

Marktkommentar April 2012

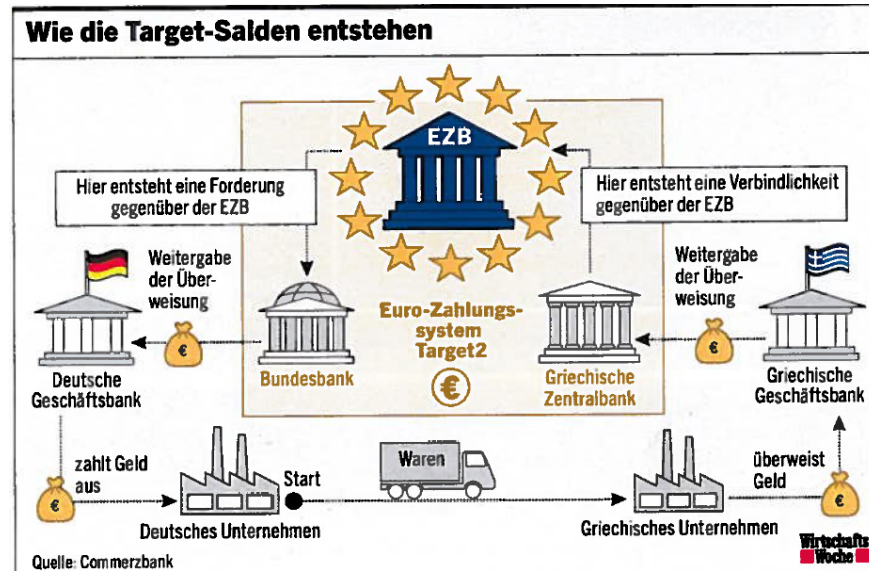
Die große Umverteilung

Seit Ausbruch der Finanzkrise im Sommer 2007 wird regelmäßig und auf allen medialen Kanälen das Versagen der Märkte beklagt. Das System freier Marktkräfte sei gescheitert. So jedenfalls erklären es uns die Politiker mit sorgenvoller Miene. Die Märkte müssten endlich an die Kette gelegt und reguliert werden, dabei müsse man mit harter Hand durchgreifen. An der Wahrheit geht dieses Wehklagen ein ganzes Stück vorbei. Was Medien und Politik verschweigen: Es gibt überhaupt keine freien Märkte mehr. Wäre dem so, könnten also die Marktkräfte ihr Werk verrichten, dann hätten wir viele der heutigen Probleme überhaupt nicht: Weite Teile des Bankensektors wären längst pleite und abgewickelt, Griechenland und Portugal hätten den Euro nie bekommen. Stattdessen wird nun das Bankensystem „gerettet“. Stattdessen werden ganze Staaten auf Kosten der Allgemeinheit vor der Pleite bewahrt. Und die Politiker tun so, als sei dies im Interesse des Volkes. Die Wahrheit ist: Gescheitert sind nicht die freien Märkte. Gescheitert ist ein System der Regulierung, der staatlichen Eingriffe und der Verflechtung von Banken, Medien und Regierungen. Gescheitert ist ein System, in dem Schulden, billiges Geld und ein Übermaß an Krediten zum Allheilmittel stilisiert wurden. Doch anstatt den Menschen die Wahrheit zu sagen und die Probleme anzugehen, wird die Entwicklung jetzt mit immer mehr billigem Geld und immer mehr Regulierung auf die Spitze getrieben. Eine passende Metapher zu dieser beispiellosen Entwicklung ist der Tsunami. Diese Killerwelle bewegt sich mit rasanter Geschwindigkeit. Auch die derzeitige Verschuldungskrise hinterlässt den Eindruck, dass die Gravitationskräfte des billigen Geldes immer stärker werden. Doch eines ist klar: So wie der Tsunami wieder zurück ins Meer muss, so muss die Verschuldungsproblematik auch irgendwann gelöst werden. Die wahren zerstörerischen Kräfte werden sich also erst später zeigen. Der Begriff Tsunami (japanisch für: Hafenvelle) wurde übrigens durch japanische Fischer geprägt, die vom Fischfang zurückkehrten und im Hafen alles verwüstet vorfanden, obwohl sie auf offener See keine Welle gesehen oder gespürt hatten. Es besteht zumindest die Gefahr, dass der gewöhnliche Sparer die wahren Auswirkungen der Schuldenorgien der Industrienationen erst sehr viel später mitbekommen wird und zwar dann, wenn die Inflation bereits einen großen Teil seines Geldvermögens entwertet hat. Natürlich ist die Inflation nicht zu 100% als sicheres Szenario einzustufen, entscheidend wird sein, inwieweit die immense Liquidität, die noch zum Teil im maroden Bankensystem zirkuliert, in der Wirtschaft nachfragewirksam wird.

Im Folgenden versuchen wir, die Ereignisse der letzten Monate so einfach wie möglich zu erklären, auch wenn das, insbesondere was die Geldverschiebung der Notenbanken untereinander angeht, nicht immer ganz einfach ist.

