansteigende Nervosität kann sich in einer plötzlichen Korrektur an den Aktienmärkten niederschlagen. Dieses Risiko haben wir schon seit geraumer Zeit mittels unserer Untergewichtung in Aktien begrenzt.

Die Attraktivität von Aktien relativ zu Obligationen ist immer noch intakt. Mittelfristig erachten wir die Aktienmärkte als interessant. Für einen nachhaltigen Anstieg der Kurse müssten allerdings die Umsätze der Unternehmen weiter wachsen.

Vor diesem Hintergrund bevorzugen wir vor allem Investitionen, die eine thematische Ausrichtung haben. Dazu zählen wir zum Beispiel Anlagen im Agrar- oder Energiebereich. Daneben favorisieren wir Werte, die eine hohe, nachhaltige Dividende erwirtschaften.

## Obligationen

Wir werten es als richtig, dass die Verschuldungsproblematik gewisser Staaten ins Zentrum der wirtschaftlichen Diskussionen gerückt ist. Im Fall von Griechenland etwa, das seine Schulden neu strukturieren muss, beträgt der Refinanzierungsbedarf in diesem Jahr über EUR 50 Mrd. Die Kapitalaufnahme über den Markt wird dabei zusehends teurer, da die Marktteilnehmer immer höhere Risikoprämien verlangen. Aber nicht nur Griechenland oder andere PIIGS-Länder haben Probleme. Selbst für Deutschland ist eine gewisse Ausweitung der Risikozuschläge auszumachen. Problematisch ist ebenfalls, dass die zuletzt publizierten BIP-Zahlen zwar ein ganz kleines Wachstum für die Eurozone aufzeigen (BIP-Wachstum im 4. Quartal 2009: +0.1% im Quartalsvergleich), diverse Länder aber ein negatives Wachstum für das 4. Quartal 2009 erzielt haben.

Aus diesen Gründen sind Zinserhöhungen zum aktuellen Zeitpunkt unerwünscht. Wir erwarten, dass die Europäische Zentralbank (EZB) den Leitzins bis ins 4. Quartal 2010 unverändert bei 1% lässt. Für den US-Leitzins gehen wir von einer Erhöhung frühestens Mitte des Jahres aus, nachdem im 1. Quartal 2010 bereits der Diskontsatz für Bankkredite um 0.25 Prozentpunkte auf 0.75% angehoben wurde. Im Schweizer Markt rechnen wir mit einer Erhöhung zu einem Zeitpunkt zwischen den Erhöhungen des US- und des europäischen Leitzinses. Ein solcher Entscheid ist auch abhängig von der weiteren Entwicklung des Wechselkurses EUR/CHF. Damit die Auswirkungen einer Aufwertung des Schweizer Frankens durch steigende Schweizer Zinsen nicht weiter verschärft werden, muss die Schweizerische Nationalbank behutsam vorgehen.

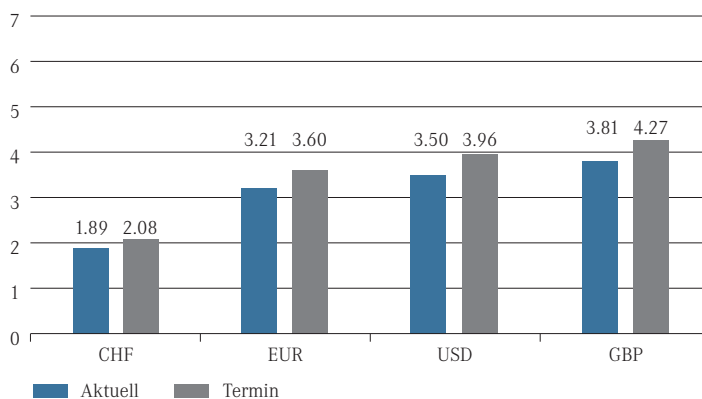
Auf der anderen Seite kämpft China mit dem immer offenkundigeren Problem einer Blase im Immobilienbereich. Gemäss Aussagen von Beobachtern stehen die Hälfte der gewerblichen Neubauten – beispielsweise in der Region um Peking – leer. In Hongkong haben die Preise für Appartements den höchsten Stand von allen aktiven Immobilienmärkten der Welt erreicht. Die offizielle Wachstumsrate aus China liegt nun im Bereich von 11%, d. h. weit über den 8%, die der Staat anstrebt. Aus diesen Gründen ist China zu einer restriktiven Kreditpolitik übergegangen, was sich in der mittleren Frist auch nicht ändern dürfte. Trotz diesen adversen Faktoren sehen wir auf mittlere Frist Einstiegschancen in China.

Vor dem Hintergrund eines wieder etwas besseren Wirtschaftsverlaufs ist mit leicht anziehenden langfristigen Zinsen zu rechnen. Kurzfristig, d. h. über die kommenden drei Monate, sehen wir jedoch kaum Veränderungen auf der Zinsseite.

