

2,5%

Anhand von Monatsdaten geschätztes Wachstum des amerikanischen BIP im 3. Quartal gegenüber 1,7% im 2. Quartal  
Seite 4

5,1 Mrd.

Betrag in Euro des von der portugiesischen Regierung aufgelegten zusätzlichen Korrekturprogramms  
Seite 5

QE2

Abkürzung für *Quantitative Easing 2*: Zweite Welle einer stimulierenden US-Geldpolitik steht bevor  
Seite 6

2,9%

Performance der Hochzinsanleihen im September  
Seite 10

1300

Goldkurs in Dollar, den die Feinunze Anfang Oktober überstieg  
Seite 11

175 Mrd.

Dollarbetrag, um den sich die Steuern durch Auslaufen der von der Bush-Regierung eingeführten Steuervergünstigungen erhöhen  
Seite 12

8,9%

BIP-Anteil, den das US-Haushaltsdefizit im Haushaltsjahr 2010 erreichen dürfte  
Seite 13

**Die Zeit der Wirtschaftspolitik ist gekommen**  
**Oktober 2010**

# Perspektiven

### *Smart Ben*



Yves Bonzon,  
Leiter Bereich Kapitalanlagen

Die September-Rally bei riskanten Anlagen hat uns überrascht. Paradoxerweise ist unser makroökonomisches Grundszenario vollkommen korrekt. Das Wirtschaftswachstum der Industrieländer, insbesondere der USA, verlangsamte sich in den letzten Monaten deutlich. Unserem Szenario zufolge dürfte diese Verlangsamung zu einem neuen *Policy-Mix* und vor allem zu einer zweiten Runde der quantitativen Lockerung der amerikanischen Geldpolitik führen. Dass Ben Bernanke ein ausserordentlich gutes Verständnis der Mechanismen einer Bilanzrezession besitzt,

wussten wir bereits. In einer solchen Rezession ist die Variable für die Übertragung der Geldpolitik nicht mehr der Zinssatz, sondern der Preis von Anlagen wie Häuser und Aktien. Wir gingen jedoch davon aus, dass Bernanke eine neue Stressphase an den Märkten abwarten müsste, um sich den notwendigen politischen Konsens für ein neues Programm der Anlagenkäufe und deren Übernahme in die Bilanz der Fed zu sichern. Wir haben uns geirrt.

Die nicht eintretende Erholung der US-Beschäftigung und der daraus entstehende Stress der amerikanischen Politiker hat bereits zu den Bedingungen geführt, die es dem FOMC erlauben, neue Quantitative-Easing-Massnahmen schon mal anzukündigen. In einem gestörten Kreditsystem kann man es jedoch nicht mit beiden Seiten halten. Entweder kann man die Anlagepreise stimulieren und die Währung sinkt oder der Dollar steigt und der S&P 500 fällt. Um von dieser amerikanischen geldpolitischen Stimulierung zu profitieren, muss man dementsprechend Anlagen in Dollar oder an den Dollar gebundene Anlagen wie z.B. Rohstoffe kaufen und sie gegen Währungsrisiken absichern. Denn ansonsten ist der reale Gewinn, gemessen auf einer stabilen Wertskala, deutlich geringer oder sogar gleich null. In Gold oder Schweizer Franken verzeichnete der S&P nur knapp die Hälfte des Anstiegs in Dollar, seit die Fed die Möglichkeit einer 2. Runde quantitativer Lockerungsmassnahmen angekündigt hat. Die Wirkung einer durchschlagenden Kommunikation als ein Mittel aus dem Waffenarsenal der Geldpolitik wird hier auf spektakuläre Art dargelegt. Denn die 2. Runde quantitativer Lockerung wird von den Märkten eingepreist, noch bevor sie formell entschieden wurde oder begonnen hat. Ben Bernanke verdient höchste Anerkennung, seine Geldpolitik ist absolut bemerkenswert. Mit ihm an der Spitze der

Fed besteht für die USA kaum die Gefahr einer Deflation, selbst wenn die Märkte es noch ein paar Mal mit der Angst zu tun bekommen dürften, bevor die Bedrohung definitiv abgewendet werden kann.

Das kann man von der EZB nicht behaupten. Es stimmt, dass der Kontext ein anderer ist, da das Ziel der EZB – d.h. die Erfüllung der Erfordernisse der „Kernländer“, ohne die Peripherieländer in eine Depression zu stürzen – unerreichbar ist. Was den Euro betrifft, haben wir auch die Europäer unterschätzt, jedoch ganz anders als die Amerikaner – nämlich in ihrer Fähigkeit, die Euro-Zone in die Deflation zu treiben. Heute ist klar, dass die Euro-Zone die aussichtslose Situation von letztem Juni dank der unverhofften Hilfe aus Peking überwinden konnte. Die chinesische Festung mit ihren 2,6 Billionen Reserven kam der notleidenden Euro-Zone zu Hilfe. Alle Makro-Vermögensverwalter verloren bei ihren Leerverkäufen auf europäischen Anlagen, doch insbesondere die Konsequenzen dieser Unterstützung aus China sind heute eindeutig katastrophal. Vor einigen Monaten schrieben wir an dieser Stelle, dass „der Euro bei einem Kurs von 1,33 teuer bleibt, wofür es keinen Grund mehr gibt“. Bei Niederschrift dieser Zeilen liegt der Kurs nun bei 1,375. Der Euro ist somit der grosse Verlierer des vom brasilianischen Finanzministers vor kurzem so bezeichneten „Währungskriegs“. Die Chinesen unternehmen einige kleine Anstrengungen, um Washington zu beruhigen, und die Amerikaner treffen alle nötigen Vorkehrungen, um eine Deflation zu vermeiden. In Europa kann die Deflation noch abgewendet werden, doch wäre dafür leider eine neue schwere Krise notwendig – die nicht ausbleiben wird, wenn die Peripherieländer unter dem Druck der Sparmassnahmen in Kombination mit der zu starken Währung zusammenbrechen werden.

## Warten auf QE2

Die Angst vor einem Rückfall in die Rezession liess deutlich nach, als die Fed eine weitere quantitative Lockerung (QE2) in Aussicht stellte. In den USA hat sich das Wirtschaftswachstum aber dennoch spürbar abgeschwächt, und in Europa geht der Trend eindeutig in die gleiche Richtung.

Von Bernard Lambert und Jean-Pierre Durante

✚ *Das Bild einer in den USA weniger kräftigen Erholung als in der Euro-Zone bestand nur kurze Zeit. In Europa mehrten sich die Anzeichen einer markanten Abschwächung im 3. Quartal. Somit könnte sich die Belebung in den USA als nachhaltiger erweisen. Vor diesem Hintergrund könnten Befürchtungen bezüglich des Zahlungsausfalls eines EWU-Mitgliedstaates oder eines Auseinanderbrechens des Euro erneut die Märkte in Aufruhr versetzen.*

### Stabilisierung des US-Wachstums auf tiefem Niveau

Die im 2. Quartal spürbare Konjunkturabkühlung in den USA hielt zum Glück nicht an. Laut verfügbaren Monatsstatistiken betrug das Wirtschaftswachstum im 3. Quartal rund 2,5% gegenüber 1,7% im Vorquartal. Diese Erholung ist als „technisch“ zu betrachten: Die erstaunlich starke Importzunahme im 2. Quartal hat sich normalisiert, was sich im 3. Quartal entsprechend positiv auswirkte. Abgesehen von kurzfristigen statistischen Schwankungen scheint das im Winterhalbjahr 2009-2010 kräftige Wachstum (von nahezu 4,5%) im Sommer 2010 einer eindeutig schwächeren BIP-Zunahme (von rund 2%) Platz gemacht zu haben.