Rund 1 Billion € (1.000.000.000.000); das ist die unvorstellbare Summe, die die Europäische Zentralbank (EZB), der unterkapitalisierteste Hedgefonds der Welt, in Person des ehemaligen Goldman-Sachs-Mitarbeiters und heutigen Chefs der EZB, Mario Draghi, den Banken zur Verfügung gestellt hat. Mitte Dezember 489 Milliarden € und Anfang März weitere 530 Milliarden €. Die Banken erhielten dieses Geld für drei Jahre und zum Schnäppchenpreis von 1%. Geld für 1% aufnehmen und für 4% verleihen (u.a. durch den Kauf von italienischen oder spanischen Staatsanleihen mit Garantie der Steuerzahler) – da lockt schon früh am Tag der Golfplatz. Doch es kommt noch besser: Die Banken können die erworbenen Staatsanleihen noch am gleichen Tag bei der EZB wieder einreichen und sich dafür erneut einen Schuss Cash überweisen lassen. Und damit ja nichts schiefgeht, hat man so viel politischen Druck ausgeübt, damit die Banken auch garantiert Europäische Staatsanleihen kaufen und nicht in fremde Währungen ausweichen. Das hat bisher alles wunderbar funktioniert – kein Wunder, kämpfen doch die meisten Banken Südeuropas um ihr Überleben und sind auf billiges Staatsgeld angewiesen wie Junkies auf den nächsten Schuss. Tatsächlich kommt die Hilfe aber auch den kranken Banken im Norden zugute: schwindsüchtigen Finanzkrisenopfern wie der Düsseldorfer IKB oder der Commerzbanktochter Eurohypo zum Beispiel, die besser längst abgewickelt worden wären. Doch was passiert eigentlich, wenn Teile dieser Gelder nicht zurückgezahlt werden können? Die Staatsschulden werden hierbei sehr offensichtlich über die Notenpresse finanziert. Doch neben diesen sehr offensichtlichen Aktivitäten erfolgt eine große Umverteilung von Risiken durch die Hintertür und zwar über das Europäische Zahlungssystem Target 2, das ein großes gemeinsames Boot darstellt, welches am besten niemand mehr verlassen darf.

Doch was ist eigentlich Target 2? Als die Länder Europas 1999 den Euro einführten, sollten auch die grenzüberschreitenden Zahlungen in der Währungsunion vereinfacht werden. Daher verzahnten die Notenbanken der am Euro beteiligten Länder ihre nationalen Zahlungsverkehrssysteme miteinander zum Target-System. Das mittlerweile neu justierte System heißt Target 2. Dieses basiert auf einer gemeinsamen technischen Plattform, in deren Mittelpunkt die EZB als Verrechnungsstelle steht. Kauft beispielsweise ein griechisches Unternehmen eine Ware bei einem deutschen Hersteller, so beauftragt es seine Bank, den Kaufpreis an die Bank des Exporteurs in Deutschland zu überweisen. Die griechische Hausbank bucht den Kaufpreis vom Konto des griechischen Unternehmens ab und reicht den Überweisungsauftrag an die griechische Notenbank weiter (siehe Schaubild). Diese bucht den Betrag vom Zentralbankkonto der griechischen Hausbank ab und überweist in an die EZB. Die wiederum schreibt ihn der Bundesbank auf deren Konto bei der EZB gut.



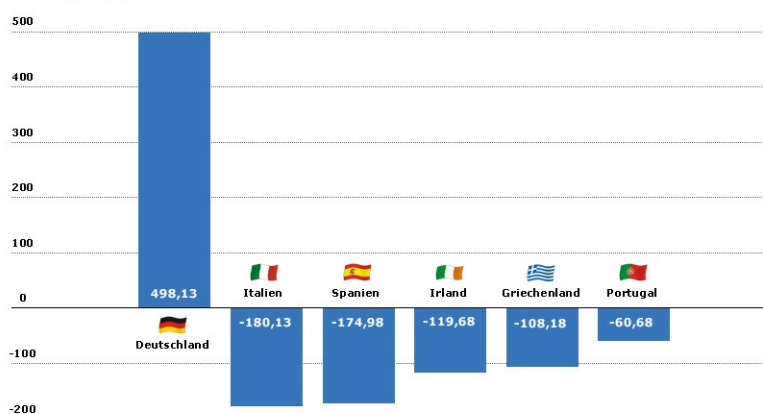
trägt es seine Bank, den Kaufpreis an die Bank des Exporteurs in Deutschland zu überweisen. Die griechische Hausbank bucht den Kaufpreis vom Konto des griechischen Unternehmens ab und reicht den Überweisungsauftrag an die griechische Notenbank weiter (siehe Schaubild). Diese bucht den Betrag vom Zentralbankkonto der griechischen Hausbank ab und überweist in an die EZB. Die wiederum schreibt ihn der Bundesbank auf deren Konto bei der EZB gut.

Die Bundesbank überweist ihn an die Hausbank des deutschen Exporteurs, die ihn auf dessen Konto gutschreibt. Durch die Überweisungen bauen die griechische Zentralbank und die Bundesbank Target-Salden gegenüber der EZB auf. Die Bundesbank erhält eine Forderung gegen die EZB, die griechische Notenbank geht eine Verbindlichkeit ein.

Die Europäische Zentralbank (EZB) ist schon seit einiger Zeit um ein möglichst hohes Maß an Intransparenz bemüht. Eigentlich sollte jeder Bürger ja vermuten können, dass alle nötigen Informationen und Daten zu Europäischen Währungsfragen bei der EZB zusammen laufen und dort auch abrufbar sind. Dem ist aber nicht so. So gibt die EZB von sich aus z.B. nicht preis, gegen welche nationalen Notenbanken des Eurosystems sich Forderungen oder Verbindlichkeiten aus dem Zahlungssystem Target 2 aufgebaut haben. Diese Daten muss man sich aus den Bilanzen der nationalen Notenbanken mühsam zusammensuchen. Der Münchener Ökonom Hans-Werner Sinn hat als erster in mühevoller Kleinstarbeit dieses gigantische Risiko in der Bilanz der Deutschen Bundesbank entdeckt. Seitdem kämpft er dafür, das Thema ins öffentliche Bewusstsein zu bringen. Doch das Problem ist zu sperrig für eine Talkshow. Sicher ist: Das Risiko steigt weiter.

Innerhalb des eigentlich harmlosen Zahlungssystems zwischen den Notenbanken der 17 Euro-Länder haben sich seit Beginn der Finanzkrise 2007 gewaltige Ungleichgewichte aufgebaut: Während die europäischen Krisenstaaten Italien, Spanien, Irland, Portugal und Griechenland Defizite von insgesamt mehr als 600 Milliarden Euro aufweisen, sind die Forderungen der Bundesbank mittlerweile auf 498 Milliarden Euro gestiegen. Solange die Währungsunion weiter besteht, ist das noch keine Katastrophe. Das Geld ist virtuell, es wird von den Notenbanken geschaffen, ohne dass es an anderer Stelle fehlt. Doch sobald ein Land austritt oder die Euro-Zone sogar ganz zerfällt, wird es brenzlich. "Wir sitzen in der Falle", sagt Sinn.

