

***Die Finanzkrise und ihre
Auswirkungen auf Konjunktur,
Geld- und Kapitalmärkte - Eine
Standortbestimmung***

(Redaktionsschluss 30. Oktober 2008)

Prof. Dr. Josef Marbacher,
Leiter des Instituts für Finanzmanagement IFF
der FHNW

josef.marbacher@fhnw.ch

www.fhnw.ch/iff

Fachhochschule Nordwestschweiz
Institut für Finanzmanagement IFF
Stahlrain 2
5200 Brugg

Management Summary (Redaktionsschluss: 30.10.2008)	3
1 Ausgangslage	3
1.1 Schwerste Bankenkrise seit den Dreissiger Jahren	3
2 Globale Konjunktorentwicklung	5
2.1 USA	5
2.2 Europa: Realwirtschaft unter Druck	7
3 Wirtschaftspolitik	10
3.1 Notenbanken als Lender of Last Resort	10
3.2 Fiskalpolitik	12
3.3 Vorlaufende Indikatoren	13
4 Wirtschaftliche Prognose	14
4.1 Spillovereffekte auf die Realwirtschaft	14
4.2 Inflation	15
4.3 Kurzfristige Zinssätze	16
4.4 Langfristige Zinssätze	16
4.5 Währungen	17
4.6 Aktien	19
4.7 Risiken/Chancen	22

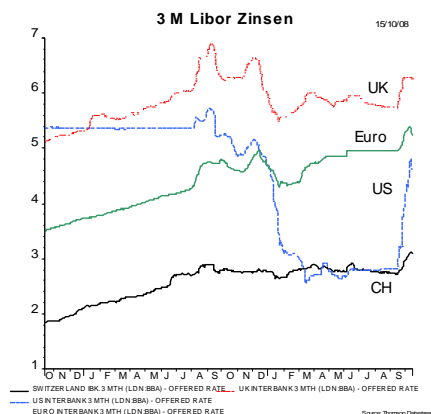
MANAGEMENT SUMMARY (REDAKTIONSSCHLUSS: 30.10.2008)

*Finanzsystem auf
höchster Gefahrenstufe*

Das gesamte westliche Finanzsystem ist im dritten Quartal nahezu kollabiert. Das Vertrauen der Anleger ist eingebrochen. Ein globaler Bankenrun mit unübersehbaren Folgen für die Realwirtschaft zeichnete sich ab. Viele Banken gerieten in Liquiditätsschwierigkeiten, da der globale Interbankenmarkt einbrach. Notenbanken sprangen ein und stellten praktisch unbegrenzt kurzfristige Gelder zur Verfügung. Immer mehr jedoch stellten sich Solvenzprobleme auf Grund ständig steigender Verluste der Banken im US-Immobilien- und Verbriefungsbereich (Subprime) ein. Damit kamen auch die Notenbanken an ihre Grenzen. Sie haben in der Regel nicht die Kompetenz, insolvente Marktteilnehmer zu stützen. Die Politik war gefordert, insbesondere die amerikanische Regierung, die im Zentrum des Finanzbezugs stand. Sie hat - nach einigen wenig koordinierten und fallweisen Lösungsversuchen - zu einem Konzept mit einem Gesamtpaket von 700 Mrd. Dollar ausgeholt. Auch dieses konnte die Märkte nicht beruhigen. Erst das beispiellose Engagement der europäischen Regierungen mit einem Gesamtpaket in der Höhe von nahezu 2'000 Mrd. Euro hat das Beben aufhalten können. Der Aufbau von Vertrauen ist jedoch ein langfristiger Prozess. Rückschläge sind vorprogrammiert. Weiterhin hohe Volatilität wird die Folge sein.

1 AUSGANGSLAGE

1.1 SCHWERSTE BANKENKRISE SEIT DEN DREISSIGER JAHREN



Schwere Systemkrise

Das Finanzsystem ist im dritten Quartal an den Rand eines eigentlichen Zusammenbruchs geraten. Das Vertrauen aller Beteiligten war praktisch zerstört. Zuerst brach der Interbankenmarkt ein und anschliessend drohte der Kreditmarkt auszutrocknen. Ein globaler Bankenrun schien Realität zu werden. Erinnerungen an die Dreissiger Jahre wurden wach. Erst das einmalige Eingreifen nahezu aller westlichen Regierungen im Sinne eines Bailouts des gesamten Sektors konnte das sinkende Schiff stabilisieren. Auf Kurs ist es jedoch noch nicht gebracht.

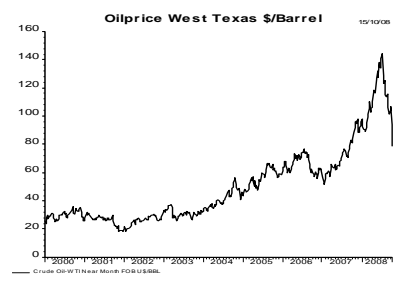
*Abkoppelungsthese
abgestraft*

Die von vielen vertretene These der Abkoppelung der aufstrebenden Länder von den Industrieländern - ja gar die Erwartung, diese Länder hätten eine Eigendynamik, die durch derart sektorielle Ereignisse, wie eine Subprimekrise, nicht tangiert würden - hat sich als fataler Irrtum erwiesen, da die Kurse dieser Länder im dritten Quartal buchstäblich

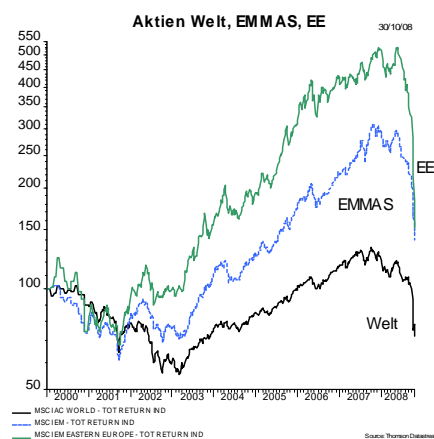
eingebrochen sind. Anlagen in diesem Bereich haben seit ihrem Höchstwert im Jahre 2007 bis Ende September rund 40%, einzelne Länder gar über 50%, an Wert eingebüßt. Allerdings liegen deren Aktienindizes noch deutlich von den Tiefstwerten der letzten Krise zu Beginn dieses Jahrzehnts weg. Die Marktteilnehmer brachten damit zum Ausdruck, dass die Finanzkrise ernsthafte realwirtschaftliche Auswirkungen haben dürfte.

Ölpreis mit deutlicher Korrektur

In dieselbe Richtung weist der Fall der Rohstoffpreise, insbesondere des Ölpreises. Letzterer ist einer der wenigen Lichtblicke für die Industriestaaten, da das Risiko des Aufkeimens der Inflation deutlich kleiner geworden ist und die Notenbanken wieder mehr Raum für system- und konjunkturstützende Massnahmen erhalten.



Die vom Markt vorgenommene Neueinschätzung der Auswirkungen der Finanzkrise auf die Realwirtschaft hat im Berichtsquartal zu deutlichen Aktienverlusten geführt, wie die folgende Grafik zeigt.



Fazit

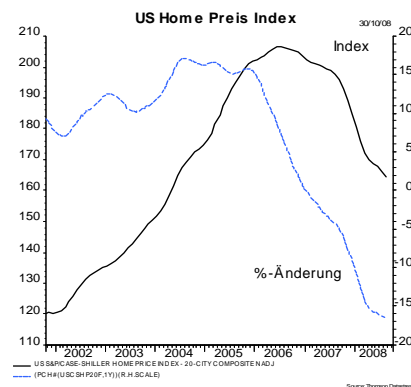
Der Kapitalmarkt zeigte zu Beginn des vierten Quartals eine deutliche Wende in Richtung einer Verschlechterung der realwirtschaftlichen Weltwirtschaftslage an. Zu Recht?

2 GLOBALE KONJUNKTURENTWICKLUNG

2.1 USA

*Häuserpreise
verlangsamt weiter
gefallen*

Der Zerfall der Häuserpreise hat sich im dritten Quartal verlangsamt fortgesetzt. Insgesamt hat der Case/Shiller-Homepriceindex für die 20 grössten Metropolen seit dem Höchststand im Jahre 2006 19.5% an Wert eingebüsst. Wir erwarten unverändert einen weiteren Einbruch auf rund -25%, da die Leerstandsquote mit 2.5% rund doppelt so hoch ist wie im langfristigen Durchschnitt.

