

## Security Kapitalanlage Aktiengesellschaft

Medieninhaber, Herausgeber: Security Kapitalanlage AG, Burgring 16, 8010 Graz  
Internethomepage: [www.securitykag.at](http://www.securitykag.at), E-Mail : [office@securitykag.at](mailto:office@securitykag.at)

### Hinweis:

Dies ist eine interne Unterlage und ist nur an einen ausgewählten Personenkreis gerichtet.

Sie basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen und dient der zusätzlichen Information unserer Anleger. Sie ist weder ein Anbot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf noch eine Einladung zur Anbotslegung oder eine Kauf- bzw. Verkaufsempfehlung. Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Bedürfnisse von Anlegern hinsichtlich Ertrag, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft. Jede Kapitalanlage ist mit Risiken verbunden. Wir übernehmen für die Vollständigkeit, Richtigkeit und Aktualität der hier wiedergegebenen Informationen und Daten sowie das Eintreten von Prognosen keine Haftung. Die Unterlage ersetzt keinesfalls eine anleger- und objektgerechte Beratung sowie umfassende Risikoaufklärung. Die steuerliche Behandlung der Fonds ist von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängig und kann künftig Änderungen unterworfen sein.

Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Investmentfonds zu. Ausgabe- und Rücknahmespesen der Fonds sowie sonstige externe Spesen und Steuern sind in den Performanceberechnungen nicht berücksichtigt und mindern die Rendite der Veranlagung. Ertragserwartungen stellen bloße Schätzungen zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar und sind kein verlässlicher Indikator für eine tatsächliche künftige Entwicklung.

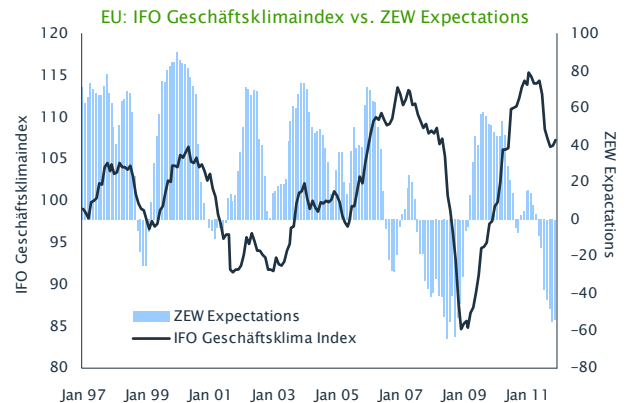
Der in deutscher Sprache veröffentlichte aktuelle Verkaufsprospekt inklusive vereinfachtem Prospekt und Fondsbestimmungen ist auf der Homepage [www.securitykag.at](http://www.securitykag.at) (Unserer Fonds/Fonstdokumente) sowie am Sitz der Security Kapitalanlage AG, Burgring 16, 8010 Graz als Emittentin und der SEMPER CONSTANTIA PRIVATBANK AG, Bankgasse 2, 1010 Wien als Depotbank kostenlos erhältlich.

Die auf Basis des geprüften Rechenschaftsberichtes erstellte steuerliche Behandlung wird unter [www.securitykag.at](http://www.securitykag.at) (Unserer Fonds/ Fonstdokumente) veröffentlicht.

|                                      |          |
|--------------------------------------|----------|
| 1. Makroökonomie                     | Seite 3  |
| 2. Aktienmärkte                      | Seite 5  |
| 3. Rentenmärkte                      | Seite 7  |
| 4. Sonstige Asset-Klassen            | Seite 9  |
| 5. Kommentar aus dem Fondsmanagement | Seite 10 |
| 6. Externe Kommentare                | Seite 11 |

## ■ Europa:

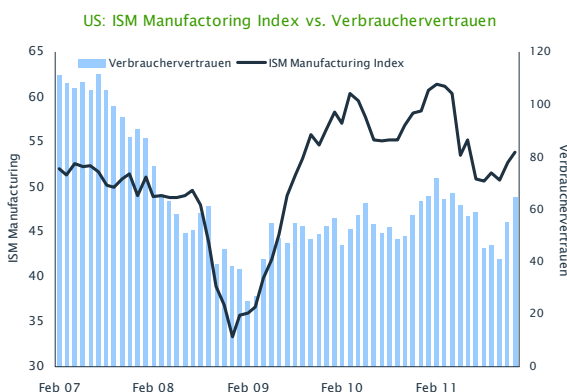
Angela Merkel und Nikolas Sarkozy halten weiterhin fest die Zügel in der Hand. Aktuell sind das Einführen einer Finanztransaktionssteuer, der ESM, Maßnahmen zur strengeren Haushaltsdisziplin bestimmende Themen. Die amerikanische Rating-Agentur S&P hat die Bonität von Österreich und acht weiteren Ländern der Eurozone reduziert und dies mit unzureichenden Maßnahmen seitens der Politik im Rahmen des Krisenmanagements begründet.



## ■ Nordamerika:

Die US-Arbeitslosenzahlen waren mit einem Anstieg der Nonfarm Payrolls von 200.000 (Prognose: 155.000) und einem Rückgang der Arbeitslosenquote auf 8,5% (Prognose: 8,7%) deutlich besser als erwartet.

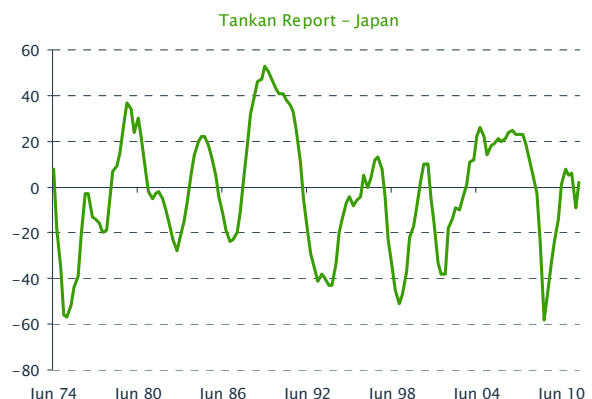
Auf Grund der Haushaltskürzungen stellt Obama die Armee um. Der zukünftige Fokus soll auf dem Einsatz von Drohnen und der Abwehr von Cyber-Angriffen liegen.



## ■ Japan:

Gespräche zu einem Free Trade Agreement zwischen China, Japan und Südkorea werden für das erste Halbjahr dieses Jahres erwartet.

Japan führt Gespräche mit China über den möglichen Ankauf chinesischer Staatsanleihen. Dies sei ein Zeichen dafür, dass Japan seinen Fremdwährungsbestand breiter diversifiziert.