Aktuelle Target-Salden europäischer Notenbanken
in Milliarden Euro



Stand: Deutschland, Italien Jan. 2012 / Irland, Griechenland, Portugal Nov. 2011 / Spanien Dez. 2011

Zur Beachtung: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung dar, eine Haftung ist ausgeschlossen.

"Wenn der Euro zerbrechen sollte, haben wir eine Forderung von fast 500 Milliarden Euro an ein System, das es dann nicht mehr gibt." 500 Milliarden Euro - das ist mehr als das Anderthalbfache des Bundeshaushalts und deutlich mehr als alle Risiken, die alle Euro-Staaten zusammen bisher bei der Rettung der Währungsunion eingegangen sind. So viel steht allerdings nur im schlimmsten Fall auf dem Spiel, etwa wenn der Euro komplett zerbricht. Wesentlich realistischer ist dagegen der Austritt eines Landes, zum Beispiel Griechenlands. In diesem Fall müssten alle anderen Notenbanken gemeinsam die Schulden der griechischen Notenbank tragen. Die Bundesbank wäre gemäß ihrem Anteil an der Europäischen Zentralbank (EZB) mit rund 28 Prozent dabei. Bei 108 Milliarden Euro griechischen Verbindlichkeiten wären das etwa 30 Milliarden Euro.

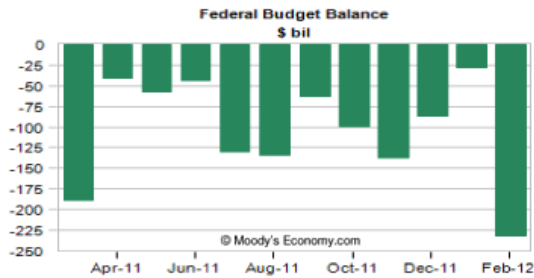
Die Perspektive wird immer bedrohlicher, je höher die Target-Forderungen werden. Derzeit steigen sie um 200 Milliarden € pro Jahr; in fünf Jahren könnten sie also schon die horrende Summe von 1500 Milliarden € erreichen. Brüche die Währungsunion dann auseinander, könnte auch der Deutsche Staat das Loch in der Bundesbank nicht mehr schließen, ohne selbst die Segel zu streichen. Je länger die Krise also schwelt, desto weniger kann es sich Deutschland leisten, den Austritt eines der Krisenländer aus der Eurozone herbeizuführen.

Doch die Rettung naht! Endlich Stabilität durch den neuen Europäischen Rettungsschirm ESM. Am 30. Januar dieses Jahres haben sich die Regierungschefs in Europa bei ihrem Gipfeltreffen in Brüssel auf den permanenten Euro-Rettungsschirm ESM verständigt. Dieser Europäische Stabilitätsmechanismus soll im Juli in Kraft treten. Er wird mit einer Kapazität von (vorerst) 700 Milliarden Euro ausgestattet sein und den bisherigen Rettungsschirm EFSF ablösen. Es ist sicher nicht zu hoch gegriffen, den ESM-Vertrag als einen der folgenschwersten Beschlüsse seit dem Bestehen der Europäischen Union zu begreifen. Bis Ende Juni 2012 soll der Vertrag von den Euro-Ländern ratifiziert werden. Europäischer Stabilitätsmechanismus also. Das klingt zunächst einmal so harmlos, dass man geneigt ist, nicht weiter darüber nachzudenken. Das hat natürlich Methode. Denn schon die Begrifflichkeit folgt historisch betrachtet immer wieder anzutreffenden Mustern: Wenn es wirklich gefährlich wird, dann bemühen sich die Regierenden um Bezeichnungen, die den Verdacht auf schwerwiegende Folgen der zu verabschiedenden Beschlüsse beim „gemeinen Volk“ gar nicht erst aufkommen lassen. Mit dem „Stabilitätsmechanismus“, den sich unsere Politiker jetzt ausgedacht haben, ist es genau das Gleiche: Dass das gesamte Euro-System völlig aus dem Ruder zu laufen droht, das ist nun wirklich nicht mehr zu übersehen. Wer würde den Politikern da nicht applaudieren, wenn sie nun endlich für die ersehnte „Stabilität“ sorgen? Leider reicht hier der Platz nicht, um alle Spitzfindigkeiten dieses „Vertragsmonstrums“ zu beleuchten, daher hier die wichtigsten kritisch zu betrachtenden Aspekte:

1. Mit dem ESM entsteht eine bankähnliche Behörde auf europäischer Ebene, an welche die Staaten Europas mit einer Frist von sieben Tagen das Vermögen ihrer Bürger abliefern müssen, wenn diese Behörde das so bestimmt.
2. Der ESM kann Regierungen und Bürger Europas verklagen. Umgekehrt ist dies nicht möglich.
3. Alle ESM-Vertreter genießen vollständige Immunität und beschließen über ihre Gehälter in unbekannter Millionenhöhe in geheimer Abstimmung.
4. Nationale Gesetze und Verfassungen der europäischen Staaten sind für die Belange des ESM außer Kraft gesetzt.
5. Der ESM wird nicht durch demokratische Wahlen legitimiert.
6. Auch später gewählte europäische Regierungen können an den Beschlüssen nichts mehr ändern. Sobald der ESM-Vertrag ratifiziert wurde, treten die genannten Punkte in Kraft.

Das Machwerk ESM ist ein totalitärer Anschlag auf das Verfassungsrecht, auf die Demokratie, auf das Primat der Parlamente der europäischen Länder, auf die Nationalstaaten selbst, auf die europäischen Steuerzahler, sogar auf diejenigen, die noch gar nicht geboren sind. Es ist ein Anschlag auf die soziale Marktwirtschaft - und es widerspricht jeder ökonomischen Vernunft. Alt-Kanzler Ludwig Erhard würde sich am Grab umdrehen, würde er erleben, was seine Enkel da gerade anrichten. Wir stehen einem Kartell aus politischer Klasse, Staaten, Investmentbanken und anderen gegenüber. Erstklassigen Ökonomen wie Hans-Werner Sinn wird kein Gehör geschenkt. Eines ist allerdings schon heute absehbar: Wenn die Bürger Deutschlands nicht aufstehen, dann wird nichts passieren.