Für die kommenden Quartale gehen wir nach wie vor von einem eher mässigen Wachstum (von rund 2,25%) aus. Dieser Ausblick hängt aber stark von der Ausrichtung der Haushalts- und der Geldpolitik ab. Dabei werden die Entwicklungen an der haushaltspolitischen Front eine wesentliche Rolle spielen (siehe „Thema des Monats“). Aber auch die Geldpolitik wird die konjunkturelle Dynamik beeinflussen.

### Möglicherweise erneute quantitative Lockerung

An der geldpolitischen Sitzung im September bestätigte die Fed, dass sie nötigenfalls bereit sei, weitere Lockerungsmassnahmen zu ergreifen (im Englischen als „Quantitative Easing 2“ bzw. QE2 bezeichnet). Dabei gilt zu beachten, dass sie diese Möglichkeit nicht nur für den Fall eines anhaltend

schwachen Wachstums in Aussicht stellte, sondern auch mit der Bedingung verknüpfte, dass die Teuerung unter ihrer Zielvorgabe verharret. Die Wahrscheinlichkeit weiterer Lockerungsschritte hat sich somit spürbar erhöht.

An den Finanzmärkten wird praktisch nicht mehr bezweifelt, dass die Fed an ihrer nächsten Sitzung Anfang November ein Lockerungsprogramm bekannt geben wird. Diese Quasi-Sicherheit scheint uns etwas verfrüht. Bei der Fed herrscht keine Einstimmigkeit über diese Massnahmen. Ihre mögliche Einführung wird von der Konjunkturentwicklung abhängen. Zudem könnten die Währungsbehörden ihre Entscheidung auf später verschieben. Dies umso mehr, als im Kongress in den letzten Wochen des Jahres wichtige steuerpolitische Entscheidungen anstehen. Die Einführung eines QE2-Programms scheint uns durchaus möglich, doch könnte dies auch erst im Dezember oder gar im Januar angekündigt werden.

Welche Form könnte ein solches QE2-Paket annehmen? Die Fed scheint diese Lockerungsmassnahmen hauptsächlich über ein weiteres Anleihenkaufprogramm verwirklichen zu wollen. Doch im Gegensatz zum letzten Paket werden Käufe von *Mortgage Backed Securities* (verbriefte Hypothekenforderungen) wahrscheinlich ausgeschlossen sein. Als weiterer

„... scheint das im Winterhalbjahr 2009-2010 kräftige Wachstum (von nahezu 4,5%) im Sommer 2010 einer eindeutig schwächeren BIP-Zunahme (um rund 2%) Platz gemacht zu haben.“

Gegensatz zu früher wird sich die Fed voraussichtlich für eine Politik der „kleinen Schritte“ entscheiden, d.h. beispielsweise monatliche Käufe ankündigen, die je nach Konjunkturentwicklung angepasst werden können.

Solche Schritte werden sicher keine Wunder bewirken, aber ausreichend sein, um das Wachstum zu stützen. Niedrige Zinsen vermögen das Kreditgeschäft zwar nicht wieder in Schwung zu bringen, tragen aber zu einer Belebung bei oder verhindern zumindest eine weitere starke Kontraktion. Überdies darf die günstige indirekte Auswirkung eines schwächeren Dollars und freundlicher tendierender Kapitalanlagen nicht unterschätzt werden.

## Bestätigte Verlangsamung im 3. Quartal in der Euro-Zone

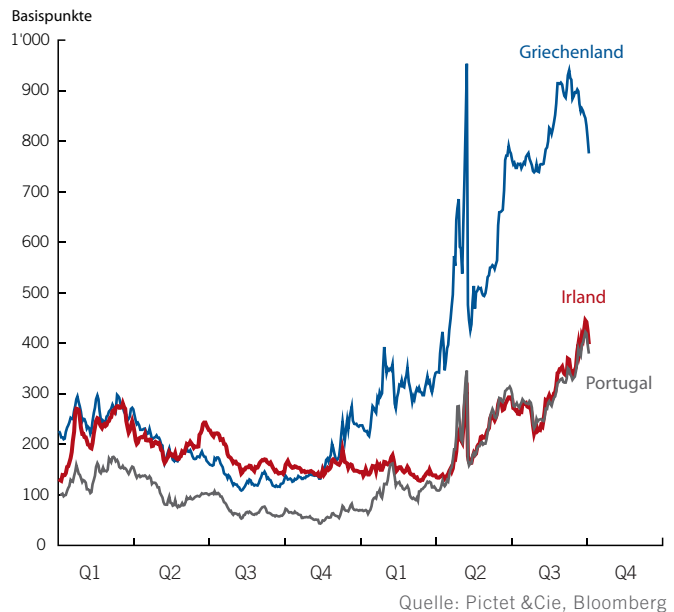
Nach der markanten BIP-Zunahme im 2. Quartal (3,9% gegenüber dem Vorquartal annualisiert in der Euro-Zone und 9,0% in Deutschland) bestätigten die Wirtschaftsnachrichten generell die befürchtete Konjunkturabkühlung. So verzeichnete etwa der Einkaufsmanagerindex (PMI) zwischen Juli und September einen deutlichen Einbruch. Die befragten Unternehmen zeigen sich besorgt über den künftigen Geschäftsgang und verzeichnen eine Abnahme des Bestelleingangs. Erschwerend kommt hinzu, dass die Verschlechterung in Deutschland am stärksten war. Wenn sich Deutschland, die Wachstumslokomotive in Europa, Sorgen um das künftige Wachstum macht, kommt das daher, dass sich ihre Auslandsnachfrage deutlich abschwächt. Selbst die in der laufenden Erholungsphase dynamischsten Schwellenmärkte, vor allem des asiatischen Kontinents, verbuchten zwischen Mai und Juli eine Abnahme ihrer Importe aus Deutschland. So wurde der Pfeiler, auf welchem die ganze europäische Konjunkturerholung beruhte, d.h. der klassische exportgetriebene Industriezyklus, geschwächt. Um es kurz zu sagen, deutet alles darauf hin, dass das annualisierte BIP-Quartalswachstum der Euro-Zone im 3. und 4. Quartal wahrscheinlich auf zirka 1,2 % sinken wird.

## Anhaltend starke Befürchtungen bezüglich des Ausfallrisikos der Peripherieländer

Während die guten Wirtschaftsnachrichten des 2. Quartals nicht ausreichten, um die Ängste bezüglich des Ausfallrisikos bestimmter Länder der Euro-Zone zu beruhigen, könnten diese in der zweiten Jahreshälfte durch die verzeichnete Verlangsamung sogar wieder geschürt werden. Zum Zeitpunkt, da Irland ankündigt, dass die nach oben korrigierten Kosten für die Rettung seiner Banken das Haushaltsdefizit auf rund 30% des BIP erhöhen könnten, da die portugiesische Regierung ein Zusatzprogramm in Höhe von 5,1 Mrd. lanciert und Griechenland immer noch in der Rezession steckt, scheint die Wahrscheinlichkeit, dass diese Länder von der Spirale „schwaches Wirtschaftswachstum-Deflation-Verschuldung“ erfasst werden, höher denn je. Dieser Cocktail könnte am Markt erneut Ängste

## Spannungen in der Euro-Zone erreichen Höchstwerte

Im Monatsverlauf erreichten die Zinsunterschiede zwischen 10-jährigen irländischen und portugiesischen Staatsanleihen und deutschen Bundesanleihen neue Rekordhöhen.



über das Fortbestehen des Euro und eine Wiederholung der Krise vom vergangenen Frühling erwecken.