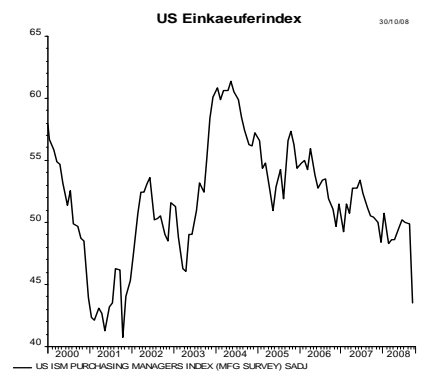


*Finanzkrise bringt
geringeres
Kreditangebot*

Die Bankenkrise zwingt die Banken dazu, ihre Risiken zu reduzieren. Da auf der Passivseite beträchtliche Mittel abfließen, müssen sie das Kreditwachstum auf der Aktivseite der Bilanz drosseln. Auch wenn es mit den drastischen Massnahmen der Regierungen gelingt, das System zu stabilisieren, müssen die Banken in den nächsten Jahren die Bilanzrisiken reduzieren. In jedem Fall werden die Unternehmen und Konsumenten mit einer geringeren Verfügbarkeit von Kredit konfrontiert sein. Ob dabei ein eigentlicher "Kredit-Crunch" vermieden werden kann, muss sich noch zeigen.

*Einkäuferindex bricht
ein*

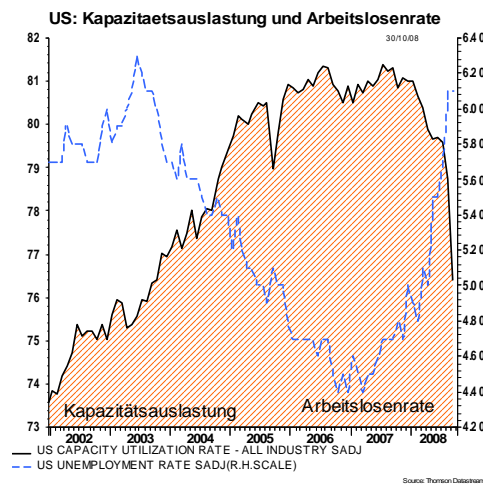
Die US Konjunkturzahlen sind im dritten Quartal durch den Einbruch des US Einkäuferindex (Purchasing Manager Index) von 50 auf 43.5 Punkte innerhalb eines Monats geprägt gewesen. Damit wurde erstmals seit 2001 ein Niveau erreicht, das eine Rezession innerhalb der nächsten sechs Monate anzeigt.



*Arbeitslosenzahlen
deutlich gestiegen*

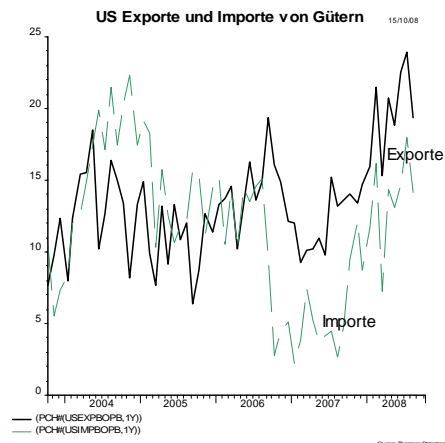
Die Arbeitslosenzahlen sind im dritten Quartal überraschend deutlich von 5.5% auf 6.1% hochgeschneilt. Wir haben erst per Ende Jahr mit diesem Wert gerechnet. Dieser Anstieg wird die Konsumentenstimmung weiter belasten.

Auch die Auslastung der Industrie ist von rund 80% auf unter 76% gestürzt. Dies ist ein weiteres Indiz, dass in den USA in den kommenden zwei Quartalen mit negativen Wachstumsraten gerechnet werden muss. Dies umso mehr als die Wirkungen der expansiven Fiskalpolitik nächstens auslaufen.



Export weiterhin hoch

Die einzige Nachfragekomponente, die sich in den USA noch positiv entwickelt hat, ist der Export, der weiterhin vom unterbewerteten Dollar profitiert.



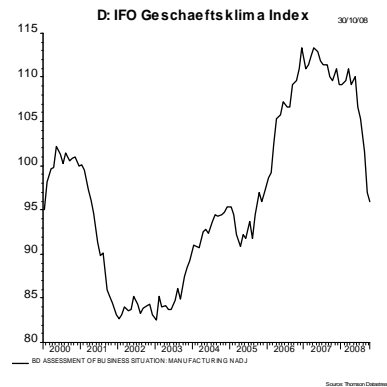
Fazit

Die US Konjunktur hat im dritten Quartal eine deutliche Wende zum Schlechteren genommen. Eine zumindest technische Rezession mit zwei negativen Quartalen dürfte nicht mehr zu vermeiden sein.

2.2 EUROPA: REALWIRTSCHAFT UNTER DRUCK

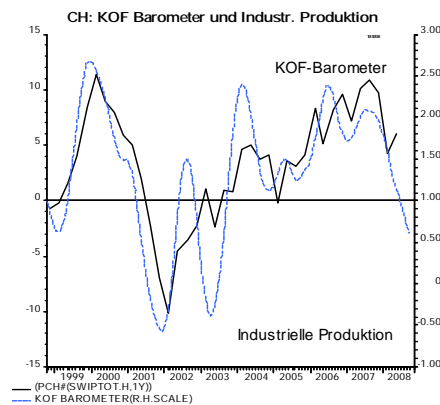
IFO-Index bricht ein

Die globale Verschlechterung der realwirtschaftlichen Lage zeigt sich besonders deutlich bei der Exportnation Nr.1 in Europa: Deutschland. So ist der IFO-Geschäftsklima-Index im dritten Quartal regelrecht eingebrochen.



KOF-Indikator weiter gesunken

Auch der KOF-Indikator zeigt für die Exportnation Schweiz in dieselbe Richtung. Er ist erstmals seit 2003 in den negativen Bereich gefallen. Damit ist in den kommenden sechs Monaten mit einer Abschwächung des realwirtschaftlichen Outputs unter das Potenzialwachstum zu rechnen.



Credit Crunch?

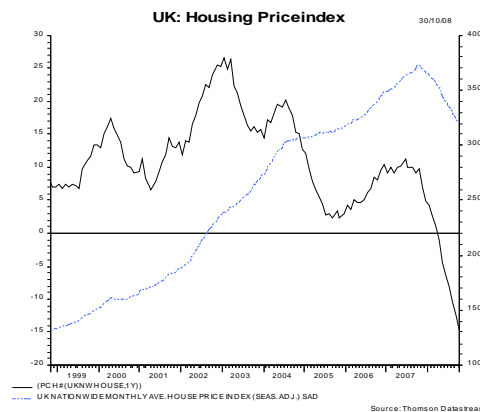
Zweifellos wird die realwirtschaftliche Situation für die europäische Wirtschaft kritischer, weil die Bankenkrise zu einer geringeren Verfügbarkeit von Krediten führt, da die Banken ihre Bilanzen bereinigen müssen. Das schliesst nebst der Rekapitalisierung auch die Anwendung höherer Kreditstandards ein.

Ungleichgewicht im Immobilienmarkt

Eine weitere Belastung stellt das Ungleichgewicht auf dem europäischen Immobilienmarkt dar. Die Hauspreise haben sich innerhalb des vergangenen Jahrzehnts in praktisch allen Ländern verdoppelt. Einzig in Deutschland und der Schweiz kann von einer gleichgewichtigen Entwicklung gesprochen werden, da sich hier die Mieten und Häuserpreise im Gleichschritt mit den verfügbaren Einkommen der Haushalte entwickelt haben. Die Wahrscheinlichkeit des Platzens der europäischen Immobilienblase ist mit den rezessiven Tendenzen grösser geworden. Das dürfte zu neuen Abschreibungen der Banken führen.