Die Aufschläge, die bei Unternehmensanleihen und Anleihen aus den aufstrebenden Ländern zu verzeichnen sind, halten wir immer noch für attraktiv. Auf der anderen Seite sind die Staatsanleihen grundsätzlich teuer bewertet. Deshalb ist die Performance, die wir noch letztes Jahr an den globalen Anleihenmärkten gesehen haben, dieses Jahr kaum mehr zu erreichen.

Die Investitionsthemen norwegische Anleihen und Schwellenländer erachten wir nicht zuletzt aus Währungsüberlegungen und aufgrund des Renditevorteils, gemessen sowohl in Schweizer Franken als auch in Euro, als vielversprechend (vgl. dazu die aktuellen Anlageempfehlungen auf Seite 10).

Zinsausblick 10-jährige Obligationen (in %)



Quelle: Bloomberg per 23.3.2010 und eigene Berechnungen

## Währungen

Vor dem Hintergrund der relativ grossen Probleme in Euroland mit der Verschuldung und den klaren Überhitzungstendenzen in China erstaunt es nicht, dass der US-Dollar als Reservewährung wieder stärker gesucht wird. Zudem werden einige risikoreichere Positionen nicht zuletzt in den aufstrebenden Märkten verkauft und in den US-Dollar zurückgeführt. Forderungen nach einem Abwertungsbedarf des US-Dollars sind in den letzten Wochen wieder in den Hintergrund getreten.

Wir interpretieren die Bewegung des US-Dollars weniger als Stärke des Greenbacks denn als Konsequenz der Schwäche des Euros. Die fundamentale Bewertung, gemessen an der Kaufkraftparität, zeigt weiterhin Potenzial für den US-Dollar an. Besonders sollte die USA im Zinserhöhungszyklus eine Vorreiterrolle spielen.

Die Aufwertung des Schweizer Frankens wird immer mehr zur Belastung für die Exportwirtschaft. Die Schweizerische Nationalbank hat mehrmals betont, dass sie eine allzu starke Aufwertung nicht zulassen werde. Aus diesem Grund rechnen wir mit weiteren Interventionen seitens der SNB. Wir erwarten ausserdem eine zusätzliche Aufwertung von «peripheren» Währungen, wie zum Beispiel der norwegischen Krone. Des Weiteren halten wir ausgewählte Währungen aus den aufstrebenden Ländern für unterbewertet. Dazu zählen wir unter anderem die chinesische und die indische Währung.

Gegenüber dem britischen Pfund sind wir vorsichtig eingestellt. Die Wirtschaft Grossbritanniens wurde im letzten Jahr von der Finanzkrise besonders hart getroffen. Dabei nahm die Wirtschaftsleistung um 5 % ab. Der Konsum neigt nach wie vor zur Schwäche, was auch für die Preisentwicklung am Immobilienmarkt gilt. Gemäss Bewertung nach Kaufkraft ergibt sich jedoch eine Unterbewertung gegenüber dem Schweizer Franken von rund 18 %. Leichte Anzeichen einer wirtschaftlichen Erholung könnten eine Gegenbewegung auslösen.

Die Schwäche des Euros wird immer mehr zur Belastung für den Schweizer Franken. So wertete sich der Euro gegen den Schweizer Franken seit Jahresbeginn um 3.80 % (seit Dezember 2009 jedoch um 5.60 %) und gegen den US-Dollar um 10.90 % ab. Die SNB will die eigene Währung nicht zu stark werden lassen und hat deshalb das letzte Mal bei einem Stand um EUR/CHF 1.48 interveniert. Dies war allerdings nur kurzzeitig von Erfolg gekrönt. Ab Mitte Dezember letzten Jahres wurde der Euro wieder schwächer und rutschte bis unter EUR/CHF 1.43 ab. Gemäss Marktstimmen soll die SNB in diesem Jahr bereits viermal in den Markt eingegriffen haben.

Die norwegische Krone ist attraktiv, weil Norwegen die Wirtschaftskrise der letzten Monate aus fundamentaler Sicht sehr gut gemeistert hat. Die Staatsverschuldung ist eine der niedrigsten weltweit. Die Arbeitslosigkeit liegt unter 3 %. Das Land weist als eines der wenigen in Europa noch ein Bevölkerungswachstum auf. Mit seinem Ölreichtum hat Norwegen einen USD 380 Mrd. schweren Staatsfonds aufgebaut, der zu einem der grössten weltweit zählt. Auf der Risikoseite wäre ein möglicher starker Zerfall des Rohölpreises zu erwähnen, der dann negative Auswirkungen auf die Volkswirtschaft hätte.