Folglich hängt das wirtschaftliche Wohlergehen der Euro-Zone nicht mehr ausschliesslich von den Europäern, sondern von einer nachhaltigen Erholung der Weltwirtschaft ab.

## Fed gibt an den Märkten den Ton an

Für die Finanzmärkte ist die zukünftige US-Wirtschaftspolitik der fundamentale Ankerpunkt. Der geldpolitische Teil wird von der Fed nach und nach enthüllt. Sie tritt für neue Unterstützungsmaßnahmen ein. Diese drücken den Dollar, halten die Zinsen niedrig und treiben den Goldpreis auf Rekordhöhe. Nun fehlt noch der haushaltspolitische Teil, damit auch die Aktienkurse wieder zulegen können. *Von Christophe Donay*

### Finanzmärkte

Performance in % der Finanzindizes in Lokalwährungen. Daten bis zum 30. September 2010

	Index	Seit 31.12.2009	Vormonat
Aktien USA*	USD S&P 500	3.9%	8.9%
Aktien Europa	EUR STOXX 600	2.3%	3.3%
Aktien Schwellenländer*	USD MSCI Emerging Markets	11.0%	11.1%
US-Staatsanleihen*	USD JPM GBI US 1-10y	7.4%	0.3%
US-Investment-Grade-Anleihen*	USD ML Corp. 1-5y	6.8%	0.8%
US-High-Yield-Anleihen*	USD ML US High Yield Master II	11.8%	3.0%
Hedgefonds	USD Credit Suisse Tremont Index global**	2.5%	1.8%
Rohstoffe	USD Reuters Commodities Index	1.2%	8.6%
Gold	USD Gold Troy Ounce	18.7%	4.4%

\* Dividenden reinvestiert \*\* Ende August

Die Konturen des nächsten amerikanischen Policy-Mix (so wird die Kombination aus Geld- und Haushalts/Steuerpolitik genannt) treten immer deutlicher zu Tage. Während bei der Haushaltspolitik noch zahlreiche Ungewissheiten bestehen bleiben, zeichnen sich bei der Geldpolitik die grossen Tendenzen ab. Eine zweite Phase stimulierender Geldpolitik (oft mit QE2 abgekürzt) ist sicher. Ihre Folgen für Staatsanleihen, Dollar und Gold sind klar. Für Aktien bleiben sie dagegen ungewiss, solange sich kein neuerliches Wirtschaftswachstum ankündigt.

### Dollar gegenüber Euro unter Druck

Die Wechselkursschwankungen sind seit Jahresbeginn ausserordentlich stark und keineswegs willkommen. Sie stören die Wirtschaftswachstumsmechanismen der Schwellenländer und behindern das Exportgeschäft. Am stärksten davon betroffen sind Volkswirtschaften wie Brasilien. Brasiliens Finanzminister sprach sogar schon von einem internationalen Währungskrieg. Dies ist das erste Mal, dass eine offizielle Instanz sich derart explizit zum Einsatz der Wechselkurse als

wirtschaftspolitisches Instrument zur Stimulierung der eigenen Konjunktur durch gewisse Regierungen äussert.

Vor diesem Hintergrund belastete die Vorwegnahme einer stimulierenden US-Geldpolitik die USD-Wechselkurse gegenüber den wichtigen Währungen, insbesondere

dem Euro, der wieder über 1,37 Dollar kletterte. Ausgehend von den Fundamentaldaten der Wirtschaft gibt es keinen Grund, dass der Dollar in eine lang anhaltende Schwächephase gegenüber dem Euro eintritt. Die europäische Wirtschaft dürfte sich im zweiten Halbjahr verlangsamen und hinter das Wachstumstempo der USA zurückfallen. Diese Umkehr der relativen Dynamik dürfte den Euro schwächen. Auf kürzere Sicht belasten jedoch die Normalisierung der europäischen Geldpolitik und die Aussicht auf eine stimulierende Geldpolitik der Fed den Dollar.

### Kapitalmarktsätze für lange Zeit niedrig

Für Volkswirtschaften wie Europa und die Vereinigten Staaten, in denen die Mechanismen der Deflation vorherrschen, ist es logisch, dass die langfristigen

### Gewinnwachstum des Index Stoxx 600

Welches potenzielle Wachstum für die Märkte 2011 und 2012?

Gewinne	2010	2011G	2012G
Stoxx 600	44%	17%	13%
Stoxx 600 ohne Finanzwerte	35%	15%	12%
Zyklische Konsumgüter	20%	15%	13%
IT	50%	22%	12%
Basiskonsumgüter	93%	18%	15%
Finanzen	84%	26%	17%
Versorger	-2%	3%	8%
Energie	38%	16%	11%
Gesundheit	5%	8%	3%
Telekommunikation	3%	4%	5%
Grundstoffe	84%	30%	10%
Industrie	64%	16%	16%
Grandes capitalisations	39%	16%	12%
Mittlere Kapitalisierungen	56%	19%	16%
Kleine Kapitalisierungen	37%	16%	21%

Quelle: FactSet, Pictet & Cie



Renditen der Staatsanleihen niedrig sind. Die Wirtschaftsgeschichte der letzten Jahrzehnte hat dies klar belegt. Und die 10-jährigen Staatsanleiherenditen der Industrieländer dürften daher auf sehr niedrigem Niveau bleiben. Die nächsten geldpolitischen Massnahmen der Fed dürften in Form von Staatsanleihenkäufen erfolgen, und die Beibehaltung der realen Zinsen auf diesen Niveaus ist ein Ziel der Geldpolitik. Ein weiteres Ziel ist die Verankerung der Teuerungserwartungen in einem nicht-deflationären Bereich. Die Vereinigung dieser beiden Ziele erlaubt es, die Finanzierungskosten für die Wirtschaft auf möglichst niedrigen Zinsniveaus zu halten.

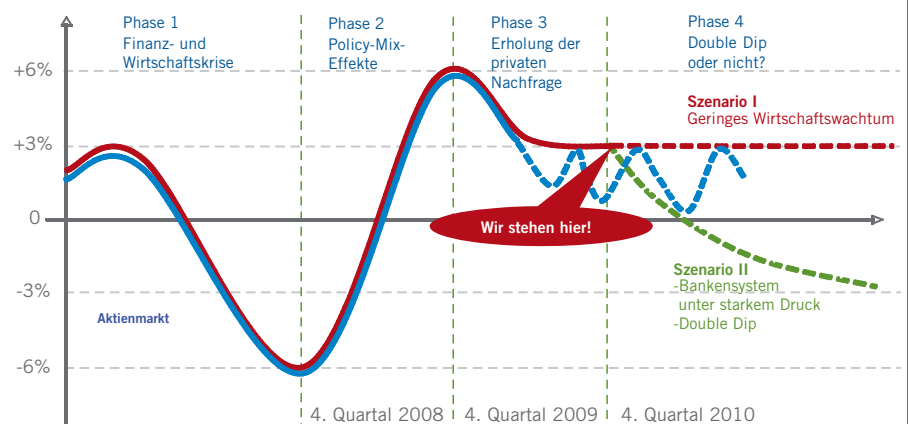
Daher dürfte der Wert der von Staatsanleihen bezahlten Coupons gering bleiben, was zur schwachen Rentabilität dieser Anlagekategorie beiträgt.

### Aktien benötigen Haushaltspolitik

Eine stimulierende Geldpolitik ist nötig, reicht aber nicht aus, um allein das Wirtschaftswachstum der Industrieländer zu beleben. Es muss ihr rasch eine stimulierende Haushaltspolitik beigegeben werden. Allerdings ist hier nichts sicher. In Europa haben sich die meisten Staaten für das deutsche Vorgehen entschieden, d.h. Ausgabeneinsparungen für eine bessere Kontrolle der Haushaltsdefizite. Somit ist zur Zeit also keine Rede von Wirtschaftsankurbelung.