## Osteuropa:

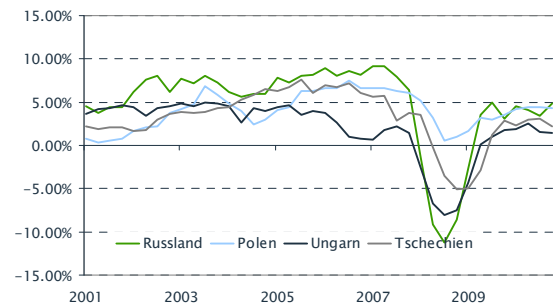
Die Verschuldung in % des BIP der osteuropäischen Länder - bis auf Ungarn (Q3 82%) - ist deutlich niedriger als jene der westeuropäischen Staaten.

Nach umfangreichen Gesetzesänderungen (Verfassung, Medien, Nationalbank, Banken, ...) haben IWF und EU ihre Verhandlungen über Finanzhilfen für Ungarn ausgesetzt. Die Unsicherheit, für in Ungarn tätige Banken, hat sich indes verringert, nachdem die Einzelheiten des umstrittenen Fremdwährungsgesetzes festgelegt wurden.

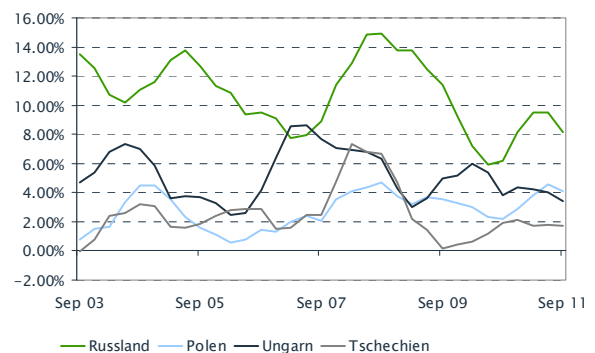
Währungen mit USD-Bindung, wie der russische Rubel, stehen aufgrund der Dollarstärke gegenüber dem Euro unter Druck.

Aufgrund der anhaltenden Staatsschuldenkrise und strengeren Eigenkapitalvorschriften im europäischen Bankensektor droht in etlichen CEE-Ländern eine Kreditklemme.

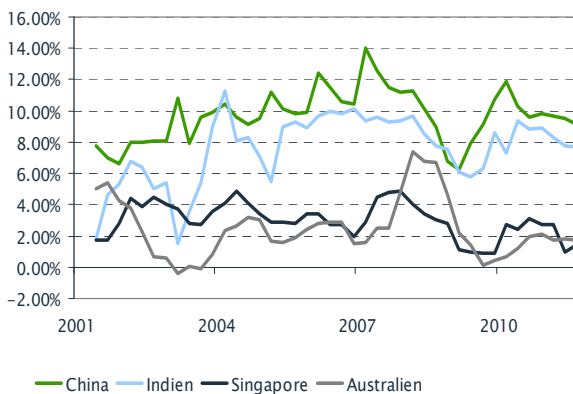
Wirtschaftswachstum Osteuropa



Inflationsraten Osteuropa



Wirtschaftswachstum Asien/Pazifik



## Asien/Pazifik:

Die Wirtschaftswachstumsprognosen sind 2012 für China zwar nicht mehr im zweistelligen Bereich, aber mit rund 8,5% noch immer sehr ordentlich. Sparprogramme in Europa können auch in Asien zu einer Rezession führen, da die Nachfrage nach Exporten gedämpft wird, andererseits versucht die Regierung mittels diversen Fördermaßnahmen den Binnenkonsum zu erhöhen und somit unabhängiger von Exporten zu werden.

Quelle: Bloomberg, e-fundresearch

# Aktienmärkte

| Index                      | Wertentwicklung in % |          |                   |              |
|----------------------------|----------------------|----------|-------------------|--------------|
|                            | 1 Monat              | 3 Monate | seit Jahresbeginn | 3 Jahre p.a. |
| <b>Weltweit</b>            |                      |          |                   |              |
| MSCI World                 | 4.88%                | 2.61%    | 1.68%             | 11.57%       |
| <b>Amerika</b>             |                      |          |                   |              |
| S&P 500                    | 6.47%                | 6.04%    | 3.26%             | 15.17%       |
| Dow Jones                  | 5.64%                | 7.65%    | 2.60%             | 14.82%       |
| Nasdaq Comp.               | 7.10%                | 2.58%    | 5.05%             | 21.41%       |
| <b>Europa</b>              |                      |          |                   |              |
| DJ Euro-Stoxx-50           | 8.33%                | 3.04%    | 3.01%             | 1.51%        |
| DAX                        | 10.60%               | 7.63%    | 6.92%             | 13.04%       |
| ATX                        | 8.47%                | -1.24%   | 2.80%             | 3.92%        |
| <b>Fernost</b>             |                      |          |                   |              |
| Nikkei-225                 | 0.77%                | -4.65%   | 0.13%             | 0.95%        |
| <b>Emerging Markets</b>    |                      |          |                   |              |
| CECE Extended              | 5.13%                | -4.91%   | 2.73%             | 7.07%        |
| MSCI EM Asia (LC)          | 3.46%                | 1.71%    | 2.33%             | 18.01%       |
| MSCI EM Latin America (LO) | 4.52%                | 7.12%    | 2.62%             | 14.57%       |

## Highlights:

Die internationalen Aktienmärkte werden auch im Dezember vom anhaltenden Vertrauensverlust der Anleger nicht losgelassen. Auffallend ist, dass sich die US-Amerikanischen Indizes tendenziell besser halten – trotz der auch in den USA eskalierenden Staatsschuldenproblematik - als ihre europäischen und teilweise auch asiatischen Pendanten.

Laut den bis zum 4. Jänner 2012 veröffentlichten Daten, konnten im 4. Quartal 2011 durchschnittlich sämtliche im MSCI World gewichteten Unternehmen per Stichtag ihre Gewinne gegenüber der Vorperiode um 1,04 % steigern. Die Prognosen wurden dabei um -10,05% verfehlt und die Umsätze konnten um 7,13% gesteigert werden.