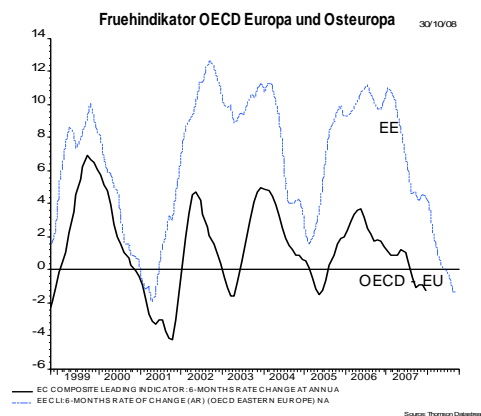
UK als Beispiel

In Grossbritannien ist der Immobilienmarkt besonders stark aus dem Gleichgewicht geraten, haben sich doch die Preise innerhalb des vergangenen Jahrzehnts nahezu verdreifacht. Im letzten Quartal sind die Immobilienpreise deutlich ins Rutschen geraten. Sie haben seit dem Höchststand rund 16% an Wert eingebüsst. Somit muss mit einer deutlichen Verlangsamung bei den Bauinvestitionen gerechnet werden. Auch die Banken dürften in den kommenden Monaten kritische Zeiten erleben, haben sie doch in den letzten Jahren den Bauboom mit hohen hypothekarischen Belastungen der Eigentümer unterstützt. Allerdings ist die Verschuldung des britischen Konsumenten deutlich tiefer als in den USA.



Osteuropa: Weitere Verlangsamung angezeigt

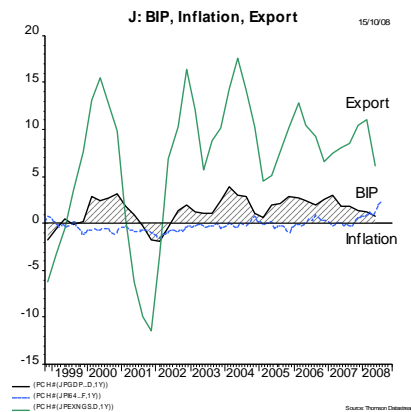
Die vorlaufenden Indikatoren der OECD für die osteuropäischen Länder haben sich weiter abgeschwächt. Zudem dürfte die Risikoaversion der Investoren, die sich auf Grund der Bankenkrise entwickelt hat, zu geringeren Nettokapitalzuflüssen führen, was sich negativ auf die Investitionsraten auswirken wird. An den osteuropäischen Aktienmärkten sind die Spuren dieses Verhaltens deutlich sichtbar. Deren Kurse sind deutlich stärker gefallen als im Westen, obwohl erst noch vor kurzem die Abkoppelungsthese vertreten worden ist.



Japan: Deutlicher Exportrückgang

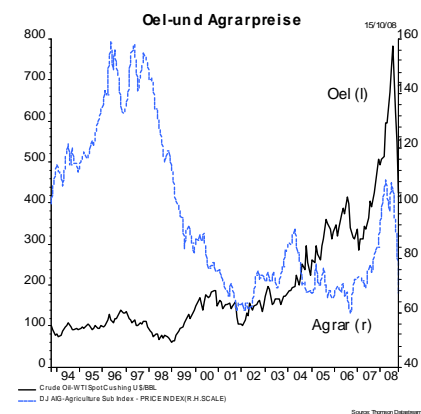
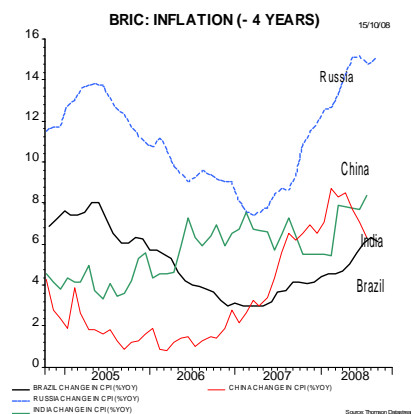
Im dritten Quartal ist die tragende Säule des japanischen Konjunkturaufschwungs, der Export, ins Stocken geraten. Die Wachstumsrate hat sich nahezu auf 5% halbiert. Den Exporteuren macht auch die Rohstoffhausse der vergangenen Monate zu schaffen, da sie die Gewinnmarge geschmälert hat. Mit dem Fall der Rohstoffpreise zeichnet sich allerdings eine

Entspannung ab. Japan ist zudem wenig von der Bankenkrise der westlichen Staaten betroffen. Auch der Immobilienmarkt ist nach zwei Jahrzehnten der Strukturanpassung wieder näher beim Gleichgewicht.



EMMAs in der Defensive

Noch im Sommer war der Glaube an die Eigendynamik der EMMAs ungebrochen. Im dritten Quartal ist jedoch klar geworden, dass die Abschwächung der globalen Wirtschaft zu einer deutlichen Verlangsamung der Exporte dieser Staaten führen dürfte. Damit kommen diese Staaten in eine schwierige Situation, da die Inflation insbesondere in den BRIC-Staaten nach wie vor hoch ist. Der geldpolitische Handlungsspielraum ist somit eingeschränkt.



Öl- und
Agrarpreisbubble
geplatzt

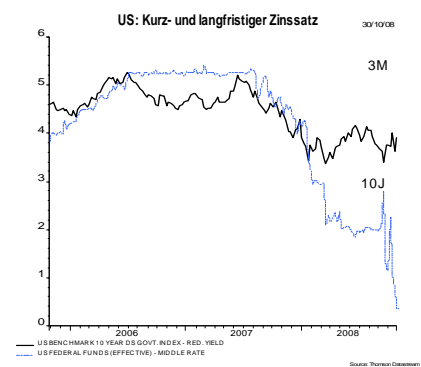
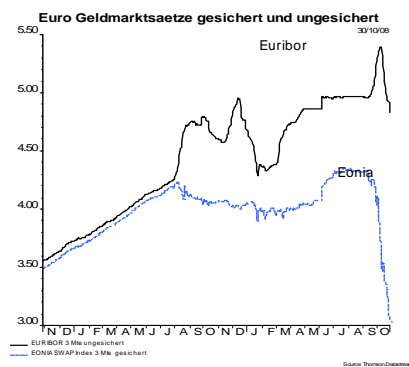
Im dritten Quartal hat die gefährliche Hausse der Öl- und Agrarpreise ein abruptes Ende gefunden. Damit ist für die westlichen Volkswirtschaften ein wichtiger Risikofaktor, zumindest vorläufig, weggefallen. Die noch im Sommer geschürte Angst vor einer Lohn-Preis-Spirale ist damit kaum mehr berechtigt. Die EZB muss und kann jetzt handeln.

3 WIRTSCHAFTSPOLITIK

3.1 NOTENBANKEN ALS LENDER OF LAST RESORT

*Dramatische Zuspitzung
der Bankenkrise*

Im September und Oktober hat sich die Finanzkrise zu einer eigentlichen Systemkrise ausgeweitet. Der globale Interbankenmarkt ist praktisch zusammengebrochen. So hat sich der Risikoaufschlag für ungesicherte Dreimonatsgelder (Euribor) gegenüber den gesicherten dreimonatigen Swapindexätzen (EONIA) von 80 auf 140 Basispunkte nahezu verdoppelt. Es ist dies der höchste Wert seit Ausbruch der Finanzkrise und dies trotz nahezu unbegrenzter Mittel, die die Notenbank als "Lender of Last Resort" den Banken zur Verfügung stellt. Das erste Mal seit den Dreissiger Jahren erleben wir auch, dass die Regierungen weltweit in Aktion treten müssen, um Schlimmeres zu vermeiden. Notenbanken und Aufsichtsbehörden stossen an ihre



Grenzen. So hat der amerikanische Kongress einem 700 Milliardenkredit zugestimmt, der für den Kauf riskanter Positionen der Banken eingesetzt werden soll. Auch in Europa sind nahezu alle Regierungen dazu übergegangen, private Risiken in die Obhut des Staates zu nehmen oder zumindest Garantien in begrenzter oder gar unbegrenzter Höhe abzugeben. Auch die Schweiz hat sich mit einem Rettungspaket von gegen 70 Mrd. Schweizerfranken angeschlossen. Diese Massnahmen sollen dazu dienen, das Risiko eines Einbruchs des gesamten Bankensystems zu verhindern, wie er sich ergeben könnte, wenn auf mehrere Banken ein Bankenrun einsetzen sollte.