In den Vereinigten Staaten herrscht ebenfalls Unsicherheit (siehe Thema des Monats für weitere Ausführungen). Die US- und europäischen Aktienmärkte warten daher ab. Derzeit entwickeln sie sich an der Obergrenze des breiten

### Mögliche Wirtschafts- und Marktentwicklungen



Quelle: Pictet & Cie

horizontalen Kanals, in dem sie sich seit knapp neun Monaten befinden. Ein Ausbruch nach oben aus dem Kanal hängt weitgehend vom *Policy-Mix* ab.

Zum Zeitpunkt der Niederschrift dieser Zeilen sind drei grosse Szenarien möglich. Das günstigste Szenario wäre eine klare und entschlossene Haushaltspolitik der Obama-Administration analog zur Geldpolitik der Fed. In diesem Fall wären alle Voraussetzungen für einen nachhaltigen Anstieg der Aktienmärkte vereint. Dagegen wäre das schlimmste Szenario ein schwerer Fehler der Wirtschaftspolitik zu einer Zeit, in der der Zyklus sich in einer entscheidenden Phase bewegt. Vor diesem Hintergrund erachten wir es im Rahmen eines guten Risikomanagements als angezeigt, die Aktienallokation von untergewichtet auf neutral zu erhöhen.

Das mittlere Szenario würde aus einer erfolgreichen Geldpolitik und einer nicht ausreichend expansiven Haushaltspolitik bestehen, um die Märkte zu überzeugen, dass am Ende des *Policy-Mix* die Wirtschafts-

erholung steht. In diesem Fall dürften die Märkte sich weiterhin in ihrem breiten horizontalen Kanal entwickeln.

### Gold – eine Win-Win-Anlage ... in Dollar

Die Teuerung kommt zurück, der Goldkurs steigt. Die Deflation herrscht vor, und die Zentralbanken üben sich in quantitativer Lockerung, der Goldkurs steigt. Der aktuelle Kontext ist somit besonders günstig für Gold, das eine auf jedem Terrain einsetzbare Anlage zu sein scheint. Allerdings glänzt Gold mit seiner jüngsten Performance in Euro oder Franken wesentlich weniger, denn in Franken verzeichnet sie zum Beispiel einen Rückgang von 10% seit Anfang Juni. Der grundlegende Goldpreistrend bleibt jedoch intakt. Mit einem Anstieg von mehr als 100% seit 2003 in jeder Währung bleibt Gold eine Anlage, die wir in unseren Allokationen weiter begünstigen.

### Weltweit unterschiedliche Wirtschaftszyklen

Die Schwellenländer verzeichnen ein spektakuläres Wachstum, während die Industrieländer auf Unterstützung durch die Wirtschaftspolitik angewiesen sind.

#### 50 Milliarden Euro

Betrag, der möglicherweise zur Rettung **der irischen Bankinstitute** benötigt wird, und 1/3 des BIP des Landes entspricht.

#### 7'262 Mrd. Dollar

Betrag der **Schulden der amerikanischen Unternehmen aus dem Nichtfinanzbereich Mitte 2010 - ein absoluter historischer Rekordbetrag.**

Nach einem kurzen und leichten Rückgang im zweiten Halbjahr 2009 begannen die Unternehmen im letzten Halbjahr erneut, sich zu verschulden (insbesondere durch die Emission von Anleihen).

#### +1,2%

**Quartalsmässiges BIP-Wachstum diesen Frühling in Brasilien, also sehr viel weniger als im ersten Quartal.** Eine willkommene Pause für die Geldbehörden, aber nicht für die Kandidaten der Präsidentschaftswahlen.

#### +0,1%

**Erholung von Dubais Wirtschaft nach dem Schock von 2009, bei dem das BIP um 3% gesunken war.** Das Wachstum dürfte dieses Jahr gerade noch positiv ausfallen und 2011 2,5% erreichen.



## Aa1

Nach anderen europäischen Ländern **stufte Moody das Rating von Spanien** aufgrund von schlechten Konjunkturaussichten des Landes für die nächsten Jahre **auf Aa1 zurück**.

## +9,23%

Im Juli **überraschten die chinesischen Einzelhandelsumsätze die Märkte positiv mit einem Anstieg von 9,23% gegenüber dem Vorjahr**. Sie wurden durch die starken Autoverkaufszahlen gestützt.

## 23 Mrd. Dollar

Für diese Summe **kaufte die japanische Zentralbank auf Initiative des japanischen Finanzministeriums** am 15. September **Dollar gegen Yen**, nachdem die wirtschaftliche Erholung durch den Anstieg des Yen gefährdet worden war. Diese massive Intervention ermöglichte eine Schwächung der japanischen Währung.

## 5. Platz

2010 **übertraf das Volumen der Devisentransaktionen mit dem australischen Dollar jene mit dem Schweizer Franken**, was die australische Währung auf den 5. Platz der meistgehandelten Währungen nach US-Dollar, Euro, Yen und Pfund bringt.

## 346 Bio. Won

**Gesamte Steuereinnahmen 2011**, die die südkoreanischen Regierung dank der Wirtschaftserholung des Landes erwartet, und **die zirka 300 Mrd. Dollar entsprechen**. **Dieser Anstieg von 5,2% dürfte zu einer Senkung des Haushaltsdefizits von 2,7% auf 2% des BIP führen**.

## 13,7 Mrd. Dollar

Das starke indische Wirtschaftswachstum wird von einer **Importzunahme begleitet, wodurch sich die indische Leistungsbilanz verschlechtert**. **Das Defizit stieg somit im zweiten Quartal 2010 über 13 Mrd. Dollar**.

## Geldpolitik bestimmt das Marktgeschehen

Die Finanzmärkte sind überzeugt, dass die Fed erneut eine sehr stimulierende Geldpolitik betreiben wird. Für die einzelnen Anlagekategorien hat dies unterschiedliche Folgen: Die Renditen der Staatsanleihen bleiben niedrig, und der Dollar schwächt sich gegenüber allen wichtigen Währungen ab. Für die Aktien ist dies zwar positiv, doch benötigen sie zusätzlich noch klare haushaltspolitische Entscheidungen im Rahmen der Wirtschaftspolitik.

### Aktien

#### Die Wirtschaftspolitik, ein ausschlaggebender Faktor

*Die Aktienmärkte befinden sich weiterhin in dem horizontalen Kanal, in dem sie sich seit mehr als neun Monaten entwickeln. Eine überzeugende amerikanische Wirtschaftspolitik wäre ein Auslöser für einen Ausbruch aus diesem Kanal nach oben.*

Die wirtschaftspolitischen Entscheidungen bleiben der wichtigste Bestimmungsfaktor für die Aktienmärkte der Industrieländer (USA und Europa). Die Überzeugung, dass die Fed bis Jahresende eine neue, äusserst stimulierende Geldpolitik umsetzen wird, zeichnete sich im September zuerst langsam ab und wurde schliesslich praktisch zur Gewissheit. Die Aktienmärkte reagierten positiv auf diese Aussicht, und die wichtigsten amerikanischen und europäischen Indizes stiegen im Verlauf des Monats um zirka 9%.

Dennoch verharren diese Indizes innerhalb des horizontalen Kanals, in dem sie sich seit Jahresbeginn befinden.