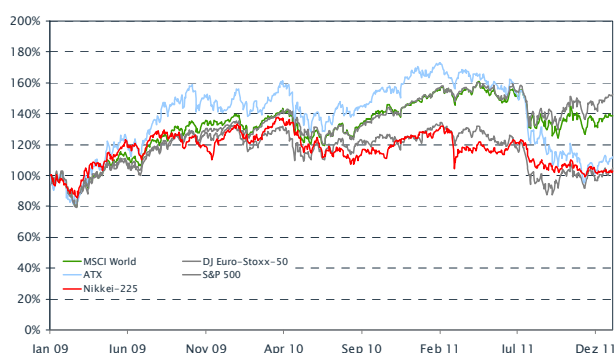
Die Top-3 Indizes des Jahres 2011 sind (in EUR; Daten per 31.12.2011):

- Venezuela: + 84,74 %
- Mongolei: + 36,82 %
- Sambia: + 22,05 %

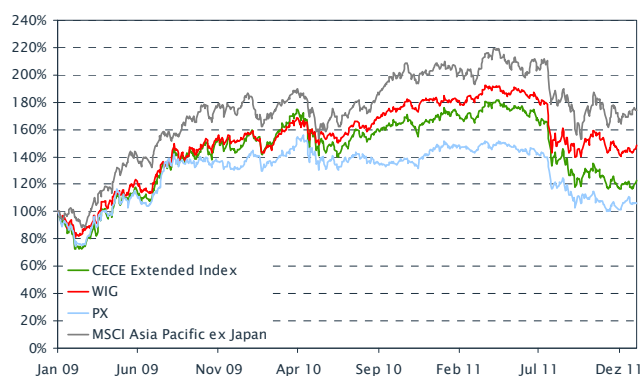
Die schlechtesten Indizes im laufenden Jahr sind (in EUR, Daten per 31.12.2011):

- Zypern: - 71,95 %
- Griechenland: - 51,88 %
- Ägypten: - 49,73 %

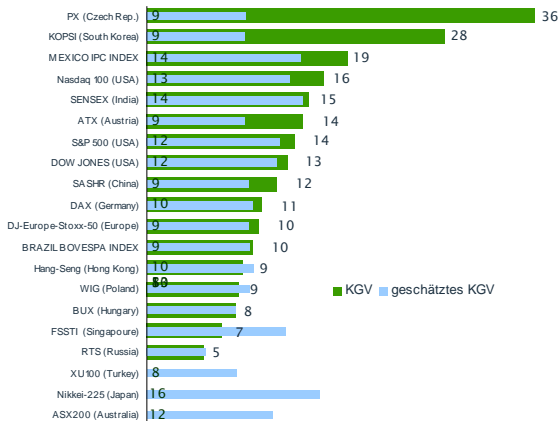
Wertentwicklung Aktien Weltweit – 3 Jahre



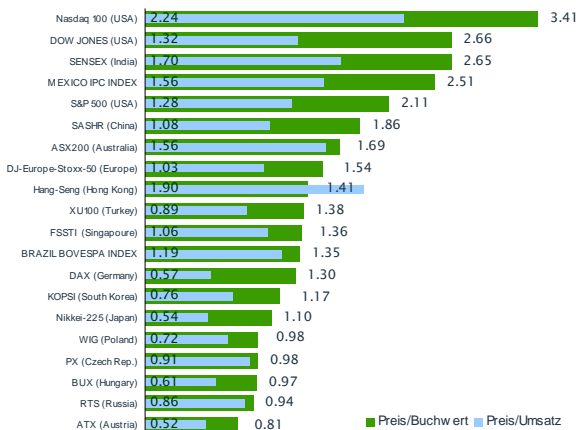
Wertentwicklung Aktien Osteuropa/Fernost – 3 Jahre



KGV vs. geschätztes KGV



Preis/Buchwert vs. Preis/Umsatz



| Index            | Kennzahlen |            |      |      |            |
|------------------|------------|------------|------|------|------------|
|                  | KGV        | gesch. KGV | P/B  | P/S  | Div. Rend. |
| Weltweit         |            |            |      |      |            |
| MSCI World       | 13.06      | 11.72      | 1.65 | 0.99 | 2.80       |
| Amerika          |            |            |      |      |            |
| S&P 500          | 13.70      | 12.38      | 2.11 | 1.28 | 2.06       |
| Dow Jones        | 13.01      | 12.00      | 2.66 | 1.32 | 2.55       |
| Nasdaq Comp.     | 23.32      | 14.82      | 2.77 | 1.67 | 1.04       |
| Europa           |            |            |      |      |            |
| DJ Euro-Stoxx-50 | 11.26      | 8.97       | 1.07 | 0.65 | 4.96       |
| DAX              | 10.59      | 9.80       | 1.30 | 0.57 | 3.84       |
| ATX              | 14.47      | 9.07       | 0.81 | 0.52 | 3.63       |
| Fernost          |            |            |      |      |            |
| Nikkei-225       | 9.99       | 16.05      | 1.10 | 0.54 | 2.23       |
| Emerging Markets |            |            |      |      |            |
| CECE Extended    | 10.26      | 9.11       | 1.05 | 0.83 | 5.65       |

Source: Bloomberg/Daten per 17.01.2012

## Highlights:

Auf 1-Jahres-Sicht sind hinsichtlich der Performance große regionale Differenzen zu beobachten. Besonders auffallend ist, dass gerade die BRIC's Länder deutlich an Terrain verloren haben (per 17. Jänner 2011):

- Global: - 18,76 %
- Westeuropa: - 17,79 %
- Nordamerika: - 19,05 %
- Osteuropa: - 11,80 %
- BRIC-Länder: - 31,59 %

Auch auf Sektorebene mussten durchschnittlich sämtliche börsennotierte Aktien eine negative Wertentwicklung hinnehmen. Die besten Sektoren auf 1-Jahres-Sicht lauten (per 17. Jänner 2012):

- Utilities: -12,33 %
- Consumer Services: -12,50 %
- Telecom: -13,70 %

Im Dezember verloren die Börsen in Warschau -6,28% und in Budapest -3,75%. Prag konnte um 3,66% zulegen.

Am Balkan legten alle 3 relevanten Börsen zu. Bukarest mit 2,16%, Zagreb mit 0,06% und Belgrad mit 1,53%.