*Neue Dimension der
Interventionen*

Die Bekanntgabe des Fed, direkt in den Kreditmarkt einzugreifen, indem es über eine Commercial Paper Funding Facility (CPFF) dreimonatige Commercial Papers aufkauft, die zum Teil ungesichert sind, stellt eine neue Dimension notenbankpolitischen Handelns dar. Es ist dies ein Zeichen dafür, dass die Bankenkrise nun den Kreditmarkt erreicht hat. Das Fed versucht damit, die Finanzierung der unternehmerischen Aktivitäten im realen Sektor sicherzustellen. Es ist höchst zweifelhaft, dass dies gelingen wird, da der Staat schlecht gerüstet ist, die Kapitalallokation der Banken zu übernehmen. In jedem Fall sind damit Effizienzverluste verbunden, die letztlich der Steuerzahler zu berappen hat. Zudem wird mit dieser Massnahme ein Signal ausgesendet, das für die Marktteilnehmer beunruhigend ist. Verständlicherweise konnte die Massnahme wenig zur Beruhigung der Aktienmärkte beitragen.

*Koordinierte
Zinssenkungsaktion*

Nur einen Tag nach Ankündigung des Fed, die Finanzierung des Commercial Paper Marktes selbst in die Hand zu nehmen, erfolgte am 8. Oktober die Ankündigung von sieben Notenbanken, eine koordinierte Zinssenkung von einem halben Prozent vorzunehmen. Es sind dies die US-Notenbank Fed, die Europäische Notenbank, die Bank of England, die kanadische, die schwedische, die schweizerische und die chinesische Notenbank. Am Vortag hatte bereits die australische Notenbank eine Zinssenkung vorgenommen. Diese Massnahme konnte die Marktteilnehmer nicht beruhigen. Auch die Ankündigung der meisten Regierungen, den Einlegerschutz deutlich zu erhöhen, hat die Flucht aus den privaten Banken nicht stoppen können.

Wie weiter?

Erst mit den aussergewöhnlichen Massnahmen der westlichen Regierungen, die über das zweite Oktoberwochenende beschlossen wurden, konnte das gefährlich schlingernde Finanzsystem stabilisiert werden. Vor allem das koordinierte Vorgehen der Europäer hat dabei geholfen. Davor waren die Einbrüche an den Aktienmärkten an einzelnen Tagen beispiellos. So verlor z. B. der japanische Aktienmarkt innerhalb von 14 Tagen einen Viertel seines Wertes. Das System drohte aus den Fugen zu geraten. Drastischere Massnahmen waren eine Notwendigkeit. Die Regierungen mussten eine konzertierte, systematisch aufgebaute Konzeption der Lösung des Problems vorlegen, um das Vertrauen wieder herstellen zu können. Dazu gehörte nicht nur die Übernahme von privaten Risiken durch den Staat, sondern auch die ausreichende Ausstattung des Finanzsektors mit risikotragendem Kapital. Dieses kann in der ersten Phase der Stabilisierungsbemühungen nur vom Staat kommen. Diesem Vorschlag standen jedoch gewaltige ideologische und politische Hindernisse im Wege. Erst das beherzte und entschlossene Handeln Gordon Browns hat den Weg für weitergehende Massnahmen geebnet. Jetzt stehen alleine im europäischen Raum über 2'000 Mrd. Euro für Garantien und Rekapitalisierungen der Banken zur Verfügung. Trotzdem: Alle Marktteilnehmer sind durch die Staatsgarantien nicht abgedeckt. Im Gegenteil: Das massive staatliche Engagement könnte leicht zu Marktverzerrungen führen, die insbesondere Finanzintermediäre im Parabankenbereich gefährden könnten. Dazu gehören zum Beispiel Hedge Funds und Private Equity Firmen, die noch verstärkt mit Kapitalabflüssen konfrontiert werden dürften, da die Investoren weiterhin nach Sicherheit streben und den staatlich geschützten Bereich bevorzugen. Wir rechnen deshalb mit einer deutlichen Zunahme der Schliessungen von derartigen Anlagevehikeln. Diese sind in der Regel mit beträchtlichen Vermögenseinbussen verbunden, die bis zum Totalverlust reichen können. Auch jene Entwicklungsländer, die nicht glaubwürdig die Sicherheit ihres Bankensystems gewährleisten können, werden weiterhin mit Kapitalabflüssen konfrontiert sein. Allerdings haben die G7-Staaten den IMF beauftragt, derartige Fälle zu überwachen und sie allenfalls zu unterstützen.

*Spillovereffekte auf die
Realwirtschaft*

Offen ist die Frage, inwiefern der reale Sektor bereits durch die Bankenkrise Schaden genommen hat. Gewiss ist, dass durch das beherzte Vorgehen der westlichen Regierungen das Schlimmste, nämlich ein Einbruch der Realwirtschaft in Richtung Depression, vermieden werden konnte. Trotzdem: Die Banken müssen in den nächsten Jahren ihre Risikopositionen deutlich reduzieren, um den Leverage in ihrer Bilanz abbauen zu können. Da genügt es auch nicht, dass der Staat zur Bedingung macht, dass die zu unterstützenden Banken das Kreditvolumen aufrechterhalten müssen. Im Gegenteil: diese Bedingung könnte diese Banken erheblich schwächen, da sie einen Zwang haben, Kredite zu vergeben, die wirtschaftlich unter Umständen nicht gerechtfertigt sind. Zudem werden jene Banken, die ihre Unabhängigkeit bewahren wollen, umso aggressiver ihre Kreditportfolios abbauen, um schneller dem von den Investoren geforderten Deleveraging entsprechen zu können. Zudem stellt sich die Frage, wie viele Banken überhaupt vom Angebot des Staates Gebrauch machen werden, denn die Anreize für das Management sind mit der Begrenzung der Boni so gesetzt, dass eine Bank nur im Notfall darauf einsteigen wird. Insgesamt erwarten wir deshalb weiterhin einen langen schmerzhaften Prozess des Deleveraging, der auch die Verlangsamung des Kreditwachstums

erschliesst und damit die Verfügbarkeit von Krediten begrenzt. Davon werden vor allem kleinere und mittlere Unternehmen betroffen sein. Auch die Finanzierung von Projekten in Staaten mit erhöhtem Investitionsrisiko werden dazu gehören.

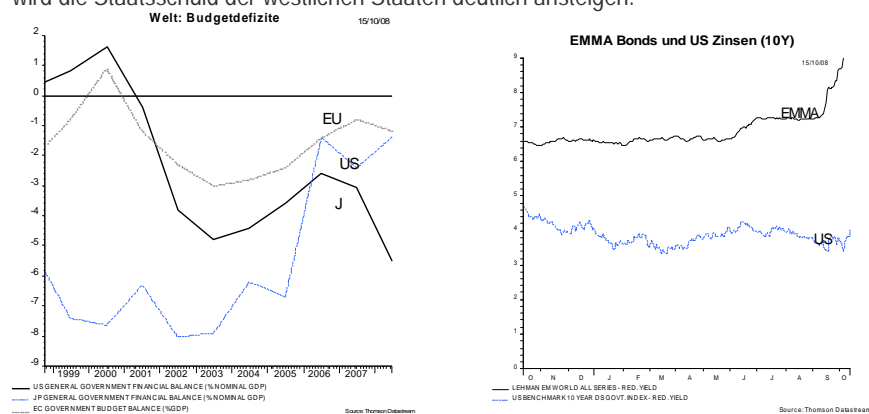
Für Europa kommt ein weiterer Risikofaktor dazu: Das Ungleichgewicht auf dem Immobilienmarkt. Mit Ausnahme des deutschen und des schweizerischen Immobilienmarktes hat sich praktisch in ganz Europa in den letzten zehn Jahren eine eigentliche Immobilienblase aufgebaut. Die Häuserpreise haben sich nahezu verdoppelt. Diese Rate liegt weit über der Zunahme der nominellen Einkommen. Mit dieser Bereinigung werden die Banken erst noch konfrontiert werden.

*Ungleichgewichte
müssen korrigiert
werden*

Als Fazit ergibt sich, dass die einmalige international koordinierte Intervention zur Rettung des Bankensystems Schlimmeres verhindert hat. Trotzdem bleibt ein langer Weg des Deleveraging der Banken und der Haushalte vor uns, der sich begrenzend auf das wirtschaftliche Wachstum in den kommenden zwei Jahren auswirken wird.