Um diesen Kanal zu verlassen, wird ein Schock benötigt. Die Festlegung einer amerikanischen Wirtschaftspolitik, die das Wirtschaftswachstum 2011 ankurbeln könnte, wäre ein wichtiges Signal für die Märkte. So gesehen stellen die geldpolitischen Massnahmen zwar eine wichtige Etappe dar, reichen jedoch alleine nicht aus. Die Haushalts- und Fiskalmassnahmen müssen noch festgelegt werden. Die Entscheidungen der Regierung Obama hängen von den Wahlen am 2. November ab. In dieser Hinsicht kann der amerikanische Pragmatismus positive Überraschungen bereithalten. Daher haben wir die Aktien-Allokation in unseren Portfolios von untergewichtet auf neutral erhöht.

### Staatsanleihen

#### Auf und Nieder im Monatsverlauf

*Die Renditen der US-Staatsanleihen entspannen sich zum Monatsende, obwohl die Furcht vor einem Double-Dip in den USA abnimmt.*

Im Verlauf des Septembers erfuhren die amerikanischen 10-Jahresrenditen ein echtes Auf und Nieder. In der ersten Monatshälfte stiegen sie von 2,45% auf 2,85% und Ende September fielen sie wieder bis auf 2,45%.

Die abnehmende Angst vor einem Rückfall der US-Wirtschaft in die Rezession hätte eher für anziehende Zinsen sorgen müssen. In Wirklichkeit ermöglichte die durch eine weitere quantitative Lockerung (QE2) erweckte Hoffnung diesen erneuten Rückgang.

In Europa verlief die Entwicklung ähnlich, wobei die 10-jährigen Bundrenditen von 2,1% auf 2,5% kletterten, um dann wieder auf 2,2% zurückzufallen. Aber sie orientierten sich stärker an den Konjunkturnachrichten. Nach dem kräftigen Wachstum des deutschen BIP im 2. Quartal (2,2%) ging der nationalen Industrie der Atem aus.

Die stark verschuldeten kleinen Volkswirtschaften der Euro-Zone nährten weiter die Ängste der Anleger in Bezug auf ihre Schuldendienstfähigkeit. Die Zinsunterschiede bei 10-Jahresrenditen von Irland und Portugal erreichten sogar Rekordhöhen. Die laufende Wirtschaftsverlangsamung könnte die Ausfallängste bei diesen Volkswirtschaften verschärfen und die deutschen Zinsen aufgrund ihrer Rolle als Fluchtwerte unter Druck halten. Das Gewinnpotenzial von Staatsanleihen scheint daher begrenzt und rechtfertigt eine Untergewichtung dieser Anlageklasse.

### Unternehmensanleihen

#### Erneuter Risikoappetit begünstigt Hochzinsanleihen

*Die Abnahme der Furcht vor einer Double-Dip-Rezession in den USA ist ungünstig für Anleihen.*

Im Laufe des Monats September schnitten Unternehmensanleihen in Dollar (0,8%) etwas besser ab als Staatsanleihen (0,3%), aber eindeutig schlechter als der Aktienmarkt (9%), der übrigens seine beste Monatsperformance seit 1939 verzeichnete! Dies ist mit einem Schwinden der Furcht vor einer *Double-Dip*-Rezession zu erklären, bedingt durch bessere Nachrichten aus China und Aussichten auf eine zweite Staffel quantitativer Lockerung (QE2) durch die Fed. Dieses Klima begünstigte natürlich das Hochzinsanleihensegment, das mit einer Performance von 2,9% aufwarten konnte, sowie die am stärksten von der Krise betroffenen Sektoren: Banken, Versicherungen und Finanzsektoren ganz allgemein.

Seit Jahresanfang bieten Unternehmensanleihen weiter eine gute Performance (11,3%) und übertreffen damit Staatsanleihen (8,8%) und Aktien (3,9%).

Das Halten von Unternehmensanleihen in den Portfolios ist weiter durch das äusserst hohe Niveau der Ungewissheit der weiteren Entwicklung gerechtfertigt. Diese Anlagekategorie bietet zugleich Schutz, falls die Risiken einer Verlangsamung zunehmen, und eine Beteiligung an den Unternehmensgewinnen, falls sich die Erholung beschleunigt. So ermöglicht sie es dem Anleger, sich gegen neue Änderungen der erwarteten Szenarien zu schützen.

## Hedgefonds

### Diversifikation weg von unsicheren Trends

*Trading-Strategien zeigten sich erneut widerstandsfähig gegenüber Marktunsicherheiten.*

Die Trading-Strategien trugen im August deutlich zur Performance und zur Stabilisierung der Ergebnisse bei. Global-Macro- und CTA-Manager wurden insbesondere für ihre Allokationen bei festverzinslichen Anlagen, Devisenmärkten und Short-Positionen bei Energiewerten belohnt. Sie konnten das Baisse-Risiko minimieren und gleichzeitig die Verluste des Long-Exposure bei Aktien und Rohstoffen ausgleichen. Netto-Long-Aktien-Manager, deren Überzeugungen im Juli zu ansehnlichen Gewinnen geführt hatten, verzeichneten enttäuschende Ergebnisse, da sich der generelle Trend abschwächte und ein vor allem für Einzeltitelwahl vorteilhaftes Umfeld entstand.

Eine vorläufige Bewertung der wirtschaftlichen Auswirkungen auf die Hedgefonds-Performancewerte im September geht von einer Rückkehr zu einem günstigen Umfeld für direktionale Strategien aus. Im August waren aufgrund der fortbestehenden makroökonomischen Ungewissheiten klare Trends kaum zu erkennen.

Der Gesamtkonsens der Hedgefondsmanager für die Zukunft betont drei Schlüsselthemen. Erstens ist ein *Double-Dip*-Szenario weniger wahrscheinlich, es wird jedoch für die USA und Europa mit einem unter dem Potenzial liegenden Wachstum gerechnet. Zweitens haben die niedrigen Zinsen in den Industrieländern und die Marktunsicherheiten die Schwellenländer mit ihren endogen getriebenen Wachstumsprofilen und hohen Erträgen zu einem attraktiven Markt gemacht. Und drittens dürfte im Jahr 2011 der Short-Handel in USD eine zentrale Rolle spielen.

## Edelmetalle

### Goldpreis über 1300 Dollar pro Unze

*Die Ängste vor einer Hyperinflation durch eine mögliche Monetarisierung der Schulden machen Deflationsbefürchtungen Platz.*

Die Möglichkeit eines zweiten Programms zur quantitativen Lockerung in den USA hat den Goldpreis beflügelt. Er überschritt 1300 Dollar pro Unze, und der Dollar fiel gegenüber dem Euro auf 1,36.

Während der in Dollar notierte Goldpreis stagnierte, kam es während der europäischen Staatsschuldenkrise seit Jahresanfang zu einem Anstieg um 25% in Euro. Dieses Mal war jedoch das Gegenteil der Fall: Der Goldpreis in Euro fiel leicht, während der Goldpreis in Dollar explodierte.

Diese Wende bestätigt, dass sich die steigende Risikoaversion dieses Mal insbesondere auf die USA konzentriert, da die Aussichten für Europa mittelfristig etwas besser zu sein scheinen.

Die Goldperformance hängt somit vorübergehend wieder von der Währung ab, in der sein Kurs ausgedrückt wird. Doch vor dem Hintergrund der zunehmend spürbaren Deflationsängste, der Vorwegnahme zusätzlicher Massnahmen der geldpolitischen Lockerung durch den Markt – sowohl in den USA als auch in Europa – sind die Perspektiven für Gold weiterhin gut, solange die Risikobereitschaft gering bleibt.