Darüber hinaus sprechen wirtschaftliche Gründe, wie tiefe Verschuldung gepaart mit hohem Wirtschaftswachstum und hoher Produktivität, für eine Investition in diverse Währungen in aufstrebenden Ländern, wie zum Beispiel den brasilianischen Real, die türkische Lira oder den mexikanischen Peso. Zudem weisen solche Währungen eine positive Zinsdifferenz, einen so genannten Carry, auf. Dies bedeutet, dass eine Investition in eine Währung erfolgt, die einen relativ höheren Zins mit sich bringt. Da wir damit rechnen, dass diese Trends mittelfristig anhalten, bleiben wir für die kommenden 2-3 Jahre positiv eingestellt.

## Rohstoffe

Auf dem Markt wird gegenwärtig davon ausgegangen, dass der Internationale Währungsfonds (IMF) nun die zweite Tranche Gold über den Markt verkaufen will. Vorrang haben abermals kaufwillige Notenbanken, da man starke Bewegungen im Markt vermeiden will. Insgesamt sollen 191 Tonnen verkauft werden. Dies entspricht USD 7.2 Mrd. zu aktuellen Marktpreisen. Sollten die Notenbanken dieses Gold direkt vom IMF akkumulieren, so wäre dies ein sehr positives Zeichen für die weitere Entwicklung des Goldpreises.

Zur Beurteilung der relativen Attraktivität von Rohstoffen kann beispielsweise das wichtige Gold-Silber-Verhältnis herangezogen werden. Dieses spricht für eine relative Attraktivität von Silber.

Auch Gold besitzt interessante Eigenschaften. So wird das Edelmetall weithin als Währung und als Anlage, die vor Inflation schützt, angesehen. Zudem profitiert Gold von einer Mentalität der «Flucht in die Qualität». Einige dieser Punkte gelten auch für Silber, wobei hier zusätzlich die industrielle Nachfrage zu erwähnen ist.

Bei Silber fallen rund 50 % der Nachfrage auf industrielle Anwendungen, während es bei Gold nur rund 11 % sind. Wir erwarten bei einem nur gering ansteigenden industriellen Wachstum einen Anstieg des Silberpreises im Vergleich zum Goldpreis. Als Beimischung in ein Portfolio eignen sich aus unserer Sicht sowohl Silber als auch Gold.

# Ausblick 2. Quartal 2010

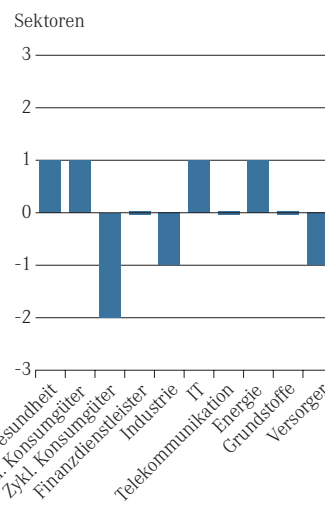
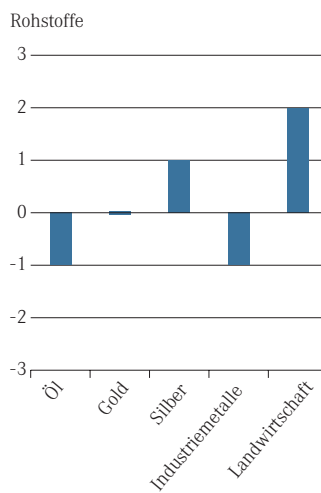
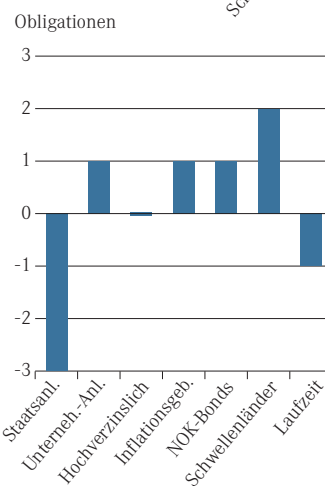
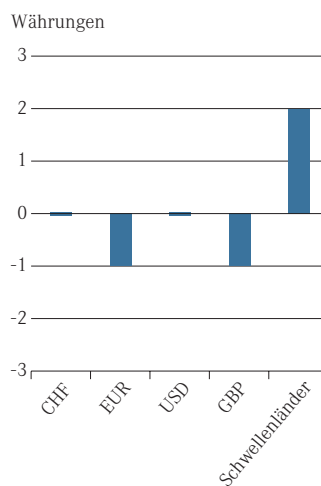
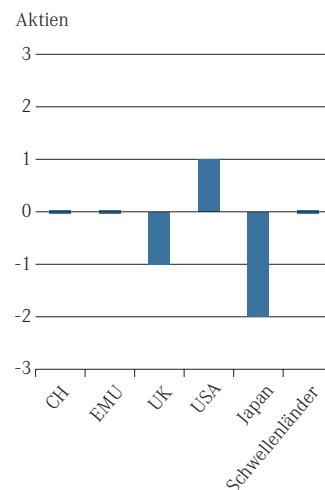
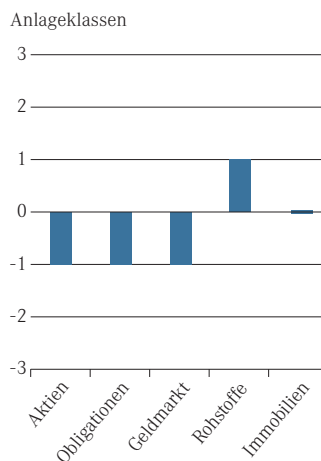
Beim Ölpreis scheinen die Marktteilnehmer mit einem Preisband von USD 75-85 pro Fass gut leben zu können. Nach wie vor sehen wir keine unmittelbaren Treiber, die für einen Ausbruch nach oben sorgen würden. Wir rechnen in den kommenden sechs Monaten mit einem weiteren Lagerabbau.