3.2 FISKALPOLITIK

Es besteht kein Zweifel, dass sich nach dem Erdbeben an den Finanzmärkten und dem beispiellosen Bailout der Banken durch die Notenbanken und die Regierungen, die Vermögenslage der westlichen Staaten wesentlich verschlechtert hat. Es ist auch schwer abzuschätzen, wie weit die zum Teil unbegrenzten Garantien für Einleger tatsächlich in Anspruch genommen werden. Kritischer zu beurteilen ist das Engagement der Regierungen im Bankensektor. Sollte sich die Situation nicht bald beruhigen, müsste mit einer länger dauernden Rezession gerechnet werden. Weitere Abschreibungen auf den Aktiven der Banken wären unumgänglich. Der Staat als neuer Aktionär hätte sie zu tragen. In jedem Fall wird die Staatsschuld der westlichen Staaten deutlich ansteigen.



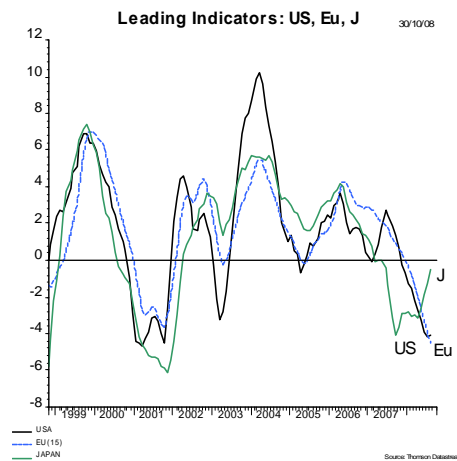
*EMMAs: Risikoprämie
deutlich angestiegen*

Der Spread der EMMA-Obligationen zu den langfristigen Staatsanleihen in den USA hat sich im dritten Quartal dramatisch ausgeweitet. Es sind jetzt nicht mehr die Inflationsrisiken, wie noch im letzten Quartal, die im Vordergrund stehen, sondern die Angst, dass der globale Abschwung die Rohstoffpreise weiter unter Druck setzen könnte. Viele Investitionsprojekte müssten damit für einige Zeit auf Eis gelegt werden. Die hohen Wachstumsraten dieser Volkswirtschaften wären nicht mehr durchzuhalten.

3.3 VORLAUFENDE INDIKATOREN

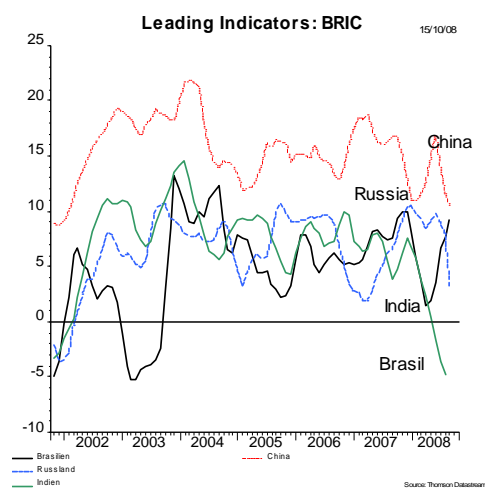
*Vorlaufende Indikatoren
deutlich negativ*

Die vorlaufenden Indikatoren sind im dritten Quartal sowohl in den USA wie auch in Europa auf ein Niveau gesunken, das nicht mehr weit von den Werten der letzten globalen Rezession entfernt liegt. Diese vorlaufenden Indikatoren haben jedoch nach der Systemkrise von Anfang Oktober keinen Aussagewert mehr. Wir rechnen jetzt mit hoher Wahrscheinlichkeit mit einer Rezession in den westlichen Volkswirtschaften. Dies wird sich erst in einigen Wochen in den Indikatoren widerspiegeln.



BRIC: Verlangsamung

Auch die vorlaufenden Indikatoren für die BRIC-Staaten sind nach der Finanzkrise kein sinnvoller Wegweiser für die kommenden Monate. Wir rechnen mit einem deutlichen Einbruch der Investitionstätigkeit, da die Finanzierung über externe Quellen schwieriger werden dürfte. Zudem fließen die Einnahmen für die Rohstoffe ebenfalls spärlicher. Am ehesten dürfte sich China noch über Wasser halten, da es ein Netto-Importeur von Rohstoffen ist und die Investitionstätigkeit weniger von ausländischen Finanzierungsquellen abhängig ist.



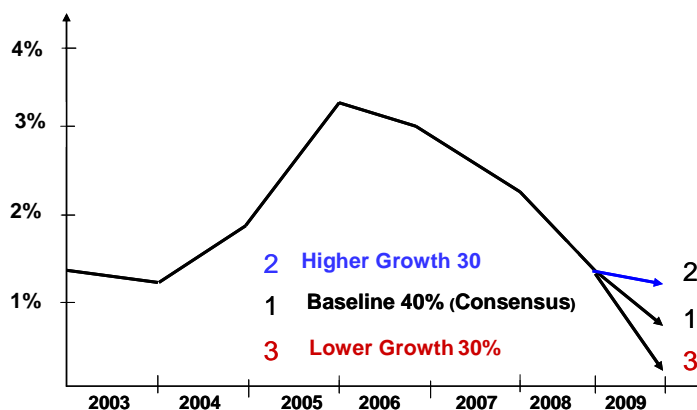
4 WIRTSCHAFTLICHE PROGNOSE

4.1 SPILLOVEREFFEKTE AUF DIE REALWIRTSCHAFT

*Finanzkrise gefährdet
Realwirtschaft*

Die Konsensusprognosen für das wirtschaftliche Wachstum sind im dritten Quartal nach den USA auch für Europa und Japan deutlich nach unten angepasst worden. Wir halten diese Werte jetzt für realistisch, da die Auswirkungen des Erdbebens in der Finanzwirtschaft ausreichend berücksichtigt worden sind und wir von der Wirksamkeit der politischen Rettungspakete der westlichen Welt ausgehen, die Schlimmeres verhindert. Deshalb erachten wir die möglichen Abweichungen nach unten für ebenso wahrscheinlich wie jene nach oben. Wir erwarten allerdings noch weitere negative Nachrichten aus dem Immobilienbereich in Europa und damit verbunden entsprechende Abschreibungen im Bankenbereich. Auch rechnen wir weltweit mit einer Reihe von Investitionsprojekten, die in nächster Zeit gestoppt werden, dies weil sie nicht mehr finanzierbar sind, da die Banken trotz staatlicher Stützung und Auflagen für den Kreditprozess den Deleveraging-Prozess relativ aggressiv fortsetzen müssen. In einer späteren Phase kommen Gewinnwarnungen und Entlassungen dazu, die das Konsumklima negativ tangieren werden.

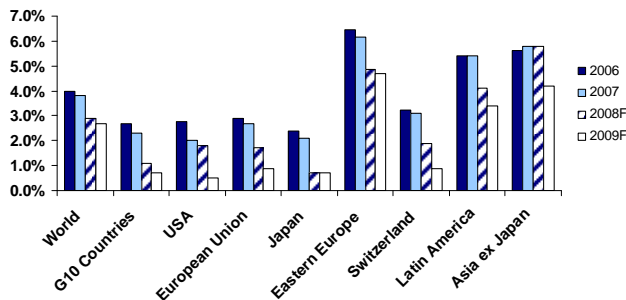
Szenarien zum BIP-Wachstum der G-10 Länder



	GDP REAL %YOY				CPI %YOY			
	2006	2007	2008F	2009F	2006	2007	2008F	2009F
World	4.0%	3.8%	2.9%	2.7%	3.7%	3.9%	5.9%	4.5%
G10 Countries	2.7%	2.3%	1.1%	0.7%	2.2%	2.1%	3.0%	2.1%
USA	2.8%	2.0%	1.8%	0.5%	3.2%	2.9%	4.5%	2.4%
European Union	2.9%	2.7%	1.7%	0.9%	2.1%	2.1%	3.4%	2.5%
Japan	2.4%	2.1%	0.7%	0.7%	0.2%	0.1%	1.8%	1.4%
Eastern Europe	6.4%	6.2%	4.8%	4.7%	3.6%	4.4%	6.5%	4.5%
Switzerland	3.2%	3.1%	1.9%	0.9%	1.1%	0.7%	2.6%	1.8%
Latin America	5.4%	5.4%	4.1%	3.4%	5.2%	5.4%	8.0%	7.4%
Asia ex Japan	5.6%	5.8%	5.8%	4.2%	3.5%	3.4%	3.3%	0.0%

Insgesamt rechnen wir 2009 nur noch mit einem BIP-Wachstum der G-10 Staaten von 0.7% und mit mindestens zwei Quartalen im Negativbereich.