## Devisen

### Märkte unter Druck

*Der Wertverlust des US-Dollars hat den September am meisten geprägt. Er ist die direkte Konsequenz der voraussichtlichen geldpolitischen Lockerung in den USA.*

Der Devisenmarkt reagierte auf beiden Seiten des Atlantiks weiterhin heftig auf die Wirtschaftspolitik (*Policy-Mix*). In den USA belasteten die sehr wahrscheinliche geldpolitische Lockerung der Fed und negative Konjunkturdaten den Dollar. In Europa dahingegen scheint die Schuldenkrise angesichts des Euro-Anstiegs nur noch eine entfernte Erinnerung zu sein. Der Euro stieg im vergangenen Monat gegenüber dem Dollar von 1,28 auf 1,37.

Die Rohstoffwährungen legten weiter an Wert zu. Insbesondere der australische Dollar setzte seinen spektakulären Anstieg fort. Er gewann gegenüber dem US-Dollar in vier Monaten fast 20% und erreichte damit ein Niveau ganz in der Nähe seines Höchststandes vor der Krise. Unseren Modellen zufolge sind diese Währungen überbewertet.

Der Schweizer Franken blieb stark. Der Dollar wurde am Ende des Berichtsmonats dementsprechend für weniger als 1 Franken gehandelt.

Wir gehen davon aus, dass der Schweizer Franken und die Rohstoffwährungen auch in den kommenden Monaten weiter gut abschneiden werden. Der Euro und der Dollar dürften von Wirtschaftsmeldungen und makroökonomischen Statistiken hin und her gerissen werden.



## Die Haushaltspolitik, ein Schlüsselfaktor für das Wachstum

Falls der amerikanische Kongress nicht bald gesetzgeberische Massnahmen beschliesst, wird sich die US-Wirtschaft nächstes Jahr mit drastischen haushaltspolitischen Kürzungen (in Höhe von 2,75% bis 3% des BIP) konfrontiert sehen. Ein solches - extrem wachstumsschädliches - Szenario dürfte teilweise verhindert werden, massgebliche Haushaltsstraffungen jedoch trotzdem stattfinden. Dementsprechend bleiben wir in Bezug auf die Wachstumsperspektiven der US-Wirtschaft weiterhin sehr vorsichtig.

*Die Erholung der amerikanischen Wirtschaft scheint sich dem Ende zuzuneigen. Es ist zudem zu befürchten, dass eventuelle neue geldpolitische Massnahmen zur quantitativen Lockerung keinen grossen Einfluss auf das Wachstum haben werden. Daher ist die Haushaltspolitik von äusserster Wichtigkeit. Die Ausrichtung dieser Politik im kommenden Jahr wird ausschlaggebend für das Ausmass des US-Wirtschaftswachstums sein.*

### Folgen der ausbleibenden Entscheidung

Die aktuelle Situation ist komplex und die haushaltspolitische Unterstützung am Ende der Konjunkturerholung alles andere als sicher. Wenn in den kommenden Wochen keine Entscheidung vom Kongress gefällt wird, würde das dieses Mal für die Ausrichtung der Haushaltspolitik bedeuten, dass sie alles andere als neutral wäre: Ein Laissez-faire würde automatisch zu einer massiven haushaltspolitischen Straffung führen.

Zudem ist die Zustimmung in Öffentlichkeit und Parlament zu haushaltspolitischen Konjunkturstützen aufgrund des explosionsartigen Anstiegs des Staatsdefizits (10% des BIP im Jahr 2009) und der Staatsschuldenkrise in Europa in den letzten Monaten stark geschwunden. Und zwar so stark, dass die Obama-Regierung bei Vorschlägen zu neuen Konjunkturmassnahmen das Wort „Stimulierung“ vermeidet.



Bernard Lambert  
Ökonom

### Wirtschaft benötigt weiterhin Unterstützung durch Haushaltspolitik

Angesichts der jüngsten Konjunkturabschwächung und des Risikos einer Verschärfung der Lage sind neue Konjunkturmassnahmen unseres Erachtens jedoch notwendig. Sie müssten zudem so schnell wie möglich ergriffen werden und auf den sich immer noch in sehr schlechter Verfassung befindenden Wohnimmobiliensektor sowie auf die Schaffung von neuen Stellen abzielen. Stärkere Anreize zur Einstellung von Mitarbeitern durch Unternehmen - denen es insgesamt wirtschaftlich gut geht - könnten bei dieser Stellenschaffung helfen. Vor diesem Hintergrund überrascht Präsident Obamas jüngster Vorschlag, die Investitionen der Unternehmen zu stützen (siehe unten), da die Ausrüstungsinvestitionen die einzige Komponente der Inlandsnachfrage ist, die sich bereits kräftig erholt hat.

Schauen wir uns die wichtigsten haushaltspolitischen Herausforderungen für die nächste Zeit an:

#### 1. Ende der Steuervergünstigungen der Ära Bush

Die 2001 und 2003 von der Regierung Bush eingeführten Steuererleichterungen - bei den Arbeitseinkommen, aber auch bei der Besteuerung von Dividenden, Kapitalgewinnen und Erbschaften - laufen Ende dieses Jahres aus. Ohne legislative Entscheidungen wird die Einstellung dieser Massnahmen Steuererhöhungen in Höhe von 175 Mrd. Dollar im Kalenderjahr 2011 (1,2% des BIP) entsprechen.

Es scheint insofern einen politischen Konsens zu geben, als die Republikaner diese Steuervergünstigungen gerne verlängern würden, und die Demokraten die Besteuerung lediglich für Spitzenverdiener erhöhen wollen, was dazu führen würde, dass die Steuern nur um zirka 50 Mrd. erhöht würden. Leider könnten jedoch selbst diese geringen Meinungsverschiedenheiten zu einer politischen Pattsituation bis Anfang nächsten Jahres und damit zu massiven



Der amerikanische Senat

Steuererhöhungen zumindest für einige Monate im Jahr 2011 führen.

#### 2. Schrittweise Beendigung des Konjunkturprogramms von 2009

Das 2009 verabschiedete Konjunkturpaket in Höhe von 800 Mrd. Dollar wird 2011 noch einen Teil seiner Wirkung entfalten. Doch bestimmte auslaufende Massnahmen und Ausgabenreduzierungen bringen eine haushaltspolitische Straffung mit sich, die zur Verlangsamung des BIP-Wachstums beitragen wird (zirka 1 Prozentpunkt zwischen den letzten



Quartalen der Jahre 2010 und 2011).

Dabei wurden mehrere Massnahmen des Konjunkturpakets von Obama verlängert, einige sogar mehrmals. Insbesondere die Ausweitung der Ansprüche im Rahmen der Arbeitslosenversicherung, die nach mehreren Verlängerungen – und einer vorübergehenden Pause im Juli – Ende November 2010 erneut ausläuft. Anfang August wurde bereits eine Ausweitung der Unterstützung der US-Bundesstaaten (*Medicaid* und Bildung) in Höhe von beträchtlichen 36 Mrd. Dollar bzw.

0,25% des BIP beschlossen. Diese Entscheidung war vor dem Hintergrund deren schwieriger finanzieller Lage sehr wichtig.

Die Fortsetzung eines bedeutenden Teils des Konjunkturprogramms von 2009, dem *Making Work Pay credit* (Steuersenkungen für Angestellte) ist dahingegen sehr unsicher. Dieses umfangreiche Programm (60 Mrd. im Kalenderjahr 2011, d.h. 0,4% des BIP) läuft Ende des Jahres aus. Der im Februar vorgelegte – aber noch nicht vom Kongress abgesegnete – Haushaltsentwurf

der Obama-Regierung für 2011 sieht eine Verlängerung des Programms um ein Jahr vor, doch bis jetzt wurde diesbezüglich noch nichts entschieden.