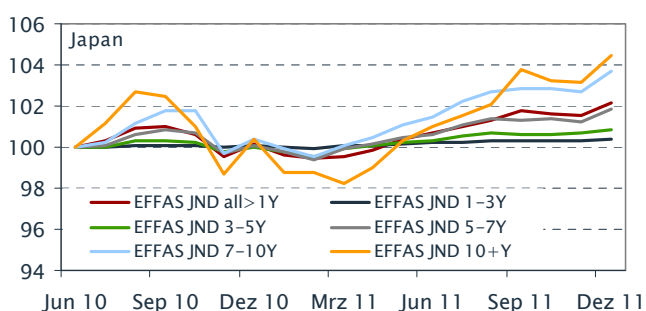
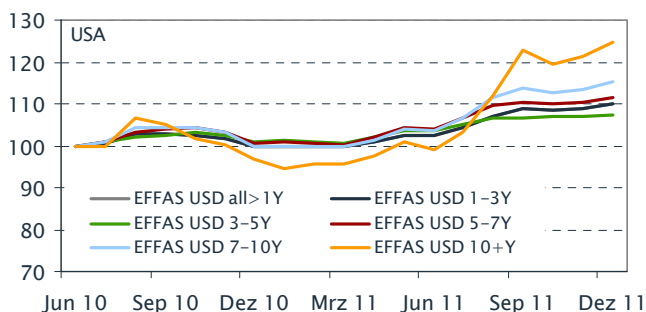
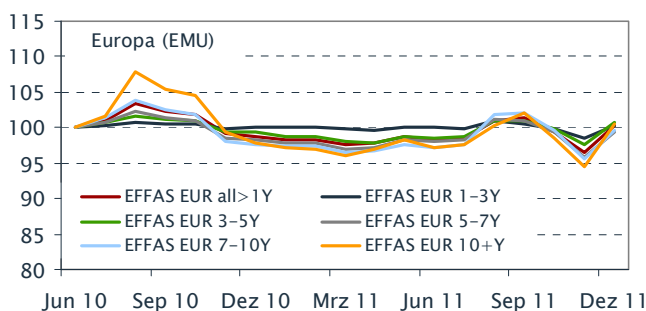
Der MICEX in Moskau verlor -6,49%, der UX in Kiew -7,80% und der XU030 in Istanbul -6,58%.



# Rentenmärkte

| Zinslandschaft |                | Geldmarkt |       |        | Kapitalmarkt |         |          |          |
|----------------|----------------|-----------|-------|--------|--------------|---------|----------|----------|
|                |                | 1 M.      | 3 M.  | 1 Jahr | 3 Jahre      | 5 Jahre | 10 Jahre | 20 Jahre |
| EUR            | EMU            | 0.75      | 1.15  | 1.80   | 1.26         | 1.62    | 2.28     | 2.58     |
| GBP            | Großbritannien | 0.78      | 1.09  | 1.88   | 1.26         | 1.48    | 2.21     | 2.73     |
| CHF            | Schweiz        | 0.04      | 0.10  | 0.33   | 0.12         | 0.44    | 1.09     | 1.37     |
| USD            | USA            | 0.28      | 0.79  | 0.53   | 0.66         | 1.11    | 1.99     | 2.52     |
| CAD            | Kanada         | 1.18      | 1.51  | 1.84   | 1.20         | 1.44    | 2.20     | 2.73     |
| JPY            | Japan          | 0.14      | 0.20  | 0.55   | 0.38         | 0.46    | 0.96     | 1.65     |
| CNY            | China          | 3.56      | 3.28  | 3.03   | 2.84         | 2.93    | 3.05     |          |
| AUD            | Australien     | 4.65      | 4.89  | 4.86   | 4.04         | 4.29    | 4.65     | 4.80     |
| NZD            | Neuseeland     | 2.76      | 2.88  | 3.52   | 0.00         | 0.00    | 0.00     |          |
| INR            | Indien         | 9.25      | 8.79  | 6.30   | 5.15         | 5.75    | 5.90     |          |
| KRW            | Südkorea       |           | 3.56  | 3.46   | 3.38         | 3.41    | 3.57     | 3.70     |
| PLN            | Polen          | 4.65      | 4.89  | 4.91   | 4.81         | 4.86    | 4.96     | 4.51     |
| HUF            | Ungarn         | 7.26      | 7.64  | 8.28   | 8.06         | 7.95    | 7.99     | 7.50     |
| CZK            | Tschechien     | 0.95      | 1.17  | 1.74   | 1.48         | 1.69    | 2.14     | 2.47     |
| RUB            | Russland       | 5.85      | 6.77  | 7.19   | 7.35         | 7.52    | 7.81     |          |
| TRY            | Türkei         | 11.42     | 11.48 | 11.53  | 10.04        | 9.52    | 9.30     | 9.20     |
| RON            | Mexiko         | 4.79      | 4.80  | 4.90   | 5.23         | 5.63    | 6.52     |          |
| BRL            | Brasilien      | 11.21     | 10.31 | 10.17  | 12.38        | 11.11   | 12.05    | 11.96    |

## Wertentwicklung Rentenmärkte



## Highlights:

Wenn auch Medial vielleicht etwas im Hintergrund verblieben, sorgte ein neuer Tender der Europäischen Zentralbank mit einer Laufzeit von drei Jahren im Dezember für den wichtigsten Einfluss auf den Zinsmarkt. Dieser sichert Banken nun zu günstigen Konditionen die Refinanzierung der anstehenden Tilgungen. Ein weiterer vergleichbarer Tender wird noch in diesem Frühjahr zur Verfügung gestellt werden.

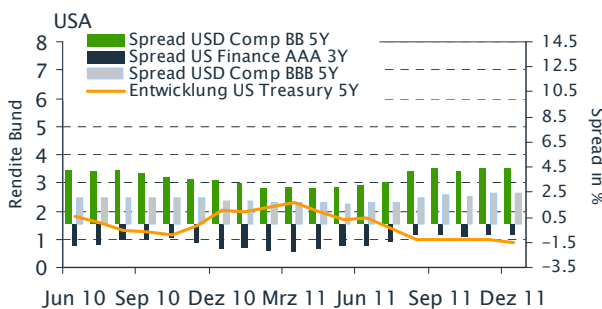
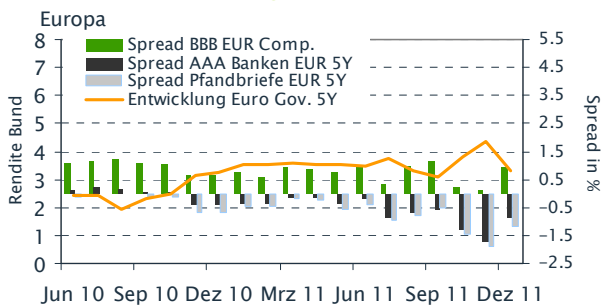
Strengere Eigenkapitalanforderungen für Banken und Versicherungen ließen bereits absehen, dass die zu refinanzierenden Senior Bonds (Anleihen ohne besondere Besicherung) der Bank auf keine entsprechenden Käufer stoßen werden. Durch den Tender wurde eine abzusehende Kreditklemme vermieden.