Vor Kurzem wurden die jährlichen Preisverhandlungen für Eisenerzlieferungen zwischen den grossen Förderern wie BHP Billiton, Rio Tinto und Vale und den Eisenerzproduzenten abgeschlossen. Dabei kam es zu einer einschneidenden Veränderung in der Preisfestsetzungspraxis: Während die Preise in den letzten 40 Jahren jeweils für die nächsten 12 Monate bestimmt wurden, werden sie künftig alle drei Monate ausgehandelt und stützen sich auf die Preise am Spotmarkt. Zurzeit werden Preiserhöhungen für Eisenerz von bis zu 90% durchgesetzt.

In Bezug auf unsere Aussichten für Agrarrohstoffe hat sich nichts geändert. Wir erwarten im 2010/2011 bei Mais, Soja und Weizen höhere Preise. Die globalen Ungleichgewichte in Bezug auf Angebot und Nachfrage werden sich signifikant verändern, falls die Agrarflächen nicht ausgeweitet werden können. Für China wird es immer schwieriger, Selbstversorger zu sein. Aus diesem Grunde werden die Lager wieder aufgestockt. Auf der Angebotsseite sehen wir denn auch den Engpass begründet. Die Ernten für dieses Jahr sind sehr schwer abschätzbar, da sie stark von den Wettereinflüssen abhängen.

Die meisten Rohstoffe befinden sich immer noch im so genannten Contango, was heisst, dass die Preise in der Zukunft höher sind als für eine Lieferung heute. Die wenigsten Rohstoffe sind physisch verfügbar, sodass in der Regel in Rohstoff-Futures investiert wird. Diese müssten vor Verfall erneuert bzw. «gerollt» werden. Bei diesem Prozess werden neue, relativ gesehen teurere Futures erworben. Daraus resultieren wiederum so genannte Rollverluste, die den Gesamtertrag erheblich schmälern können.

**Gewichtung der Anlageklassen**



+/-3 : Starkes Übergewicht / Untergewicht  
 +/-2 : Mittleres Übergewicht / Untergewicht  
 +/-1 : Leichtes Übergewicht / Untergewicht  
 0 : Neutral

Quelle: Maerki Baumann per 25.3.2010

## Anlagestrategie von Maerki Baumann

Zurzeit sind wir in den Aktien untergewichtet. Nach dem Anstieg der Aktienmärkte um ca. 60% innerhalb eines Jahres haben sich die Bewertungen ebenfalls dementsprechend erhöht. Wir schätzen die Aktienmärkte aus fundamentalen Gründen nicht mehr als günstig ein. Die laufende Berichtssaison zeigt überwiegend gute Zahlen, was den operativen Gewinn und die Umsatzentwicklung betrifft und damit den aktuellen Aktienpreisen entspricht.

In Europa werden auf Sektorebene derzeit Technologie, Energie und Pharma übergewichtet, während zyklischer Konsum und Industrie untergewichtet werden.

In den USA ist die Sektorstrategie sehr ähnlich. Aufgrund struktureller Unterschiede zwischen dem US-amerikanischen und dem euro-

päischen Telekomsektor haben wir die USA untergewichtet. Bei den Spezialthemen setzen wir derzeit auf Energie, Agrarrohstoffe, Gold und Silber sowie globale Infrastruktur und inflationsgeschützte Obligationen.

Bei den Währungen haben wir eine Übergewichtung im jeweiligen Heimmarkt sowie generell bei den Schwellenländern aufgebaut. Dies bedeutet für CHF-Anleger ein Übergewicht im Schweizer Franken, für EUR-Anleger im Euro und für USD-Anleger im US-Dollar. Unter- gewichtet sind wir im Euro und im britischen Pfund.