### 3. Neue Konjunkturprogramme

Abgesehen von der Verlängerung bestimmter Teile des Konjunkturpakets 2009 wurden neue Ankurbelungsmassnahmen beschlossen oder sind in Planung. Bestimmte dieser zusätzlichen Programme haben ihre Wirkung gezeigt und sind abgeschlossen (die US-Abwrackprämie *Cash for clunkers*, und vor allem *Homebuyer tax credit*, d.h. Anreize zum Häuserkauf). Anderen Projekten hat der Kongress bereits zugestimmt (insbesondere dem Hilfspaket für KMUs).

Zudem existieren weitere Vorschläge für Stimulierungsprogramme. So vor allem die von Präsident Obama unterbreiteten Massnahmen. Dabei handelt es sich um drei Arten von Massnahmen: neue Infrastrukturausgaben (für 50 Mrd. Dollar), eine 100%ige Steuerbefreiung für Neuinvestitionen von Unternehmen sowie die Verlängerung und Ausweitung von Steuervergünstigungen bei Ausgaben für Forschung und Entwicklung.

Auch wenn die Schätzungen der Regierung in Bezug auf die wirtschaftlichen Auswirkungen dieses aus 3 Ansätzen bestehenden Programms übertrieben scheinen, handelt es sich doch um sehr umfangreiche Vorschläge. Für das Kalenderjahr 2011 dürfte es sich voraussichtlich um 150 Mrd. Dollar (1% des BIP) handeln. Dieser Massnahmenkatalog hat jedoch in der jetzigen Fassung und dieses Jahr nur geringe Chancen, vom Kongress angenommen zu werden.

### Das Hindernis Kongresswahlen

Die Ausrichtung der Haushaltspolitik für das Jahr 2011 ist daher nur sehr schwer vorherzusagen. Die politische Agenda macht die Sache noch komplizierter, denn in den USA finden am 2. November 2010 die Halbzeitwahlen statt. Sie könnten mit einem Verlust der demokratischen Mehrheit im Repräsentantenhaus und vielleicht sogar



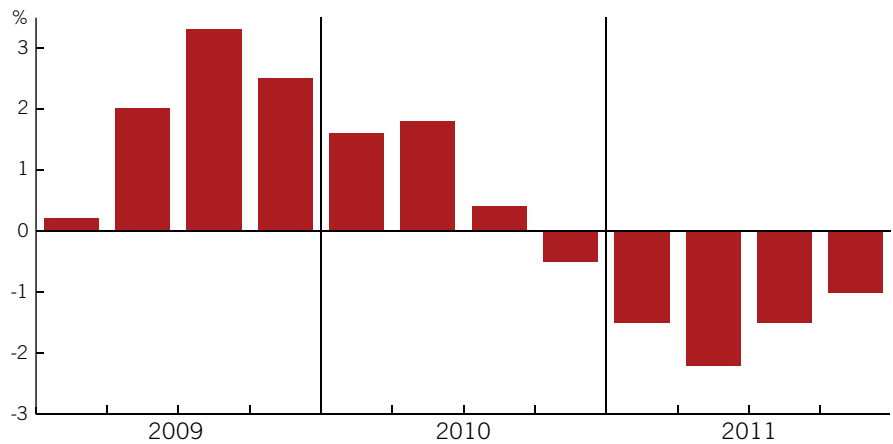
im Senat enden. Das Datum rückt näher und der Wahlkampf ist in vollem Gang. Auch wenn die Sitzungsperiode des Kongresses noch nicht beendet ist (sie endet spätestens am 8. Oktober), ist es daher sehr unwahrscheinlich, dass wichtige Entscheidungen noch vor den Wahlen getroffen werden, da keine Partei der anderen einen Vorteil verschaffen möchte. Es könnte dann sogar sehr wahrscheinlich im Zeitraum nach den Wahlen, aber vor dem Antritt des neuen Kongresses Anfang 2011 zu einer so genannten „Lame-Duck-Situation“ kommen, in der der Kongress keine wichtigen Entscheidungen mehr fällt. Dies ist nie der ideale Zeitpunkt, um über Gesetze abzustimmen. Auch wenn es notwendig erscheint, bestimmte Haushaltsentscheidungen vor Jahresende zu treffen, kann man derzeit nicht sicher sein, ob es auch dazu kommt. Die meisten Entscheidungen dürften erst in den letzten Wochen des Jahres getroffen werden.

**Zahlreiche Haushaltsszenarien sind weiterhin möglich**

In Bezug auf die globale Ausrichtung der Haushaltspolitik sind noch die verschiedensten Szenarien (von massiven Steuererhöhungen Anfang 2011 bis zu neuen umfangreichen Konjunkturprogrammen) vorstellbar. Unseres Erachtens ist folgendes Szenario am wahrscheinlichsten: Die Steuererhöhungen der Bush-Ära werden für alle Einkommensklassen verlängert und einige, jedoch nicht zu umfangreiche neue Massnahmen oder Verlängerungen von Programmen beschlossen. Wenn dieses Szenario eintritt, dürften sich – unter bestimmten Annahmen über die

**US-Haushaltspolitik: Einfluss auf das annualisierte BIP-Wachstum gegenüber dem Vorquartal**

2011 dürften deutliche Steuererhöhungen in den USA stattfinden.



Quelle: Schätzungen Pictet & Cie

Haushaltspolitik der Bundesstaaten – die Steuererhöhungen nächstes Jahr keinesfalls als katastrophal, aber dennoch als bedeutend erweisen (etwa 1,5% des BIP). Sie werden jedoch leider zu einem heiklen Zeitpunkt des Konjunkturzyklus erfolgen.

**Mässiges Wachstum im Jahr 2011**

Diese im Jahr 2011 erfolgende Steuererhöhung ist der Hauptgrund für unsere anhaltende Vorsicht in Bezug auf die Wachstumsaussichten für die amerikanische Wirtschaft in den kommenden Quartalen.

Wir rechnen dementsprechend mit einem amerikanischen BIP-Wachstum, das sich 2011 auf 2-2,25% beschränkt, gegenüber voraussichtlich zirka 2,75% für dieses Jahr. Diese Prognosen sind jedoch sehr unsicher. Die Entscheidungen des US-Kongresses in den nächsten Wochen werden einen

bestimmenden Einfluss auf die Stärke des Wachstums im kommenden Jahr haben.

**Verfasser** | Yves Bonzon, Christophe Donay, Jean-Pierre Durante, Chloé Koos Dunand, Reda Idrissi Kaitouni, Bernard Lambert, Yves Longchamp, Kalina Moore, Nicolas Vialis, David Baglione | Redaktionsschluss: 5. Oktober 2010 **Übersetzung** | Holger Albrecht, Juliette Blume, Anita Waser **Druck** | Team Production Multimedia Pictet Genf **Papier** | Gedruckt auf FSC-zertifiziertem Papier

**Haftungsausschluss**

Dieses Dokument wurde von Pictet & Cie, einer Bank mit Sitz in Genf, Schweiz, erstellt. Es ist nicht für Personen bestimmt, die Bürger oder Einwohner eines Ortes, Staates, Landes oder Gerichtskreises sind, in welchen die Veröffentlichung, der Vertrieb, die Bereitstellung oder die Verwendung dieses Dokuments gegen das geltende Gesetz oder die geltenden Bestimmungen verstossen. Die in diesem Dokument enthaltenen Daten und Angaben dienen lediglich der Information und stellen weder ein Kauf- noch ein Verkaufsangebot (oder eine Aufforderung zur Zeichnung oder zum Verkauf von Titeln oder anderen Finanzinstrumenten) dar. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Schätzungen gelten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung als zuverlässig, können aber jederzeit ohne vorherige Mitteilung geändert werden. Der Wert und die Rendite der in diesem Dokument erwähnten Titel oder Finanzinstrumente können schwanken. Der Börsenkurs kann sich je nach Wirtschafts-, Finanz- oder politischer Lage, Restlaufzeit, Marktbedingungen, Volatilität und Bonität des Emittenten oder des Referenzemittenten ändern. Zudem können die Wechselkurse einen positiven oder einen negativen Einfluss auf den Wert, den Preis oder die Rendite eines in diesem Bericht erwähnten Titels oder Anlagevehikels haben.