Doch eine Wende ist in Europa nach wie vor möglich, da die wirtschaftliche Situation im Kern Europas alles andere als schlecht und die allgemeine Situation relativ zu den USA besser erscheint, wenn man die Fakten zusammenzieht. Das "US-Federal Budget" wies per Berichtsmonat Februar als Teilmenge der gesamten öffentlichen Verschuldung der USA ein Defizit in Höhe von 232 Mrd. USD aus. Hinter-



grund sind rückläufige Steuereinnahmen um 6,5% im Vergleich zum Vorjahr als auch 0,6% höhere Ausgaben. Die USA brillieren mit einer "Null-Reformpolitik". Entscheidend ist, dass die maßgebliche Neuverschuldung in den USA konsumtiver Natur ist. Dieser qualitative Unterschied entfällt den meisten Analysten und Volkswirten als auch Marktteilnehmern. Der Blick auf die ersten gut fünf Monate des laufenden US-Haushaltsjahres ist ernüchternd. Per 09. März 2012 stellt sich die Neuverschuldung des am 1. Oktober

2011 begonnenen Fiskaljahres laut US-Treasury auf 725 Mrd. USD. Zudem wird durch einige renommierte Studien immer offensichtlicher, dass das soziale Gefüge in den USA sich immer weiter gegenüber anderen Ländern verschlechtert. Die Chancen des sozialen Aufstiegs in den USA liegen inzwischen deutlich unter jenen in Schweden, Deutschland, den Niederlanden und Dänemark.

Aktien – eher ein Risiko, keine zu haben!

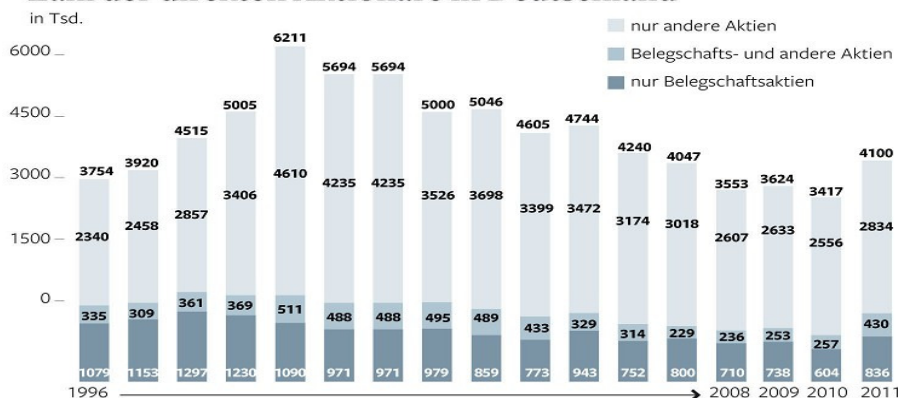
Für eine überschuldete Wirtschaft ist es Gift, wenn die Vermögenspreise fallen. Dann sind die Kredite nicht mehr gedeckt und verwandeln sich rasch in faule Kredite. Das wollen die Notenbanken mit allen Mitteln verhindern, indem sie die Preise für Vermögensgüter stützen und nach oben drücken. Nun hat es den Anschein, als gäbe es einen unausgesprochenen Konsens unter Finanzleuten, Politikern und Notenbankern, die überfällige Entschuldung über Inflation herbeizuführen, also die Zinsen dauerhaft unter der Inflationsrate zu halten. Weil Zinssparer in diesem Szenario real ärmer werden, sollten Aktien als liquide Sachwertanlage auf Dauer besser abschneiden. Tatsächlich dürfte es wohl ein größeres Risiko sein, keine Aktien zu halten.

Index	Entwicklung seit 1.1.2012
DAX	17,78%
EuroStoxx50	6,94%
Dow Jones (in Euro)	4,89%
Nikkei (in Euro)	7,34%
REX Performance	0,51%

Dabei sind europäische Aktien bezogen auf Gewinn und Substanz (Kurs/Buchwert) im historischen Vergleich gegenwärtig niedrig bewertet, im Vergleich zu US-Aktien sogar ca. 30% billiger. Bezogen auf die großen Indizes konnten Anleger in den Industrieländern in den vergangenen 12 Jahren mit Aktien nichts verdienen. Da aber die Gewinne in der gleichen Zeit in ihrer Gesamtheit deutlich gestiegen sind, sind Aktien heute günstig bewertet, nicht zuletzt im Hinblick auf die Dividendenrendite, die deutlich höher ist als die Verzinsung von (bonitätsmäßig guten) Staatsanleihen.

Bei europäischen Aktien bezogen auf Gewinn und Substanz (Kurs/Buchwert) im historischen Vergleich gegenwärtig niedrig bewertet, im Vergleich zu US-Aktien sogar ca. 30% billiger. Bezogen auf die großen Indizes konnten Anleger in den Industrieländern in den vergangenen 12 Jahren mit Aktien nichts verdienen. Da aber die Gewinne in der gleichen Zeit in ihrer Gesamtheit deutlich gestiegen sind, sind Aktien heute günstig bewertet, nicht zuletzt im Hinblick auf die Dividendenrendite, die deutlich höher ist als die Verzinsung von (bonitätsmäßig guten) Staatsanleihen.

Zahl der direkten Aktionäre in Deutschland



Quelle: Deutsches Aktieninstitut, bloomberg

Ein positives Signal ist zudem die Anzahl der Aktionäre in Deutschland. In 2011 ist die Zahl der direkten Aktionäre erstmals wieder um 20 Prozent gestiegen, was den höchsten Stand seit fünf Jahren bedeutet! Das gab im Januar das Deutsche Aktieninstitut bekannt. Diese Fakten lassen uns optimistisch in die Zukunft blicken. Die Aktie als Sachwert ist

ein idealer Krisen- und Inflationsschutz. Diese Erkenntnis scheint zu wachsen.