BSP real nach Regionen 2006 - 2009 (Schätzung: 3. Okt. 2008)



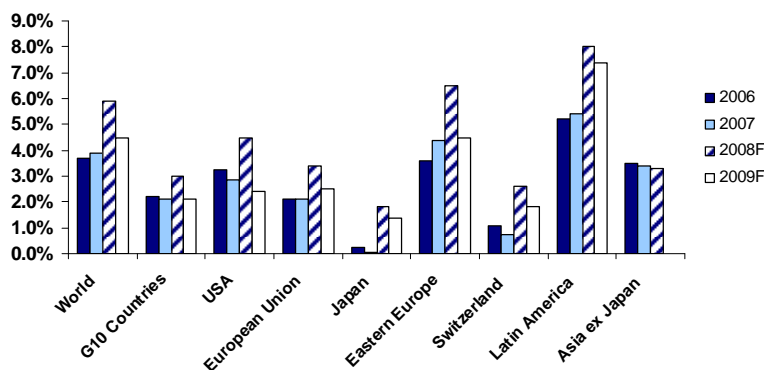
In regionaler Hinsicht gibt es kaum wesentliche Unterschiede, da auch die EMMAs deutlich an Dynamik einbüßen werden. Ihre absoluten Raten dürften jedoch nicht unter 3.5% zu liegen kommen. Nur ein drastischer Einbruch der Rohstoffpreise und der Portfolioinvestitionen könnte zu noch schlechteren Resultaten führen.

4.2 INFLATION

Inflation transitorisch

Die Inflationsraten werden auch im kommenden Jahr noch relativ hoch liegen, jedoch deutlich an Dynamik verlieren. Sie sind angesichts der Systemschocks - zumindest in den Industriestaaten - vorläufig kein Thema für die Geldpolitik. Wenn die Vertrauenskrise nachhaltig überwunden werden kann, könnten allerdings die Rohstoffpreise wieder deutlicher ansteigen und die bereits hohe Inflation in vielen EMMAs erneut zum Problem werden.

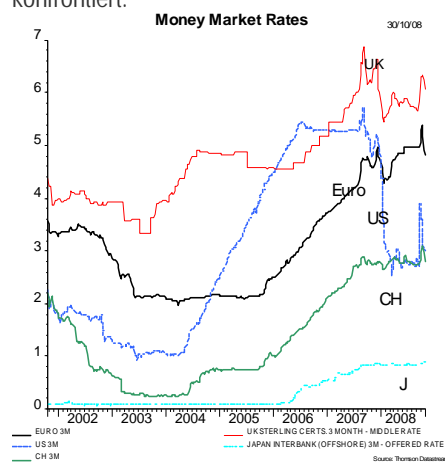
Inflation nach Regionen 2006 - 2009 (Schätzung: 3. Okt. 2008)



4.3 KURZFRISTIGE ZINSSÄTZE

Systemstabilisierung

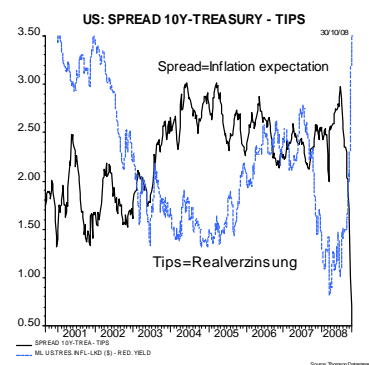
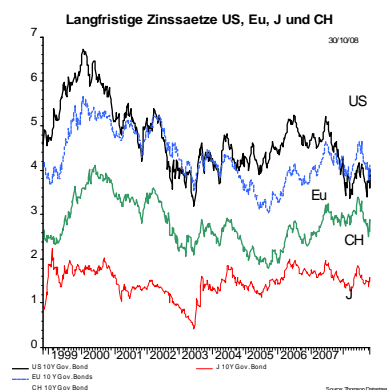
Die Geldpolitik der nächsten Monate wird ganz im Dienste der Systemstabilisierung stehen. Dabei können wir davon ausgehen, dass weitere Zinssenkungen zu erwarten sind. In den USA ist die Fed-Funds Rate bereits auf 1% gesenkt worden. Auch Europa hat Bedarf nach weiteren Zinsschritten. Wir rechnen mit weiteren zwei Zinsschritten in den nächsten sechs Monaten um gesamthaft einen Prozentpunkt. Nach der Stabilisierung des Systems sind die Notenbanken jedoch mit der Aufgabe der Abschöpfung der enormen Überschussliquidität konfrontiert.



4.4 LANGFRISTIGE ZINSSÄTZE

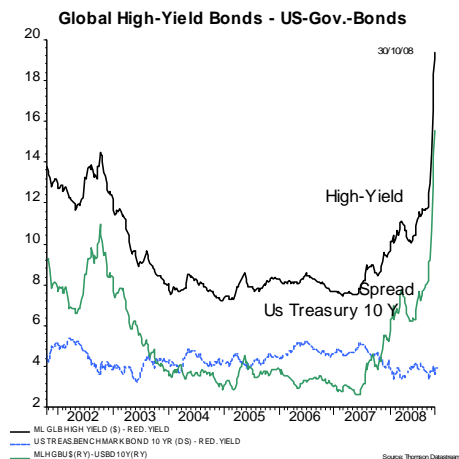
Flucht in Sicherheit

Die Flucht in die Sicherheit hat zu extrem tiefen Zinsen bei den Staatsanleihen geführt. Hier erwarten wir trotz Rezessionsszenario keine weitere Abschwächung mehr, da der Sicherheitsbonus, der im Zinssatz eingebaut ist, mit der Systemstabilisierung wieder abgebaut wird. Bei den Firmenanleihen rechnen wir auf Grund der wirtschaftlichen Verschlechterung mit einer eher noch leicht höheren Risikoprämie, hingegen dürfte die Inflationskomponente im Zinssatz weiter abgebaut werden, so dass netto kaum mit einer Niveauänderung der Langfristzinsen zu rechnen ist.



Credit Spreads: In neun Monaten vervierfacht

Die Credit Spreads zwischen den globalen Hochzinsanlagen und den risikolosen 10-jährigen US-Staatsanleihen haben sich auf Grund der schockartigen Verschärfung der Finanz- und Bankenkrise Anfang Oktober vorübergehend auf über 14%, rund das Siebenfache der Aufschwungsperiode 2003 bis 2006, erhöht. Dieser Satz dürfte mit der Systemstabilisierung wieder deutlich zurückkommen, aber angesichts der erwarteten Rezession hoch bleiben.

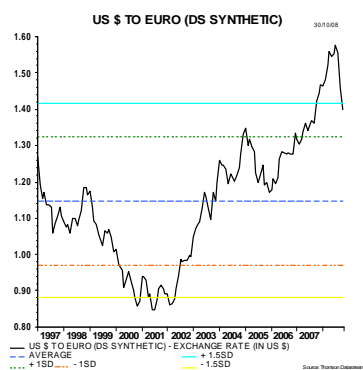


4.5 WÄHRUNGEN

Dollar im Aufwind

Der Dollar hat in den Wochen der Systemdestabilisierung wieder an Wert zugelegt. Offensichtlich dient er - ähnlich wie der Schweizerfranken - als Zufluchtsort. Es kommt jedoch dazu, dass sich die Situation in Europa relativ zu den USA verschlechtert hat. Das dürfte mit der kommenden Rezession noch einige Zeit so bleiben. Das spricht weiterhin für den Dollar.

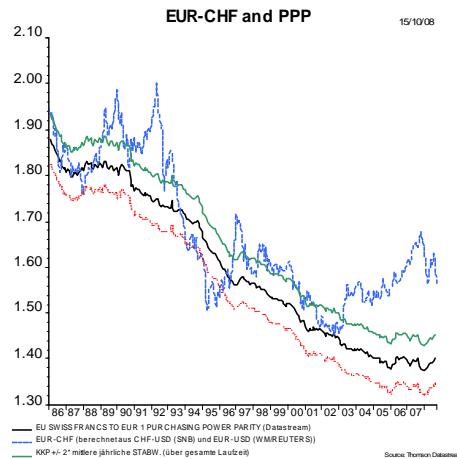
Auch der Sachverhalt, dass die EZB die Zinsen stärker senken wird müssen als die USA spricht für den Dollar.