In der letzten Sitzung der EZB wurde wie erwartet der Leitzins unverändert bei einem Prozent belassen.

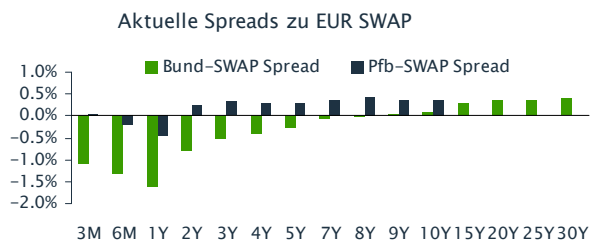
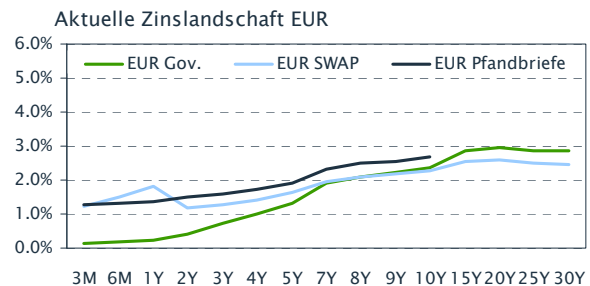


# Rentenmärkte

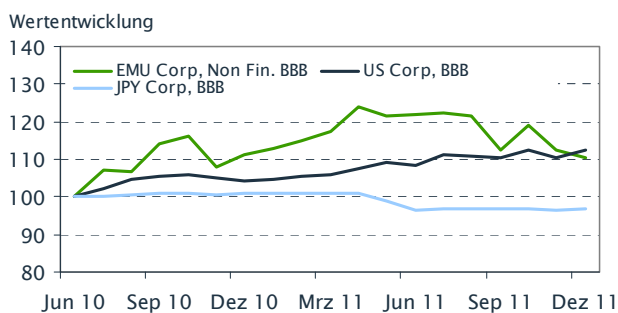
## Spreadentwicklung



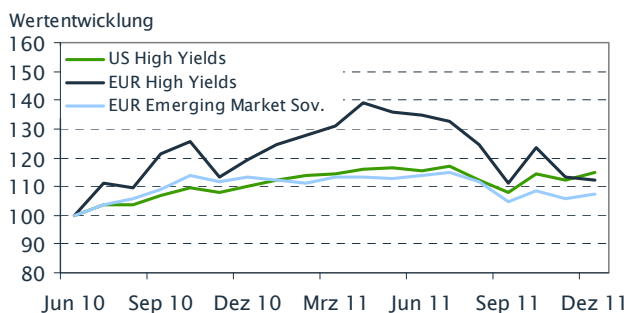
## EUR Zinskurve



## Unternehmensanl., Investment Grade



## Unternehmensanl., Non IG & High Yield



## Highlights:

Wieder einmal dominierten Nachrichten zur Zahlungsfähigkeit von Staaten das mediale Interesse, in diesem Fall finden sie ihren Ursprung bei der Ratingagentur S&P. Das Downgrade von insgesamt 9 europäischen Staaten sorgte letzten Freitag für einen kurzen Schock, hängen doch viele Veranlagungsstrategien direkt vom Rating ab. Trotz leichten Anstiegen des Bund Futures (Deutschland wird nach wie vor die best mögliche Bonität bescheinigt) blieb das Desaster bei den betroffenen Ländern jedoch aus.

Unter den betroffenen Ländern stehen im Besonderen Österreich und Frankreich hervor; beide verloren nach Langem ihre weiße Weste von drei AAA Ratings.