Doch dieser Weitblick ist für manchen Anleger noch schwierig, da das vergangene Jahrzehnt an den Aktienmärkten durch negative Schocks geprägt war. Doch als Investor muss man sich frei machen vom Blick in den Rückspiegel. Oft werden die Erlebnisse der Vergangenheit in die Zukunft projiziert. Zweifelsohne sind weitere negative Schocks einzukalkulieren, doch was wäre, wenn es auch positive Schocks gäbe? Ein Beispiel wären sogenannte Erkenntnisschocks. Hierzu rechnet man vor allen Dingen Veränderungen im Stil der Geld- und Haushaltspolitik. Insbesondere der geldpolitische Stil der Zentralbanken könnte von Inflation Targeting (also: Inflationszielen) auf Asset Price Targeting (also Ziele für die Preise von Anlageklassen) wechseln. Der haushaltspolitische Stil könnte sich vom Key-

Zur Beachtung: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung dar, eine Haftung ist ausgeschlossen.

nesianismus hin zu einer neuen angebotsorientierten Wirtschaftspolitik wandeln, was Forschung und Entwicklung als Innovationsquelle fördern würde. Das wiederum erzeugt ein nachhaltiges Wachstum der Investitionen in neue Produktionskapazitäten, die sich darin von Investitionen in Produktivität und Ersatz für veraltete Anlagen unterscheiden, dass sie neue Stellen schaffen. Ein weiteres Beispiel wären rechtliche und institutionelle Schocks. Hier findet man so unterschiedliche Dimensionen wie Freisetzung des Unternehmergeistes weltweit, Institutionalisierung des Privateigentums und Gewährleistung des Rechts auf Privateigentum.

Die immense Geldschwemme und die noch nie da gewesene Risikoaversion hat zu einer erheblichen Fehlallokation der Anlagemittel geführt. Mickrig verzinste Sparkonten, steigender Goldpreis oder Immobilien, bei denen mehr als die zwanzigfache jährliche Mietrendite bezahlt wird, sind die bedeutendsten Ausflüsse. Doch auch bei den noch unterbewerteten Aktien scheint der Run gerade zu starten.

Globale Anleihen – eine sinnvolle Depotergänzung

Globalisierung: Dieses Schlagwort ist mittlerweile der Inbegriff für die zunehmenden weltweiten Verflechtungen in allen Bereichen von Wirtschaft, Politik, Kultur und Umwelt bis hin zur Kommunikation geworden. Die gegenwärtige Geschwindigkeit der Entwicklungen lässt uns erahnen, welche einschneidenden Ereignisse bereits im aktuellen Jahrzehnt vor uns liegen könnten. Folglich sollte eine globale Komponente bei der langfristigen Geldanlage unbedingt eine Rolle spielen. Bei festverzinslichen globalen Wertpapieren gilt es sicherlich die gleichen Parameter zu berücksichtigen wie bei Anleihen im Euroraum. Dazu gehören z.B. die Bonität des Schuldners oder die Laufzeiten der ausgewählten Papiere. Ein wesentlicher Unterschied besteht allerdings in der Währungs Komponente. Diese Bestandsaufnahme und Prognose soll sich daher primär auf diesen Bereich beziehen.

Bevor eine Projektion in die Zukunft gewagt werden soll, wollen wir allerdings kurz die Historie der Globalisierung bezogen auf das System fester bzw. freier Wechselkurse aufarbeiten. Startpunkt soll das Jahr 1944 sein und zwar der Ort Bretton Woods im US-Bundesstaat New Hampshire in den USA. Nach diesem Ort wurde nach dem Zweiten Weltkrieg das neu geordnete internationale Währungssystem von festen Wechselkursen bezeichnet, das vom goldhinterlegten US-Dollar als Leitwährung bestimmt war. Die Idee eines Systems fester Wechselkurse ging ursprünglich auf David Ricardo (1772–1823) zurück. In Bretton Woods kamen vom 1. bis zum 22. Juli 1944 die Finanzminister und Notenbankgouverneure von 44 Staaten der späteren Siegermächte zusammen, um zum Abschluss das Bretton-Woods-Abkommen zu unterzeichnen. Zur Kontrolle und Durchsetzung des Abkommens wurden in der Folge die Bretton-Woods-Organisationen bzw. -Institutionen Weltbank und Internationaler Währungsfonds (IWF) geschaffen. Die Bundesrepublik Deutschland trat dem System fester Wechselkurse 1949 (also im Jahr ihrer Gründung) bei. 1971 folgte dann ein massiver Einschnitt in das System fester Wechselkurse, indem von den USA die Goldkonvertierbarkeit aufgehoben wurde. Bereits 1973 wurden in den meisten westeuropäischen Staaten und in Japan die Dollarkurse freigegeben. Die Wechselkurse wurden flexibel. In diesem Zusammenhang entstand der Begriff des freien Floatens, welches im Gegensatz zu fest fixierten Wechselkursen stand. Jedoch entschieden sich insbesondere kleinere Volkswirtschaften, die mehr vom internationalen Handel abhingen als zum Beispiel Japan oder die USA, feste Wechselkurse zu behalten. Dies wurde aber mit der Zeit immer schwieriger, da internationale Kapitalbewegungen durch neue Entwicklungen auf dem Gebiet der EDV-Technik und der Telekommunikation immer leichter und schneller vorstättengingen. Zudem gestaltete sich auch die Kontrolle schwieriger.