CHF Save Haven

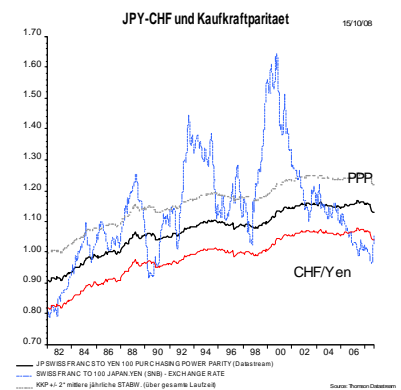
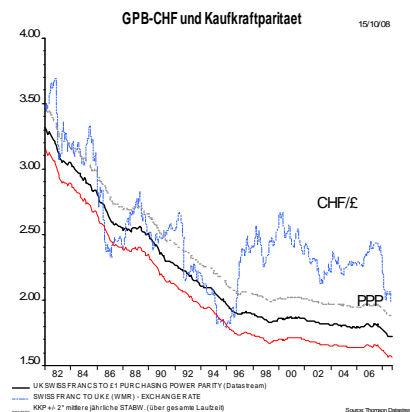
Der Schweizerfranken hat in den Krisenwochen von Ende September bis Anfang Oktober wieder an Wert zugelegt. Das dürfte sich mit der Systemstabilisierung wieder ändern, es sei denn, die UBS oder die CS würden in eine Lage geraten, die ein stärkeres Engagement der Behörden erfordern würde, was wir nach dem globalen Rettungspaket nicht mehr als wahrscheinlich betrachten. Die Carrytrades dürften damit wieder aufgenommen werden,

allerdings in weit geringerem Ausmass als vor der Finanzkrise, da das Deleveraging der meisten Finanzintermediäre noch längere Zeit anhalten dürfte. Das Abwertungspotenzial des Schweizerfrankens ist somit kleiner geworden.



Pfund weiter unter Druck

Mit der Abschwächung der europäischen und britischen Konjunktur wird das immer noch überbewertete Pfund weiter unter Druck geraten, dies vor allem, weil die Bank of England auf Grund der bedrohlicheren Immobilienkrise grösseren Handlungsbedarf hat als die EZB.



Yen: wenig Änderung

In der Relation des Schweizerfrankens zum Yen dürfte sich auch nach der Systemstabilisierung wenig ändern, da beide dieselbe Finanzierungsfunktion im Rahmen der Carrytrades einnehmen. Die Verringerung der Zinsdifferenz des Yen zum Rest der Welt dürfte eher für eine leichte Aufwertung des Yen sprechen.

4.6 AKTIEN

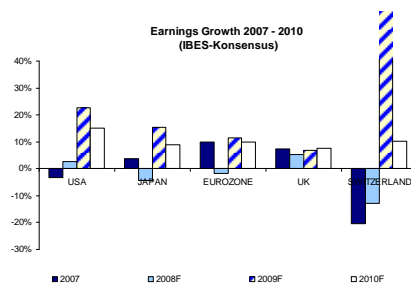
Aktien auf neuen Tiefstwerten

Die Befürchtung eines Systemzusammenbruchs im Oktober hat die globalen Aktienmärkte in einem Ausmass einbrechen lassen wie zur Zeit der Technologieblase, nämlich kumuliert rund 50%. Mit dem globalen Rettungspaket ist einiges davon wieder korrigiert worden. Die Aktienmärkte befinden sich jetzt auf einem Niveau, das in unserer Einschätzung dem weiteren Abstieg der Konjunktur und der schwierigen Phase der Restrukturierung des Bankensystems ausreichend Rechnung trägt. Unterstellt wird dabei jedoch, dass die aussergewöhnlichen Massnahmen der westlichen Regierungen, die über das zweite Oktoberwochende in Washington und Paris angekündigt worden sind, das System zu stabilisieren vermögen, so dass sich der Geld- und der Kreditmarkt aus der Systemstarre lösen können und damit ein eigentliches Krisenszenario in der Realwirtschaft vermieden werden kann. Allerdings dürften die Märkte äusserst volatil bleiben, da in den nächsten zwölf Monaten laufend negative Nachrichten eintreffen werden, die das Vertrauen in die Systemstabilität erneut in Frage stellen werden. Dazu gehört der Konkurs einer Reihe von kleineren und mittleren Banken, die vor allem im europäischen und amerikanischen Immobilienmarkt engagiert sind. Dazu gehören jedoch auch Meldungen über Konkurse von Hedge Funds und anderen hoch verschuldeten Intermediären, die sich üblicherweise am Geldmarkt refinanzieren. Auch Konkurse von realwirtschaftlichen Unternehmen und Entlassungen werden verstärkt auftreten.



Gewinnrevisionen zu erwarten

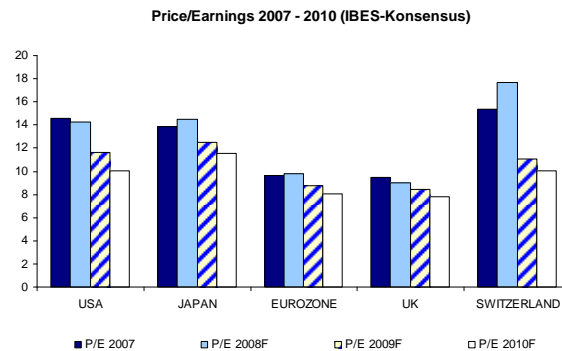
Die unten dargestellten IBES-Schätzungen der Gewinne (Stand 3. Okt. 2008) dürften in den kommenden Wochen deutlich nach unten korrigiert werden, wenn sich zeigt, dass sich die Konjunktur dem Rezessionsszenario annähert.



Wir gehen global von rund 20% tieferen Gewinnen in den Jahren 2009 und 2010 aus. Weiter nehmen wir an, dass dieser Sachverhalt in den Aktienkursen berücksichtigt ist, da bekannt ist, dass die Gewinnsschätzungen der Analysten nur mit Verzögerung an die makroökonomischen Veränderungen angepasst werden.

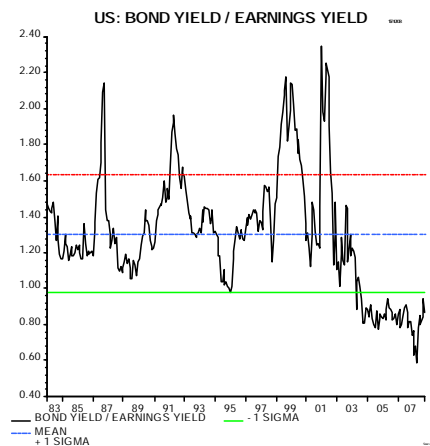
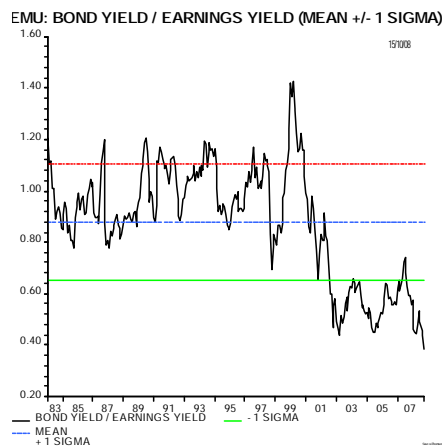
Price/Earnings mit wenig Veränderung

Da die Aktienkurse bereits deutlich gefallen sind, dürften die Gewinnrevisionen nicht zu einer wesentlichen Veränderung der Preis/Ertragsverhältnisse führen. Insgesamt gelten die Aktien auch unter dem Aspekt, dass eine Rezession vor der Türe steht, als im historischen Vergleich vernünftig bewertet.