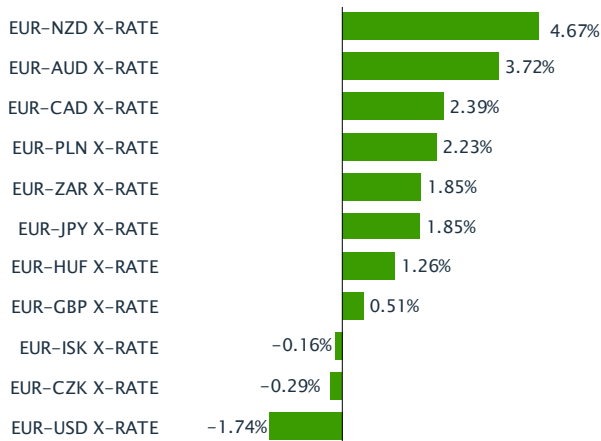
SECURITY

Kapitalanlage Aktiengesellschaft

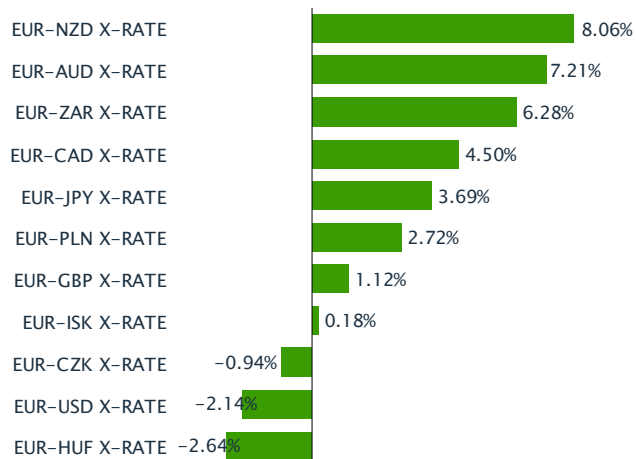
# Sonstige Asset-Klassen

## Währungen

Performance YTD

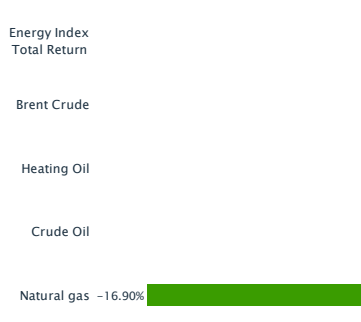


Performance 1 Monat

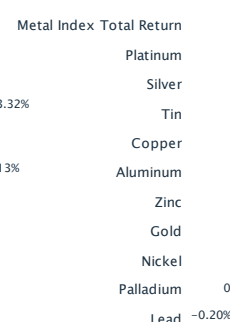


## Rohstoffe

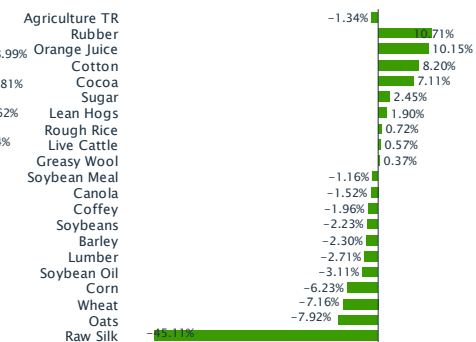
Commodities: Energie YTD



Commodities: Metals YTD



Commodities: Agriculture YTD



Entwicklung des Ölpreises in USD pro Barrel



Entwicklung des Goldpreises in USD pro Unze



# Kommentar - Fondsmanagement

## Highlights:

### Capital Bank Opportunities (CBO)

Grob umrissen fokussiert sich die Strategie des CBO auf Investments in europäische Unternehmen die tendenziell unterbewertet, Übernahmekandidaten, sich in aufstrebenden Märkten befinden oder besonders dividendenstark sind. Für den CBO ergeben sich in der aktuellen Marktlage – die aus der politischen und wirtschaftlichen Lage resultiert – somit beste Voraussetzungen, wie zuletzt 2009 zum Ende der Immobilienkrise.



Wertentwicklung Capital Bank Opportunities (A) seit Fondsbeginn 5.5.2008



Wertentwicklung Apollo 2 Global Bond seit Einführung Strategie E-FIXIS (30.06.2010, blauer Chart); Vergleichsindizes: Effas Austria all >1Yr (grüner Chart), Salomon World Gov. Bond Index, local Currency, (Chartfarbe: pink)

### Apollo Selection Trend

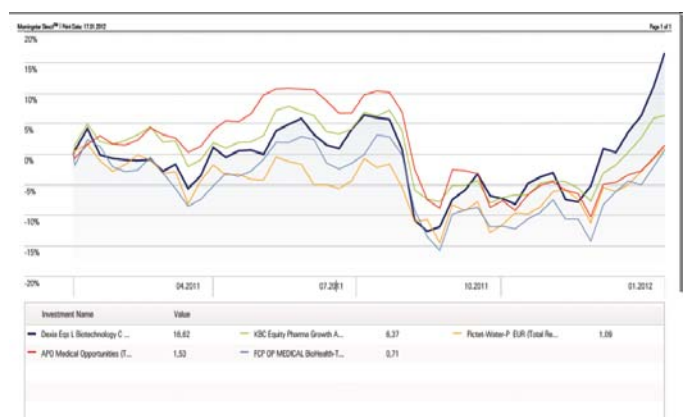
Ein Jahr ist wieder um und es ist wieder an der Zeit ein Resume zu ziehen. 2011 ging es an den Finanzmärkten sehr turbulent zu und so war es auch für die einzelnen Branchen im Apollo Selection Trend ein sehr durchwachsendes Jahr. Hervorzuheben sind hier die Branchen Pharma, Biotechnologie und Wasser, die sich im schwierigen Marktumfeld gut entwickelt haben.

Energie und Rohstoffe hingegen mussten Verluste hinnehmen, trotzdem sind wir überzeugt, dass diese Themen in Zukunft eine Rolle spielen werden.

### Apollo 2 Global Bond

Mit gleich neun Downgrades holte S&P zu einem Rundumschlag in Europa aus und heizte erneut die Unsicherheit innerhalb der Währungsunion an. Apollo 2 Global Bond bietet mit E-FIXIS ein globales Anleihenportfolio an, das durch Währungssicherung ein ähnliches Risikoprofil aufweist, wie klassische Staatsanleiheninvestments im Euro. Mit der globalen Ausrichtung reduziert sich das Exposure in Europa.

Bei ausgewogener Streuung und guter Bonität verpflichten wir uns im Fonds der Suche nach den attraktivsten Punkten der Zinskurven der G7 Länder.



Performance YTD 2011 bis 13.01.2012 der Pharma, Biotechnologie und Wasserfonds im Apollo Selection Trend (Quelle Morningstar)

Abkühlung

## Warum China langsamer wächst

Text: Financial Times Deutschland (17.01.2012)

Die Wirtschaft der Volksrepublik bekommt die weltweite Flaute zu spüren. Und auch im Inland läuft es nicht überall rund. FTD.de analysiert die Gründe für Chinas sanfte Abkühlung.

Die chinesische Wirtschaft ist so langsam gewachsen wie seit zweieinhalb Jahren nicht mehr. Das Bruttoinlandsprodukt legte im vierten Quartal um 8,9 Prozent im Vergleich zum Vorjahreszeitraum zu, teilte das Statistikamt am Dienstag mit. Ein kleineres Plus hatte es zuletzt auf dem Höhepunkt der Finanzkrise im Frühjahr 2009 gegeben. Damit verlangsamte sich das Wachstum bereits zum vierten Mal in Folge.

## Warum verlangsamt sich das Wachstum in der Volksrepublik?

Die chinesische Volkswirtschaft bekam 2011 die Flaute auf wichtigen Absatzmärkten zu spüren. Zuerst musste sie die Katastrophe in Japan wegstecken, dann folgte im Sommer ein Nachfrageloch aus den USA und im Herbst schließlich die Auswirkungen der Schuldenkrise in der Euro-Zone. "Die europäische Nachfrage nach chinesischen Produkten hat sich bereits abgeschwächt und dürfte gedämpft bleiben", sagte Analyst Mark Williams von Capital Economics.

Auch der heimische Immobilienmarkt bereitet den Chinesen Sorgen. Etwa ein Zehntel des Wirtschaftswachstums hängt vom Bau ab. Er hat jahrelang geboomt - auch weil die Immobilien ständig stark an Wert gewannen. Die Regierung befürchtet eine Überhitzung und versuchte deshalb, durch eine restriktive Geldpolitik den Markt abzukühlen.

Das Wachstum in diesem Sektor fiel im Dezember auf den niedrigsten Stand im abgelaufenen Jahr. Und die Talsohle ist nach Einschätzung von Ökonomen noch nicht erreicht.

## Ist die Inflation eingedämmt?

Mit einer restriktiven Geldpolitik versucht Peking die Teuerung in den Griff zu bekommen. Im Dezember und November 2011 wies die Statistik mit 4,1 beziehungsweise 4,2 Prozent im Vergleich zum jeweiligen Vorjahresmonat deutlich niedrigere Raten auf als noch im Frühjahr und Sommer. "Da die Inflation nachgelassen hat, hat die Regierung in der Zukunft mehr Raum für eine Feinabstimmung seiner makroökonomischen Politik", sagte der Wirtschaftsforscher Zhang Xiaojing von der Akademie der Sozialwissenschaften der staatlichen Nachrichtenagentur Xinhua.