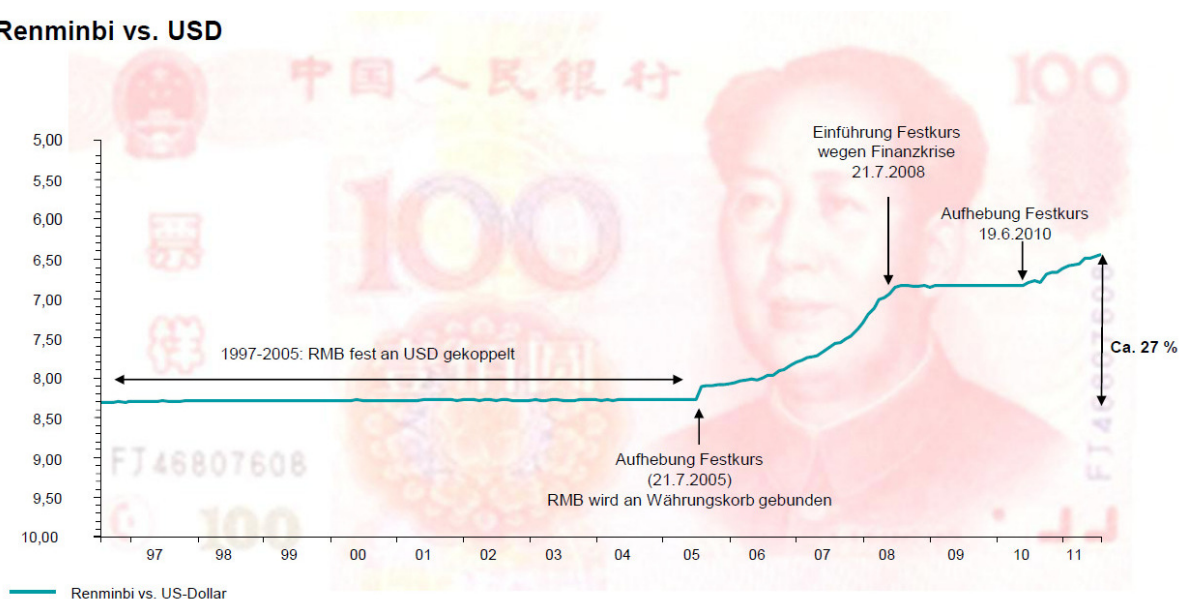
Mittlerweile gibt es über 160 Währungen weltweit, die überwiegend frei gegenüber anderen Währungen schwanken. Diesem internationalen Währungssystem wird von manchen die Schuld an Wechselkursvolatilität, Währungskriegen, globalen Ungleichgewichten, Dominanz des US-Dollars und immer wiederkehrenden Finanzkrisen gegeben. Betrachtet man den jüngsten „Währungskrieg“ der US-Ratingagenturen gegenüber dem Euro, so mag das zutreffen. Aber überwiegend führt das aktuelle System zu Ergebnissen, die die zugrundeliegende Realität widerspiegeln. Der US-\$ beispielsweise ist gegenüber den meisten Währungen schwach, weil die US-Wirtschaft 2008 schwer getroffen wurde, und die Wechselkursentwicklung ist Teil des Anpassungsprozesses. Brasiliens Wirtschaft boomt und eine Überhitzung führt zu Inflation, so dass die Wertsteigerung des Real das Beste überhaupt für Brasilien und die übrige Welt ist. Wechselkurse entwickeln sich oft überraschend, aber in den letzten vier, fünf Jahren verhielten sie sich, wie man erwarten sollte, um Lasten zu verteilen: Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen verzeichnen steigende Wechselkurse und umgekehrt.

Die Globalisierung hat Spannungen zwischen Gewinnern und Verlierern geschaffen. Wenn die Gewinner Erfolg haben, dann gibt es schnelles Wachstum; wenn die Verlierer die Weltwirtschaft nach unten ziehen, kann es zu rezessiven Entwicklungen kommen. Man darf allerdings nicht vergessen, dass wir im letzten Jahrzehnt die sechs Jahre (2003-2008) mit der höchsten Wachstumsrate in der

Menschheitsgeschichte erlebt haben. Wenn 2,5 Mrd. Menschen aus der Versenkung auftauchen, in der sie vor 300 Jahren verschwunden sind, dann muss das ein positiver Prozess sein, bei dem sich etliche Chancen aus der Sicht der Geldanlage bieten. Aber es handelt sich um einen Prozess mit Gewinnern und Verlierern. Die Gewinner profitieren von billiger Arbeit, billigem Kapital, billigen Rohstoffen, billiger Technologie und Organisation. Die Verlierer befinden sich nicht nur in den Industrieländern, aber es steht fest, dass Arbeitskräfte betroffen sind, die im Lohnwettbewerb stehen, sowie langfristige Sparer, die sich mit niedrigen Zinsen und Schulden in den Industrieländern konfrontiert sehen. Am Ende des Jahrzehnts werden wir in einer ganz anderen Welt leben, in der die Schaffung von Wachstum durch niedrige Wechselkurse und Zinsen in Ländern wie China nicht länger möglich ist, da diese auf einen großen Mangel an Rohmaterialien zusteuern. Dann wären wir auf dem Weg in eine Ära weltweit geringeren Realwachstums, in der die Wechselkurse der Schwellenländer rapide im Wert steigen. Auch wenn die Deflation letztlich die gefährlichsten Kräfte freisetzen würde, wird mittel- bzw. langfristig das bedrohlichste Risiko die Inflation in den Industrieländern sein, da der Anstieg der Währungen der Schwellenländer die Inflation in den Westen exportiert.

Ein abschließend sehr konkretes Beispiel für die hoch komplexen Zusammenhänge der global vernetzten Welt soll der Chinesische Renminbi sein und zwar hier in Bezug auf den US-\$. Seit dem Ende

Renminbi vs. USD



der Präsidentschaft von Bill Clinton wurden für hohe Summen US-Staatsanleihen aufgelegt, die in den meisten Fällen von ausländischen Zentralbanken gekauft wurden. Die Peoples Bank of China (Zentralbank der Chinesen) beispielsweise drückt am Morgen Renminbi und wechselt sie in US-Dollar, um damit US-Staatsanleihen zu erwerben. Ähnlich machen dies auch andere Länder wie Taiwan, Korea oder Brasilien. Bis vor kurzem auch die Schweiz. Doch die Defizitfinanzierung durch die Zentralbanken hat ihren Höhepunkt bereits erreicht. China finanziert mit der Unterbewertung seiner Währung die USA, die wiederum chinesische Güter kaufen. Ein Wechselkurs bleibt jedoch nicht ewig unterbewertet, weil die erhöhte Versorgung mit Renminbi die inländische Teuerung schürt und zu höheren Löhnen führt. Dies bewirkt zusammen mit demografischen Veränderungen eine Verminderung der Wettbewerbsfähigkeit sowie des Handelsbilanzüberschusses Chinas. Sobald China keinen Überschuss mehr hat, wird es auch keine US-Staatsanleihen mehr kaufen.