Relation Bond/Aktien immer noch ausserhalb der Norm

In Europa hat sich mit der Korrektur am Aktienmarkt und den nur wenig veränderten Obligationenrenditen die Relation Bondyield/Earningsyield weiter gesenkt. Wir erwarten jedoch auf Grund der erwarteten tieferen Gewinne eine deutliche Korrektur nach oben. In den USA hingegen ist die Risikoprämie in den Bonds bereits deutlich angestiegen. Sie dürfte auf Grund der Gewinnrevisionen nach unten auch weiter ansteigen. Trotz dieser Korrekturen bleiben Aktien in Relation zu Obligationen im historischen Vergleich günstig bewertet.



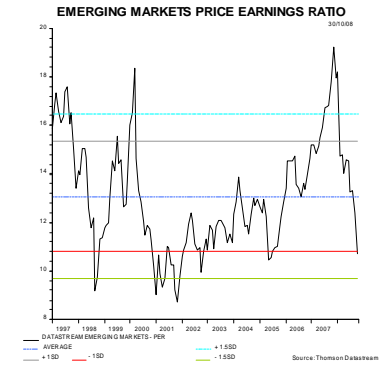
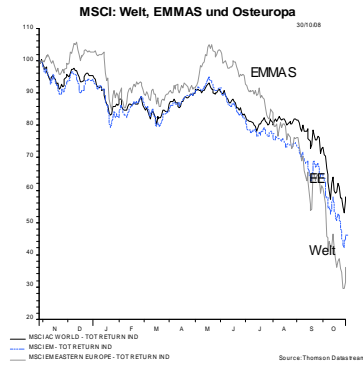
Rohstoffpreise im freien Fall

Das Auseinanderklaffen von Konjunktur und Rohstoffpreisen hat nicht lange Stand gehalten. Die Rohstoffpreise sind - wie erwartet - im 3. Quartal deutlich eingebrochen. Mit der Stabilisierung der Finanzmärkte dürfte auch der schockartige Auszug der Investoren aus

diesem Bereich ein Ende finden. Die Volatilität wird jedoch hoch bleiben.

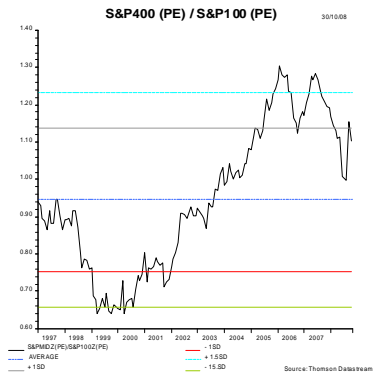
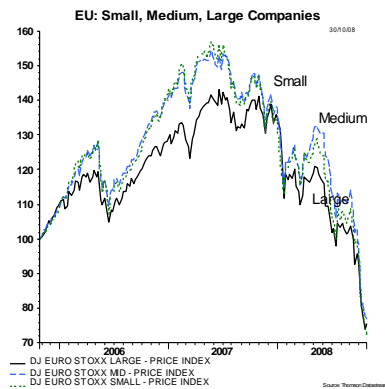
EMMAs deutlich korrigiert

Die EMMA-Staaten sowie die osteuropäischen Aktienmärkte haben im dritten Quartal weiter an Wert eingebüsst. Da die Gewinnerwartungen weniger gefallen sind, weisen diese Staaten jetzt eine leicht bessere Bewertung auf als im letzten Quartal. Allerdings werden sie vom Entschuldungsprozess der westlichen Banken stärker betroffen sein, da sich die Mutterhäuser stärker auf ihren Heimmarkt konzentrieren werden und Kredite eher ausserhalb ihres Kernbereiches abbauen werden.



KMUs im Tandem mit gross-kapitalisierten Werten

Im Oktobercrash sind die KMU-Titel etwas weniger gefallen als die gross-kapitalisierten Werte. Aber auch für sie gilt der Sachverhalt, dass sie im Rahmen des Deleveraging der Banken schlechtere Karten haben, da sie im Durchschnitt mehr Risiko und weniger Transparenz aufweisen.



Die Bewertungsunterschiede zwischen gross- und klein-kapitalisierten Werten sind wieder grösser geworden, wie das Beispiel der USA zeigt. Die Grafik der Preis/Gewinnverhältnisse der mittleren zu den grossen Gesellschaften - hier am Beispiel des S&P 400/S&P 100 dargestellt - zeigt, dass sich diese Relation wieder stärker von der historischen Norm entfernt hat. Wir halten diese Korrektur für transitorisch.

4.7 RISIKEN/CHANCEN

<i>Finanzkrise als Risikofaktor</i>	Das grösste Risiko für unser Baseline-Szenario besteht darin, dass das von den westlichen Regierungen konzipierte einmalige Rettungspaket die Finanzmärkte nur vorübergehend zu beruhigen vermag. Das Paket ist praktisch ohne Vorbereitung verabschiedet worden. Viele prozedurale Fragen sind noch offen. Auch der Teilnehmerkreis ist nicht definitiv festgelegt. Was geschieht beim Konkurs nicht systemrelevanter Finanzinstitute? Was geschieht beim Fallieren anderer grosser Teilmärkte, wie dem 50'000 Mrd. Dollar grossen CDS-Markt oder beim Konkurs einer grösseren Zahl von Hedge Funds, Special Investment Vehicles (SIVs) oder Private Equity Funds?
<i>Housing als Downside-Risiko...</i>	Nach wie vor fallen die Preise im amerikanischen Häusermarkt. Die Preiskorrektur hat sich im dritten Semester von 16% auf 18% erhöht. Sollte sich diese Korrektur auf über 25% ausdehnen, wäre mit ernsthaften Konsequenzen im realwirtschaftlichen Bereich zu rechnen. Der IMF hat in seinem neuesten Report die potenziellen Verluste auf Krediten in den USA drastisch von rund 1'000 Mrd. Dollar, geschätzt im letzten April, auf 1'400 Mrd. Dollar erhöht. Das ist das Basisszenario. Bei einem Anhalten der Finanzkrise könnten es auch mehr sein. Risiken bestehen auch für die europäische Konjunktur. Auch hier könnten die extremen Hauspreissteigerungen, wie sie die meisten europäischen Länder im vergangenen Jahrzehnt erfahren haben, deutlicher als bisher ins Trudeln geraten. Damit dürfte sich die bereits eingeleitete Negativspirale über den steigenden Leerwohnungsbestand, die weiter fallenden Preise, die fallenden Bauinvestitionen, die Entlassungen in der Bauindustrie, den fallenden Konsum und die neuerlichen Abschreibungen bei den Banken noch verstärken. Sollte zudem der Euro wieder ansteigen, müsste auch bei den Exporten mit deutlichen Einbussen gerechnet werden. Auch das grosse staatliche Engagement mit nahezu unbegrenzten Garantien könnte den Steuerzahler noch teuer zu stehen kommen, wenn es nicht gelingt, den konjunkturellen Abwärtstrend zu stoppen. Zunehmende Konkurse im Finanzbereich und der realen Wirtschaft würden die Staatsschulden in die Höhe treiben und zu einem Verdrängen der privaten Investitionen führen (Crowding-out Effekt).
<i>...dem auch Chancen gegenüberstehen</i>	Sollte das einmalige Rettungspaket hingegen in der Lage sein, das Vertrauen der Wirtschaftssubjekte wieder herzustellen, so dass die Geld- und Kreditmärkte wieder voll spielen könnten, wären die Auswirkungen des Finanzbebens weniger ausgeprägt. Die bisher in die Kapitalmarktpreise eingebaute Rezession der Realwirtschaft würde nicht stattfinden. Die Korrektur der Aktienmärkte nach oben könnte kräftig ausfallen. Wir halten jedoch dieses Szenario für nicht sehr wahrscheinlich, da zu viele negative Prozesse bereits am Laufen sind. Chancen bestehen auch, dass die eingebrochenen Rohstoffpreise länger auf tieferem Niveau verharren als noch vor kurzem angenommen. Damit würden die Inflationserwartungen, die sich an den Märkten gebildet haben, reduziert werden. Der Konjunkturzug könnte so schneller eine Wende nehmen, als bisher angenommen.
<i>Ausgewogenes Chancen-, Risikoverhältnis</i>	Insgesamt erachten wir die Spannweite der möglichen Szenarien nach wie vor für überdurchschnittlich gross. Nach den Wertkorrekturen der vergangenen Wochen schätzen wir jedoch das Chancen-Risikopotenzial als ausgeglichen ein.