Wegen des nachlassenden Inflationsdrucks ergeben sich Spielräume, den Geldhahn wieder etwas aufzudrehen. Bereits Ende November hatte die Zentralbank Geld für den Wirtschaftskreislauf freigegeben. Die Banken müssen nicht mehr so viel Geld bei ihr hinterlegen, sondern können es als Kredite weiterreichen.

## Was wird für 2012 prognostiziert?

China muss sich auf eine Phase schwächeren Wachstums einstellen. "An die acht vor dem Komma muss sich China in den nächsten Quartalen gewöhnen", sagte Thomas Gitzel, Ökonom der VP Bank aus Liechtenstein. Die Industrieländerorganisation OECD sagte im November 2011 für die Volksrepublik ein Wachstum von 8,5 Prozent in diesem Jahr voraus.

China könne sich der weltweiten Abkühlung nicht entziehen und auch die inländische Nachfrage lasse nach, sagte Gitzel. "Ein weiterer Rückgang der Wachstumsraten dürfte deshalb auf der Agenda stehen". Einige Experten gehen sogar davon aus, dass das Wachstum zu Jahresbeginn unter die Marke von acht Prozent fällt. Das hat es zuletzt 2001 nach den Anschlägen vom 11. September in den USA gegeben. Die Wahrscheinlichkeit eines Eingriffs der Zentralbank würde damit noch größer.

China stehe in diesem Jahr vor einem "sehr komplizierten Umfeld", sagte der Leiter des Statistikamtes Ma Jiantang. Neben der Abkühlung der Weltwirtschaft leide die heimische Wirtschaft unter Finanzierungsengpässen. Außerdem müssten die Firmen energiesparender arbeiten und ihre Emissionen verringern.

## Wie verlässlich sind die Daten?

Die Konjunkturdaten aus dem kommunistisch regierten Land sorgen bei Experten immer wieder für Irritationen. Anders als im Westen wird für die Daten nur ein Vorjahresvergleich ausgewiesen. Das erschwert Einschätzungen über die aktuelle Entwicklung. Auch die Geschwindigkeit der Datenerhebung sorgt für Stirnrunzeln. Einige Experten erklären das damit, dass China eine Planwirtschaft sei, in der die Zahlen zentral erhoben würden. Die weniger freundliche Interpretation deutet auf grobe Schätzungen und gar Manipulation hin.

Auffallend ist jedenfalls, dass die Daten perfekt der Stimmungslage an den Finanzmärkten entsprechen. Dort geht die Angst vor einem Absturz des chinesischen Wachstums um. Die jetzt veröffentlichten Wachstumszahlen sind ein wenig besser als die Analystenerwartungen. Schon setzt sich die Meinung durch, China stehe vor einer sanften Landung. Die Kurse an den Märkten ziehen an.

# Externe Kommentare

Kreditanalyst hält Ratings von Industriestaaten weiterhin für zu hoch

## Erst am Anfang einer Downgrade-Welle

Text: NZZ (16.01.2012)

Die Rating-Agentur Standard & Poor's (S&P) hat am Freitag mehrere Länder der Euro-Zone heruntergestuft. Dabei dürfte es laut einem Kreditanalysten nicht bleiben. Er prophezeit eine Downgrade-Welle. Für Anleger seien die Rating-Agenturen aber schlechte Ratgeber.

Nach Ansicht von René Hermann, Kreditanalyst bei Independent Credit View (I-CV), leben wir in einer verkehrten Welt: Gemäss eigenen Berechnungen seien die Kreditratings von Industriestaaten zu hoch und diejenige von Schwellenländern zu tief. Hermann hält auch die Länder der Euro-Zone nach dem jüngsten Downgrade von S&P weiterhin für zu hoch eingestuft. Die derzeitigen Noten seien nicht fundamental gerechtfertigt.

## S&P hinkt hinterher

Die jüngsten Herunterstufungen von S&P seien wichtig, hinkten aber deutlich hinter der Kurve her, die die Märkte vorgeben. Diese reflektierten schon lange eine noch stärkere Herunterstufung.

I-CV habe für Spanien beispielsweise ein deutlich tieferes Rating als S&P. Nun sei lediglich die Lücke kleiner geworden, es bleibe weiteres Potenzial für Herabstufungen. Hermann glaubt, dass man erst am Anfang einer Downgrade-Welle stehe. Nach mehr als einem Dutzend Krisengipfeln, sei immer noch keine Lösung seitens der Politik zu erkennen.

## Betätigungsfeld für Insider

S&P stand öfters wegen seines Timings in der Kritik. Gemäss Hermann ist der Zeitpunkt für ein Downgrade nie optimal – auch diesmal nicht. Die Märkte hätten sich in den letzten Wochen erholt gehabt, Italien und Spanien hätten zu günstigen Konditionen Geld erhalten, dann habe S&P die Märkte am Freitag erneut verunsichert. Die Herunterstufungen seien aber überfällig gewesen.

Ein Problem sei, dass mit der Herunterstufung gewisse Länder aus Kreditindizes herausfallen oder diese mit den Anlagerichtlinien der Investoren nicht mehr konform seien. Dies führe dazu, dass Investoren die betreffenden Staatsanleihen verkaufen müssten, was die Kurse der Anleihen weiter unter Druck setze.

S&P stand in den vergangenen Monaten schon öfters in der Kritik, weil die Agentur falsch informierte oder aber nicht alle Marktteilnehmer gleichzeitig.

## Externe Kommentare

Auch am Freitag ist es laut Hermann zu einem Fauxpas gekommen, denn am Markt hätten schon alle von den Downgrades gewusst – noch bevor die Rating-Agentur offiziell informiert habe.

Dies ist auch ein spannendes Betätigungsfeld für Insider: Wenn man schon vorher von einer Herunterstufung erfahre, kann man sich laut Hermann früher so positionieren, dass man einen Gewinn macht. S&P sei aber einfach ein grosses Unternehmen, das bedingt durch die Komplexität des Geschäfts den Informationsfluss nicht optimal steuern könne. Die Rating-Agentur müsse dringend versuchen, künftig alle Marktteilnehmer gleichzeitig zu informieren.