## Aktualisierte Wirtschafts- und Finanzmarktszenarien 2010

Bull-Szenario	Szenario Maerki Baumann	Bear-Szenario
↗ Weltwirtschaft wächst ca. 4-5%	↗ Weltwirtschaft wächst ca. 3-4%	➔ Weltwirtschaft wächst ca. 1.5-2%
↗ Wirtschaft USA wächst ca. 3-4%, Europa ca. 2.5%, China >10%	↗ Wirtschaft USA wächst ca. 1.5-2.5%, Europa ca. 0.5-1.5%, China ca. 9%	➔ Wirtschaft USA wächst ca. 0.5-1.5%, Europa ca. 0-1%, China >7-8%
↗ Zentralbanken bleiben expansiv und Zinsen steigen	➔ Zentralbanken bleiben expansiv und Zinsen bleiben konstant oder steigen leicht	➘ Zentralbanken bleiben expansiv und Zinsen fallen
↗ Arbeitsmarkt dreht und neue Stellen werden geschaffen	➔ Arbeitsmarkt dreht noch nicht und wenige neue Stellen werden geschaffen	➘ Weitere Arbeitsplätze werden abgebaut
↗ Konsumentenvertrauen kehrt zurück	➔ Konsumentenvertrauen kehrt nicht vollständig zurück	➘ Konsumentenvertrauen sinkt weiter
↗ Aktienmärkte erholen sich um ca. 20% und erreichen alte Höchststände	↗ Aktienmärkte verzeichnen Performance zwischen 0% und 10%, viel Volatilität	➘ Aktienmärkte bewegen sich seitwärts oder nach unten zwischen -10% und 0%, viel Volatilität
↗ Rohstoffe verzeichnen deutlichen Preisanstieg und Gold fällt	➔ Rohstoffpreise steigen leicht und Goldpreis steigt eventuell	➘ Rohstoffpreise entwickeln sich negativ und Goldpreis steigt eventuell
↗ Zinskurven bleiben steil oder werden noch steiler	↗ Zinskurven bleiben ähnlich steil wie heute	➘ Zinskurven werden flacher
↗ US-Dollar wird stärker	➔ US-Dollar bleibt stabil oder wird etwas stärker	➘ US-Dollar wird schwächer
<b>Wahrscheinlichkeit: 15%</b>	<b>Wahrscheinlichkeit: 70%</b>	<b>Wahrscheinlichkeit: 15%</b>

# Anlageempfehlungen

## Obligationen Schwellenländer in Lokalwährungen

Für die Schwellenländer, die schon in der Vergangenheit wesentlich schneller gewachsen sind als die entwickelten Länder und zudem die Finanzkrise besser überstanden haben, liegen die Wachstumsprognosen für 2010 weit über den vergleichbaren Zahlen für die Industrienationen. So rechnet der IMF mit einem Wachstum von 6.0% für die Schwellenländer im Gegensatz zu 2.1% für die entwickelten Länder. Damit werden die Schwellenländer 2010 etwa zwei Drittel des globalen Wirtschaftswachstums ausmachen. Dieses Wachstum resultiert aus den Exporten, dem inländischen Konsum und Investitionen.

Die positive Entwicklung der Schwellenländer ist auch bei den Obligationen zu erkennen. Waren früher Obligationen aus Schwellenländern noch hochverzinsliche Anleihen mit einem durchschnittlichen Rating von BB oder B, so sind sie heute oftmals BBB oder besser (so genannter Investment Grade). Dies bedeutet, dass Rating-Agenturen diese Anleihen mit einer geringen Ausfallwahrscheinlichkeit beurteilen, was dem Niveau von klassischen Unternehmensanleihen entspricht.

Aufgrund der zu erwartenden weiteren Verbesserung der Ratings ist fortan ein geringerer Risikoaufschlag als 2009 möglich und die Chance auf eine damit verbundene positive Rendite ist intakt. Des Weiteren rechnen wir damit, dass gewisse Zentralbanken 2010 die Zinsen anheben, was zwar einen negativen Effekt auf die Obligationen in Lokalwährung haben wird. Zinsanstiege werden aber auch die Währungen stärken und die Kursverluste der Obligationen überkompensieren. Für eine Investition in Obligationen aus Schwellenländern in Lokalwährungen sprechen auch die Renditen, die höher sind als beim US-Dollar, der Diversifikationseffekt und die geringe Korrelation mit anderen Anlageklassen.

Maerki Baumann adressiert dieses Anlagethema mit dem Pictet Fonds (LUX)-Emerging Local Currency Debt. Dieser investiert in auf Lokalwährungen laufende festverzinsliche Anlageinstrumente. Dabei wird in einem ersten Schritt ein Top-down-Ansatz benutzt für die globale Risikoumgebung, verbunden mit einem Bottom-up-Ansatz für die Auswahl der einzelnen Länder. In einem zweiten Schritt wird bei den einzelnen Ländern die Attraktivität der Zinssätze und Währungen bestimmt, um die endgültige Anlageentscheidung zu treffen.