Aus der Sicht eines langfristig denkenden Investors ist es daher ratsam, diese kommenden Entwicklungen zu antizipieren. Global agierende Rentenfonds stellen daher eine sinnvolle Depotbeimischung dar, um im Rahmen des globalen Anpassungsprozesses an möglichen Währungsaufwertungen zu partizipieren. Doch dabei wird man eine wesentlich höhere Volatilität als bei herkömmlichen Rentenfonds einkalkulieren müssen. Zum einen stellen die frei schwankenden Währungen an sich ein Risiko dar und zum anderen zirkuliert sehr viel „heißes“ Geld in den Schwellenländern, welches in turbulenten Marktphasen auch schnell wieder abgezogen wird.

Charttechnik, Stopp Loss und fragwürdige Strategien

Mittlerweile gibt es etliche Internetseiten und Börsenbriefe, die ihr Hauptaugenmerk auf die Charttechnik richten, also die Vielzahl einzelner Techniken, die eine Vorhersage zukünftiger Börsenkurse anhand historischer Kursentwicklungen (zum Beispiel Trends) anstrebt. Da werden dann folgende Kommentare verfasst:

Zur Beachtung: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung dar, eine Haftung ist ausgeschlossen.

„Die Aktie XY konnte bislang von der sich verbessernden Stimmung am deutschen Aktienmarkt nur wenig profitieren. Formationstechnisch drohte dabei eine bärische Flaggenbildung, die jedoch mit dem Kursprung Ende Januar nach oben hin ausgehebelt werden konnte. Damit strömte nun endlich auch in die Aktie XY wieder frisches Kapital und die Aktie konnte direkt im Anschluss auch die kurzfristige Abwärtstrendlinie nach oben durchbrechen und so ein weiteres Kaufsignal generieren. An dieses setzte bei 17,25 Euro eine Pullbackbewegung ein, die mit den Kursgewinnen in den vergangenen zwei Tagen erfolgreich abgeschlossen sein dürfte. Einfach wird es für die Käufer jedoch nicht, denn bei 18,14 Euro und dann bei 19,36 Euro und ca. 21,10 Euro warten schon die nächsten markanten Widerstände auf diese. Ausblick: Das kurzfristige Sentiment in den Aktien von XY ist bullisch, so lange die Aktie nicht wieder unter 14,32 Euro zurückfällt. Ein solcher Rücksetzer dürfte wieder verstärkt Verkäufe auf den Plan rufen, mit denen dann die Kurse weiter bis auf 13,15 Euro wegbrechen könnten. Bis dahin jedoch werden zunächst weitere Kursgewinne präferiert, wobei die nächsten Ziele bei 19,36 Euro und darüber dann bei 21,10 Euro liegen.“

Erschreckend ist nicht, dass so ein Mist geschrieben wird. Das wird immer passieren. Erschreckend ist, dass so ein Mist sich auf vielen Börsenseiten findet, und dass viele Menschen glauben, man könne Börse so erklären. Dabei ist gerade dieser Ausblick ein wunderschönes Beispiel dafür, wie inhaltsleer solche Analysen sind. Da steht: „Der Ausblick ist bullisch, solange die Aktie nicht wieder fällt.“ Hallo? Die Frage ist: Warum wird ein solcher Mist gelesen? Und die Antwort ist einfach: Viele Menschen wollen sich nicht mit der komplexen Realität befassen und flüchten sich lieber in Pseudoerklärungen. Das besprochene Unternehmen ist ein deutscher Standardwert. Alles was zählt ist die Frage, wie viel Ertrag dieses Unternehmen unter normalen zukünftigen Bedingungen (Benjamin Grahams (Urvater des Value-Investings) „average future conditions“) erzielen wird und was seine Substanz wert ist. Davon hängt der Wert der Aktie ab. Und dann kann man bestimmen, ob die Aktie über- oder unterbewertet ist. Wann genau allerdings der Kurs steigt und wieder den ökonomischen Wert der Aktie wiedergibt, lässt sich nicht sagen. Und um den ökonomischen Wert zu bestimmen, muss man sich schon mit Betriebswirtschaft beschäftigen.

Zum Thema Stopp-Loss: Die Finanzbranche und auch einige Börsenbriefe schreiben viel über Stopp-Loss. Stopp-Loss sind gut für die Nerven, aber sie vernichten aus drei Gründen Kapital. Erstens verkaufen Sie oftmals billiger, als Sie einkaufen, und das kann keine gute Strategie sein. Zweitens wird bei der Stopp—Marke ja nur die Verkaufsoffer ausgelöst, und das meistens in einem ungünstigen Moment, wenn andere auch verkaufen wollen. Sie können also unter Umständen gar nicht nahe der Marke verkaufen, sondern weit darunter. Drittens, und das ist das Wichtige: im Moment fühlen Sie sich zwar gut, wenn der Markt runtergeht, aber wann wieder einsteigen? „Wenn der Boden gefunden ist natürlich“, werden nun einige sagen. Nun, es gibt wohl kaum einen dümmen Spruch. Wann wissen Sie denn, zu welchem Zeitpunkt der Boden gefunden ist? Dann, wenn Sie weit, weit davon weg sind und der Markt vom Tief schon wieder Riesengewinne gemacht hat! Sie sehen also wie die Kurse wieder steigen und warten auf einen Rücksetzer. Wenn er kommt, kaufen Sie vielleicht, dann löst der nächste Stopp-Loss aus, weil die Kurse weiter fallen. Dann steigen sie. Und steigen. Und OBERHALB Ihres Verkaufskurses steigen sie dann wieder ein.