### Rettungsschirm dürfte unter Druck kommen

Auch der europäische Rettungsschirm EFSF dürfte nach der Herunterstufung des Garantiegebers Frankreich unter Druck kommen. Wenn man den Anteil der beiden grössten Garantiegeber Deutschland und Frankreich betrachte, dann ist gemäss Hermann die Qualität des Instruments nicht mehr dieselbe, wenn einer der beiden das Triple-A verliere. Entweder müsse die Kapazität des Vehikels gekürzt werden oder Deutschland müsse einen grösseren Anteil stemmen. Davon hat sich die deutsche Regierung jedoch in der Vergangenheit klar distanziert.

Eine Anpassung des EFSF-Ratings durch S&P ist laut Hermann möglich, denn als nächstes werde die Rating-Agentur nun die Implikationen der Länder-Herunterstufungen für übergeordnete Gefässe wie den EFSF, aber auch für Unternehmen mit expliziter oder impliziter Staatsgarantie prüfen. In den nächsten Tagen werde es daher auch Rating-Herunterstufungen von französischen Unternehmen geben, bei denen der Staat einen grossen Einfluss habe.

### AAA von Deutschland nicht gefährdet

Deutschland hingegen erhält weiterhin von allen Rating-Agenturen – auch von I-CV – die Höchstnote AAA zugesprochen. Was müsste geschehen, damit das Land dieses verlöre? Dies hängt laut Hermann davon ab, wie stark sich Deutschland im europäischen Rettungsschirm EFSF engagiere. Deutschland halte schon heute einen hohen Anteil an den Garantien. Wenn die Krise weitergehe und die Garantien weiter in die Höhe getrieben würden, dann würden auch die Eventualverpflichtungen Deutschlands immer grösser werden. Irgendwann würde dies in die Schuldenbetrachtung einbezogen, was zur Schwächung des AAA führen würde.

Dies sei vor allem in einem Szenario der Fall, bei dem der Umfang des EFSF von heute 440 Mrd. Euro auf 2000 Mrd. Euro steige. Wenn Deutschland dann weiterhin den gleichen Anteil von 27 Prozent garantierte, würde das Land ihr AAA verlieren.

## Sparen genügt nicht

Was müssen die Euro-Länder jetzt tun, um ihre Ratings zu verbessern? Mit Sparen allein ist es laut Hermann nicht getan, auch wenn dies eine wichtige Komponente sei. Wachstum würde auch helfen, wieder aus der Krise zu kommen. Nun habe man aber gemerkt, dass das Wachstum nicht so schnell zurückkomme. Es sei ein grosses Umdenken nötig, denn man sei viel zu lange von zu positiven Szenarien ausgegangen.

Nun müsse die langfristige Wettbewerbsfähigkeit verbessert werden. Es brauche Strukturreformen, die rigiden Arbeitsmärkte müssten modernisiert und die teilweise verkrusteten Staatsapparate hinterfragt werden. Die sei politisch sehr unpopulär. Aber Rentensysteme seien unter den neuen Voraussetzungen und unter dem Einbezug der demographischen Entwicklung vielerorts nicht mehr finanzierbar.

Es gebe keine Zauberformel. Schliesslich sei das Problem nicht von heute auf morgen entstanden. Gemäss eigenen Berechnungen wird das Thema laut Hermann dieses Jahrzehnt akut bleiben. In den Szenarien von I-CV gehe man davon aus, dass die Verschuldung vieler Industriestaaten noch steigen werde, um sich erst auf einem hohen Niveau zu stabilisieren.

Wollten beispielsweise die USA auf das Schuldenniveau von 2007 kommen, als es 62 Prozent des Bruttoinlandproduktes betrug, dann müsste das Land von 2015, dem Zeitpunkt der Stabilisierung, bis 2025 einen Haushaltsprimärüberschuss (also vor Abzug der Finanzierungskosten wie Zinsen) von 6,6 Prozent erzielen. Der Internationale Währungsfonds (IMF) geht aber in seinen Prognosen für 2015 von einem Minus von 5,6 Prozent aus. Von dem her gesehen, werde es sehr schwierig sein, sich wieder auf das alte Niveau zurückzubewegen. Man könne nur schon von Glück reden, wenn sich die Schuldsituation nur schon stabilisiere.

## Rating-Agenturen als schlechte Ratgeber

Für Hermann handelt es sich um eine ernüchternde Problematik. Das Problem werde die Welt noch das gesamte Jahrzehnt beschäftigen. Investoren rät er, vorerst nicht in die Anleihen der überschuldeten Industrienationen zu investieren, sondern selektiv auf Anleihen von Schwellenländer mit positiver Schulden- und Wachstumsdynamik zu setzen sowie auf Unternehmensanleihen von soliden, breit diversifizierten Firmen oder von Finanzinstituten, die ihre Hausaufgaben gemacht hätten.

Wer sich als Investor einzig nach den klassischen Rating-Agenturen richte, sei schlecht bedient.

# Ansprechpartner

|                                      |                          |                     |
|--------------------------------------|--------------------------|---------------------|
| <b>Mag. Dieter Rom</b>               | Vorstand                 | +43 316 8071 - 2220 |
| <b>Martin Mikulik, CPM</b>           | Vorstand                 | +43 316 8071 - 2222 |
| <b>DDr. Hans Peter Ladreiter</b>     | Vorstand                 | +43 316 8071 - 2225 |
| <b>Michael Müller</b>                | Retail Sales             | +43 316 8071 - 2841 |
| <b>Dr. Josef Obergantschnig, MBA</b> | Chief Investment Officer | +43 316 8071 - 2241 |
| <b>Manfred Zöhrer, CIIA</b>          | Aktienfondsmanagement    | +43 316 8071 - 2221 |
| <b>Stefan Winkler, CPM</b>           | Anleihenfondsmanagement  | +43 316 8071 - 2228 |
| <b>Rene Hochsam, CPM</b>             | Dachfondsmanagement      | +43 316 8071 - 2226 |
| <b>Mag. Monika Huyer, CPM</b>        | Recht/Organisation       | +43 316 8071 - 2227 |
| <b>Doris Dirnberger</b>              | Organisation/Marketing   | +43 316 8071 - 2230 |
| <b>Adolf Polly, CPM</b>              | EDV/Programmierung       | +43 316 8071 - 2232 |



**SICHERHEIT FÜR IHR KAPITAL**

Security Kapitalanlage AG  
Burgring 16, 8010 Graz  
T + 43 (316) 80 71-0  
E [office@securitykag.at](mailto:office@securitykag.at)  
I [www.securitykag.at](http://www.securitykag.at)