### Pictet Fonds (LUX)-Emerging Local Currency Debt-I-EUR

Valor: 2 840 759

Gebühren (Total Expense Ratio): 0.96%

Performance (Stand 22.3.2010):

- laufendes Jahr: 11.29%
- 1 Jahr: 35.47%
- 3 Jahre: 41.04%

## Obligationen in norwegischen Kronen (NOK)

Norwegen ist ähnlich wie die Schweiz glimpflich durch die Finanzkrise gekommen. Gründe dafür sind die Fiskal- und Geldpolitik sowie die grosse Bedeutung der Ölindustrie, was eine stabilisierende Wirkung auf die Volkswirtschaft hatte. Norwegen weist zudem eine der tiefsten Gesamtverschuldungen innerhalb Europas und dadurch eine geringere Rezession als alle G-10-Staaten auf. Dies führt dazu, dass das Land über die höchste Auslastungskapazität verfügt.

Nachdem im 1. Quartal 2009 das Bruttoinlandprodukt (BIP) noch zurückgegangen war, stieg es im weiteren Jahresverlauf stetig an. Letztlich betrug das Minus im Jahr 2009 nur 1.5% (Eurozone: -3.8% im gleichen Zeitraum). Norwegen rechnet mit einem BIP-Wachstum von 1.5% für 2010, 1.9% für 2011 und 2.1% für 2012, während die erwarteten Werte für die Eurozone bei 0.8% für 2010, 1.5% für 2011 und 2.0% für 2012 liegen. Das Wachstum in Norwegen wird angetrieben durch einen starken privaten und öffentlichen Konsum, die anhaltende weltweite wirtschaftliche Erholung und den steigenden Ölpreis.

Dank dieser Voraussetzungen könnte die norwegische Krone 2010 verglichen mit den G-10-Währungen zur stärksten Währung avancieren und den seit 2009 anhaltenden Aufwärtstrend gegenüber dem Euro fortsetzen. Zusätzlichen Auftrieb erhält die Währung von der Geldpolitik der norwegischen Zentralbank, die im Oktober 2009 als erste europäische Notenbank ihre Zinsen erhöht hatte. Der Zinssatz, der inzwischen bei 1.75% liegt, erreicht gemäss Analystenschätzungen bis Ende 2010 ein Niveau von 3%. Der Zinsunterschied zur Eurozone unterstützt die Währung weiter und dürfte für den NOK/EUR-Wechselkurs bis Ende Jahr eine Aufwertung von 7.5% bewirken.

Wie bei den Währungen der Schwellenländer schliessen wir daraus, dass aufgrund der Aufwertung der norwegischen Krone und des Zinsvorteils gegenüber dem Euro und dem Schweizer Franken von 1.5-2.5% eine Anlage in norwegischen Kronen attraktiv ist. Wir empfehlen Obligationen in norwegischen Kronen mit mittleren Laufzeiten von 3-5 Jahren, wie z. B. von Rabobank Nederland mit einem Coupon von 3.75% und einer Laufzeit bis 2014.

### Obligationen: Rabobank Nederland

Valor: 10 815 991

Coupon: 3.75%

Fälligkeit: 21.1.2014

Rating: AAA

# Standpunkt. Staatsverschuldung

**Die Situation der öffentlichen Haushalte hat sich in den letzten Jahren stark verschlechtert. Noch 2007 betragen in den Industriestaaten die Staatsschulden gemessen an der Wirtschaftsleistung im Schnitt 73 %. Gemäss Schätzungen des IMF könnte dieses Verhältnis bis 2014 auf 109 % ansteigen. Im Zuge der Finanzkrise sind Budgetdefizite und Staatsverschuldung zu einem noch zentraleren Thema geworden. Sie haben in den Industrieländern Höchststände erreicht und eine Trendwende ist nicht abzusehen.**

## Ursachen

In den letzten zwei Jahren sind die Staatsschulden aus konjunkturellen Gründen stark angestiegen. Rund um den Erdball haben die Staaten ihre Volkswirtschaften stützen müssen, um die Folgen der Krise an den Finanzmärkten bzw. die daraus resultierende starke Rezession zu mildern. Die staatlichen Pakete haben hierbei mehrere Prozente des jeweiligen Bruttozialproduktes ausgemacht.