Die in der Vergangenheit erzielte Performance gibt keine Gewähr für deren zukünftige Entwicklung. Pictet übernimmt keine Verantwortung, weder implizit noch explizit, und gibt auch keine Gewähr für die zukünftige Entwicklung. Instruktionen bezüglich der Transaktionsabwicklung und die vom Kunden festgelegten Anlagerestriktionen haben Vorrang und können von der allgemeinen Anlagepolitik und den Empfehlungen der Bank abweichen. Die Vermögensverwalter verfügen über einen gewissen Spielraum, um den Wünschen der Kunden nachzukommen und ihrer Situation Rechnung zu tragen. So kann es vorkommen, dass die in diesem Dokument erwähnten Vermögensallokationen nicht zwingend eingehalten werden. Allokationen bei alternativen nichttraditionellen Anlagen (Hedgefonds etc.) können die vorerwähnten Grenzwerte überschreiten, sofern die traditionellen Aktienanlagen entsprechend angepasst werden.

Diese Publikation und deren Inhalt können mit Quellenangabe zitiert werden. Alle Rechte bleiben vorbehalten. © Copyright 2010 Pictet & Cie.



# Ausgeprägte Dollarschwäche

Die Wechselkurse des Dollars verzeichnen seit einigen Wochen ausserordentlich starke Ausschläge. Diese beeinflussen die Kursentwicklung sämtlicher Anlagekategorien. Steigt der Dollar, sinken die Anlagenpreise und umgekehrt.

Daten bis zum 30.9.2010

## Wichtigste Wirtschaftsindikatoren

### BIP-Wachstum

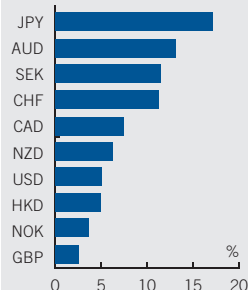
	Schätzungen Pictet – (Konsens)			
	2008	2009	2010G	2011G
USA	0.0%	-2.6%	2.8% (2.7%)	2.2% (2.4%)
Euro-Zone	0.3%	-4.0%	1.4% (1.6%)	1.1% (1.4%)
Schweiz	1.9%	-1.9%	2.8% (2.6%)	2.0% (1.8%)
Grossbritannien	-0.1%	-4.9%	1.6% (1.5%)	2.0% (2.1%)
Japan	-1.2%	-5.2%	3.0% (3.0%)	1.7% (1.3%)
China	9.0%	8.7%	9.5% (9.9%)	9.0% (9.0%)
Brasilien	5.1%	-0.2%	7.7% (7.5%)	4.5% (4.4%)
Russland	5.6%	-7.9%	5.2% (4.9%)	4.6% (4.4%)

### Inflation (CPI)

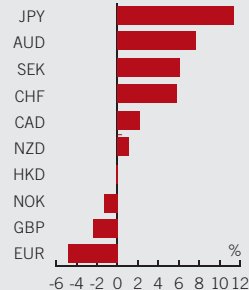
	Schätzungen Pictet – (Konsens)			
	2008	2009	2010G	2011G
USA	3.8%	-0.4%	1.5% (1.6%)	1.3% (1.4%)
Euro-Zone	3.3%	0.3%	1.5% (1.5%)	1.4% (1.6%)
Schweiz	2.4%	-0.5%	0.7% (0.8%)	1.0% (0.9%)
Grossbritannien	3.6%	2.2%	3.1% (3.1%)	2.3% (2.6%)
Japan	1.4%	-1.4%	-1.1% (-0.9%)	0.0% (-0.3%)
China	5.9%	-0.7%	2.8% (2.8%)	3.0% (3.1%)
Brasilien	5.9%	4.3%	4.3% (5.1%)	4.8% (4.8%)
Russland	13.3%	8.8%	6.6% (7.4%)	6.9% (7.4%)

## Wechselkursschwankungen (seit 31.12.2009)

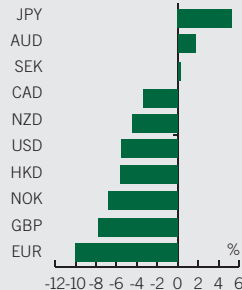
### Gegenüber EUR



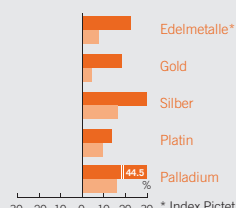
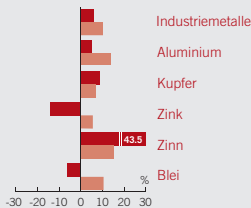
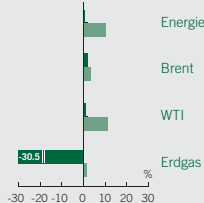
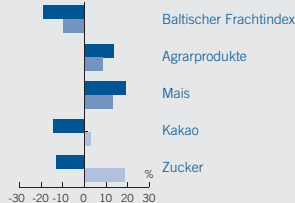
### Gegenüber USD



### Gegenüber CHF



## Rohstoffe



● **Dunkel:**  
Performance seit 31.12.2009

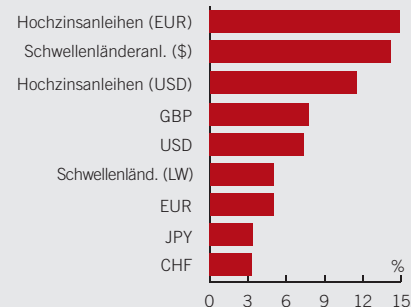
● **Hell:**  
Performance vom Vormonat

## Zinsen

	3 Monate	10 Jahre
USA	0.1%	2.5%
Euro-Zone	1.0%	2.2%
Schweiz	0.25%	1.3%
Grossbritannien	0.5%	3.1%
Japan	0.1%	1.1%
China	5.3% (1 Jahr)	3.3%
Brasilien	10.8%	12.0%

## Anleihenmärkte

### Performance seit 31.12.2009



## Aktienmärkte

### Performance seit 31.12.2009

	USD	EUR	CHF	GBP
MSCI World*	3.0%	8.3%	-2.6%	5.6%
S&P 500*	3.9%	9.2%	-1.8%	6.5%
MSCI Europe*	-0.1%	5.0%	-5.6%	2.4%
Tokyo SE (Topix)*	3.7%	9.0%	-2.0%	6.3%
MSCI Pacific ex. Japan*	10.1%	15.7%	4.1%	12.9%
SPI*	5.2%	10.6%	-0.6%	7.8%
Nasdaq	4.4%	9.7%	-1.4%	7.0%
MSCI Em. Markets*	11.0%	16.7%	4.9%	13.8%
Russell 2000	8.1%	13.6%	2.2%	10.8%

\*Dividenden reinvestiert

## Sektoren

### Performance seit 31.12.2009

	USA	Europa
Industriewerte	11.5%	10.4%
IT	-0.8%	6.9%
Grundstoffe	1.2%	4.5%
Telekom	6.0%	1.7%
Gesundheit	-2.3%	2.7%
Energie	-2.5%	-9.2%
Versorger	0.9%	-12.1%
Finanzwerte	-0.3%	-3.6%
Basiskonsumgüter	5.1%	15.2%
Zykl. Konsumgüter	12.1%	11.4%