## Grundlagen

Das beste Mass für die Staatsverschuldung ist der Wert aller öffentlich gehaltenen Staatsobligationen. Die Veränderung der Staatsverschuldung wird im Wesentlichen bestimmt von der so genannten Primärbilanz (Differenz zwischen Staatsausgaben und Steuereinnahmen), dem Schuldendienst und dem realen Wachstum der Volkswirtschaft. Allgemein gilt, dass die Staatsverschuldung zunimmt, wenn ein Primärdefizit besteht und wenn der reale Zins höher ist als das Wachstum der Volkswirtschaft. In diesem Fall ist der Verschuldungsprozess explosiv, das heisst, ohne Gegenmassnahmen wird die Staatsverschuldung im Verhältnis zum Bruttozialprodukt kontinuierlich anwachsen. Grundsätzlich kann aber ein Staat nicht bankrott gehen, wenn er die Möglichkeit hat, Geld zu drucken. Im schlimmsten Fall würde er so viele neue Geldnoten drucken lassen, dass er einen Teil der Schulden bar bezahlen kann, was allerdings verheerende Folgen wie Inflation, Wechselkursabschwächung, Zinsanstieg usw. hätte.

Aus Sicht der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung gelten folgende Zusammenhänge:

1. Ein grösseres Staatsdefizit kann durch mehr private Ersparnisse (und dementsprechend weniger Konsum) refinanziert werden. Für die zusätzlichen Ersparnisse werden die Anleger in aller Regel einen Zinsaufschlag verlangen.
2. Alternativ können die Investitionen verringert werden. Konsequenz wird mittelfristig ein tieferes Wachstum der Produktivität und der Volkswirtschaft insgesamt sein.
3. Das Budgetdefizit kann vom Ausland finanziert werden. Durch hohe Zinsen für zusätzliches Kapital werden ausländische Investoren angezogen und die Währung wertet sich kurzfristig auf.

Als Folge davon konsumieren Inländer mehr ausländische und weniger einheimische Güter. Das führt zu einem grösseren Handelsbilanzdefizit und damit zu einem tieferen Wachstum.

4. Es können parallel oder nachgelagert die Steuern erhöht werden.

Die makroökonomischen Konsequenzen von Budgetdefiziten hängen ganz entscheidend von der Erwartungsbildung ab. Wenn die so genannte Ricardianische Äquivalenz gilt, d. h., die Wirtschaftsakteure die staatlichen Defizite als zusätzliche künftige Steuern interpretieren, haben Staatsdefizite keinen ökonomischen Effekt, ausser dass zukünftiger Konsum auf heute vorgezogen wird. Weicht die Interpretation hingegen von dieser Theorie ab und die Akteure fühlen sich reicher, ist es möglich, dass sich positive Effekte einstellen. Gemäss der so genannten Keynesianischen Schule haben Staatsdefizite hingegen viel positivere Effekte: Durch zusätzliche Staatsausgaben werden ungenutzte Ressourcen aktiviert und es ergeben sich Multiplikatoreffekte.

## Konsequenzen

Über die Konsequenzen von hohen Budgetdefiziten und Staatsschulden sind sich die Experten teilweise uneinig. Indessen lassen sich ein paar allgemeingültige Aussagen festhalten:

- Hohe Defizite und Schuldeniveaus schränken den finanzpolitischen Spielraum ein, weil mehr und mehr Mittel für den Schuldendienst nötig werden. Für die USA wird beispielsweise der Anstieg des Schuldendienstes zwischen 2010 und 2019 auf 500 Milliarden Dollar geschätzt. Zur Veranschaulichung: Dies entspricht dem jährlichen Budget der USA für Bildung, Gesundheit, innere Sicherheit sowie für die Kriege im Irak und in Afghanistan. Hohe Staatsschulden senken die Bonität und führen tendenziell zu höheren Zinsen. Bei einem geschätzten Anstieg von 40 % für alle Industrieländer über die nächsten Jahre würde dies einen Zinsanstieg von etwa 2 Prozentpunkten implizieren. Zusätzlich werden auch die Kosten für private Kredite steigen, da sie auf den Zinsen für Staatsobligationen basieren. Damit werden Investitionen weniger attraktiv und das Wirtschaftswachstum wird gebremst.
- Um die Staatsschulden und die Defizite zu reduzieren, muss gespart werden und es müssen zusätzliche Steuern erhoben werden. Das wirtschaftliche Wachstum wird ebenfalls gebremst.
- Müssen die Staatsschulden aufgrund mangelnder öffentlicher Nachfrage durch die Zentralbank gekauft werden, sind Inflation und Hyperinflation drohende Gefahren, weil die Zentralbank für die Bezahlung Geld drucken muss.
- Hohe, durch das Ausland finanzierte Staatsschulden können eine Schulden- und Währungs Krise verursachen. Wenn die Investoren das Vertrauen verlieren, die Staatsobligationen verkaufen und die Erlöse in ihre Heimwährung umtauschen wollen, kann dies für einen hoch verschuldeten Staat katastrophale Folgen haben. Er wird

# Standpunkt. Staatsverschuldung

schnell die Zinsen anheben und ein grosses Sparprogramm umsetzen müssen. Damit wird die Volkswirtschaft in eine tiefe Rezession fallen.

## Möglichkeiten zum Abbau

Es gibt drei Möglichkeiten, die Staatsschulden zu verringern. Alle Varianten entsprechen prinzipiell einer Steuererhebung bzw. einer Enteignung:

1. Verringerung des Primärdefizits: Der Staat kann sparen, d. h. weniger Staatsausgaben tätigen. Da solche Massnahmen die Wiederwahl von Politikern gefährden können, ist dieser Weg sehr steinig und er war in der Vergangenheit – da wenig praktikabel – nicht erfolgreich. Auch die andere Möglichkeit, nämlich Steuern zu erhöhen, ist nicht populär und hat zudem negative Effekte auf Konsum und Investitionen.
2. Inflation: Die Staatsverschuldung kann durch Drucken von Geld monetarisiert werden, was de facto einer Inflationssteuer gleichkommt. Da die zusätzlich in den Umlauf kommenden Geldnoten inflationär wirken, wird der Realwert der (nominal fixierten) Staatsschulden verringert. Diese Methode ist für Regierungen sehr interessant, da

es in der Regel keinen homogen organisierten Widerstand gibt. Zudem ist dies ein recht effektives Mittel, um das Schuldenproblem zu mildern. Bei kurzer Laufzeit der Staatsobligationen sind diesem Ansatz allerdings enge Grenzen gesetzt, weil die in Zukunft auszubehrenden Obligationen höher verzinst werden müssen.

3. Repudiation: Die Nichtanerkennung der Schulden ist ein einfacher Weg, der allerdings in der westlichen Welt keine gangbare Lösung darstellt und nicht realistisch ist.

## Zusammenfassung

Schulden zu machen ist einfach und politisch leicht durchzusetzen. Dieser Effekt ist kurzfristig gut zu spüren, doch der Bumerang wird später umso heftiger zurückkommen. Um die zukünftigen Folgen abzumildern, sind alle Länder mit derzeit schnell ansteigender Staatsverschuldung gefordert, konkrete Pläne zum Abbau zu erstellen. So gut diese Pläne auch sein mögen, sie werden das wirtschaftliche Wachstum bremsen und Steuererhöhungen unumgänglich machen. In den nächsten Jahren werden wir den Preis für den warmen Regen von heute bezahlen müssen.

# “Countries don't go bust.”

(Walter Wriston, CEO Citigroup, 1967 - 1974)

**Wichtige rechtliche Hinweise:** Diese Publikation dient **ausschliesslich zu Informationszwecken** und begründet weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder – wo nicht ausdrücklich anders vermerkt – eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Vornahme einer sonstigen Transaktion. Diese Publikation ist nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse. Die «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung finden auf die vorliegende Publikation keine Anwendung. Diese Publikation enthält Angaben und Informationen aus Quellen, welche die Bank Maerki Baumann & Co. AG als zuverlässig erachtet. Obwohl die Bank Maerki Baumann & Co. AG sorgfältig geprüft hat, dass die Informationen in dieser Publikation zu dem Zeitpunkt, in welchem die Informationen zusammengestellt wurden, korrekt sind, kann sie weder explizit noch implizit eine Zusicherung oder Garantie hinsichtlich Korrektheit, Zuverlässigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen und Ansichten geben. Allfällige in dieser Publikation vertretene Ansichten reflektieren ausschliesslich diejenigen der Bank Maerki Baumann & Co. AG zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, Änderungen bleiben vorbehalten. Maerki Baumann & Co. AG übernimmt keinerlei Haftung für den Inhalt dieser Publikation und haftet insbesondere nicht für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, einschliesslich direkte, indirekte oder Folgeschäden, die aufgrund von in dieser Publikation enthaltenen Informationen und/oder infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken entstehen. Die Anleger sollten sich bewusst sein, dass sich die zukünftige Performance von Investitionen nicht aus der vergangenen Kursentwicklung ableiten lässt, d. h., dass sich der Anlagewert vergrössern, aber auch vermindern kann. Ausserdem unterliegen Anlagen in Fremdwährungen Wechselkursschwankungen. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen wurden möglicherweise bereits vor deren Publikation von Maerki Baumann & Co. AG bzw. von deren Organen oder Mitarbeitern verwendet. Darüber hinaus stehen oder standen Organe oder Mitarbeiter von Maerki Baumann & Co. AG möglicherweise in einer Beziehung irgendwelcher Art zu den in dieser Publikation erwähnten Unternehmen.

## MAERKI BAUMANN & CO. AG

PRIVATBANK

**Zürich** Dreikönigstrasse 6  
Telefon 044 286 25 25

**Locarno** Piazzetta de' Capitani 7  
Telefon 091 261 44 88

**Lugano** Contrada di Sassello 2  
Telefon 091 922 26 21

[www.mbczh.ch](http://www.mbczh.ch)