Sowohl die jüngste Vergangenheit als auch die länger zurückliegende Historie zeigen etliche Beispiele, wie schwierig es ist, wenn man dem Irrglauben erliegt, man könne den Markt beherrschen (was natürlich eine Zeit lang auch einmal funktionieren kann!). Hierzu einige Beispiele: Ein großer Münchener Anbieter von Börseninformationen suggeriert auf seiner Homepage jeden Tag, wie toll die Gewinnchancen mit charttechnischer Analyse sind. Der Fehler war, vor zwei Jahren einen Fonds aufzulegen, der diese Ideen in der Praxis, also mit echtem Geld, umsetzen sollte. Der Fonds hat enttäuscht und liegt nach wie vor wie vor unter Wasser. Ein weiteres Beispiel ist der ehemalige ultimative und am besten verdienende Hedgefondsmanager der Welt, Jim Paulson, der damals mit Wetten gegen US-Immobilien bekannt wurde. Dieser hat 2011 mit seinem Vorzeigefonds „Advantage Plus“ rund 50% an Wert verloren. Das prominenteste Beispiel aus der Historie ist jedoch sicherlich die große Pleite des LTCM-Fonds. Long-Term Capital Management (LTCM) war ein 1994 von John Meriwether (früherer Vize-Chef und Leiter des Rentenhandels bei Salomon Brothers) gegründeter Hedgefonds. Unter den Direktoren waren auch Myron Samuel Scholes und Robert C. Merton, denen 1997 der Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften verliehen wurde. Zur Krise kam es durch starke Turbulenzen auf den Finanzmärkten durch die offene Wirtschaft und die Währungskrise in Russland 1998. Große Fonds und Portfolios wurden aufgrund der Russlandkrise verstärkt in sichere US-Staatspapiere (US-Treasury Bonds) umgeschichtet, so dass die Spreads (Preisunterschiede) stark stiegen. Der Fonds hatte aber eben auf eine Preiseinengung spekuliert. Im August 1998 verringerte sich das Eigenkapital auf 2,1 Mrd. USD und LTCM veräußerten in der Folge einen Großteil der Anlagen zu Schleuderpreisen. Über Kreditmechanismen wirkte die Hebelwirkung (Leverage-Effekt) so stark in die Verlustrechnung, dass eine Kettenreaktion auf die internationalen Finanzmärkte befürchtet wurde, da aufgrund des Rück-

ganges des Kapitals im August auf 2,1 Mrd. USD ein Nennwert von 1,25 Billionen USD gegenüber stand. Da nicht genug Eigenkapital zum Ausgleich vorhanden war und LTCM die Zahlungsunfähigkeit drohte, musste eine Rettungsoperation eingeleitet werden, da in dieser Situation ein Zusammenbrechen des US-amerikanischen und internationalen Finanzsystems zu befürchten war. Dieses Beispiel zeigt, dass selbst Nobelpreisträger mit noch so tollen mathematischen Formeln den Markt langfristig nicht beherrschen können. Kurz- und mittelfristig sind Kursbewegungen schlicht und ergreifend nicht vorhersehbar, weil sie einem sog. "Random Walk" folgen, also rein zufällig sind. Es ist also wichtig rational, konträr und wertorientiert anzulegen.

Es gibt leider immer mehr Anleger, die immer besessener im Bann kurzfristiger Ergebnisse stehen. „Man sollte sich genau diese Tatsache zu nutzen machen, indem man sich den Wettbewerbsvorteil eines etwas längeren Zeithorizonts gönnt“, so der Leiter Kapitalanlagen Yves Bonzon der Schweizer Privatbank Pictet.

Fazit:

„Wer jetzt nicht ins Risiko geht, ist bereits mitten drin“, so der aktuelle Kommentar eines geschätzten Berufskollegen im Handelsblatt. Gemeint ist damit die Entschuldung der Industriestaaten über Inflation. Sonst würde die Schuldenquote nicht sinken. Staatsanleihen oder Festgelder boten bisher risikolose Erträge, langfristig würden sie allerdings nur noch ertragsfreies Risiko darstellen.

Doch das Auf und Ab an den Finanzmärkten hat schon seit langer Zeit deutliche Risse in der Psyche der Anleger hinterlassen. Die Summe an verschiedensten Irritationen hat sich wie Mehltau über den Anlegern festgesetzt. In der Finanzbranche hat die hohe Verunsicherung aber einen gefährlichen Nährboden für neuartige, flexible, innovative und noch so tolle Anlageideen geschaffen. Dem Anleger wird suggeriert, dass herkömmliche Anlageinstrumente zu unflexibel oder altbacken seien. Doch die Geldanlage kann ohne den weißen Pilz auskommen. Ein seriöser und guter Rat kann nur sein, sich trotz der Widrigkeiten der letzten Jahre, keinem „Falschen Mehltau“ zu erliegen. Bei der Geldanlage gibt es eigene Gesetze. In der Summe lässt sich sagen, dass das „Ökosystem Finanzen“ viel besser ohne Mehlaubefall gedeihen kann. Dem Anleger zu suggerieren, man müsste das Rad neu erfinden, halten wir für extrem gefährlich. Vielmehr ist weiterhin an einer vernünftigen Vermögensaufteilung nach dem Reinheitsgebot festzuhalten.

Nachsatz

In einem aktuellen Artikel in der „Welt Online“ geht es um die Frage, was wir alle möglicherweise am Ende unseres Lebens am meisten bereuen werden. Die Palliativpflegerin Bronnie Ware, die Menschen in ihren letzten Stunden begleitet, hat zu dem Thema ein Buch geschrieben. Die Erkenntnisse aus den Gesprächen mit sterbenden Menschen sollten uns innehalten und nachdenken lassen. Diese Menschen sagen:

1. "Ich wünschte, ich hätte den Mut gehabt, mein eigenes Leben zu leben"
2. "Ich wünschte, ich hätte nicht so viel gearbeitet"
3. "Ich wünschte, ich hätte den Mut gehabt, meine Gefühle auszudrücken"
4. "Ich wünschte, ich hätte den Kontakt zu meinen Freunden aufrechterhalten"
5. "Ich wünschte, ich hätte mir erlaubt, glücklicher zu sein"

So spannend und wichtig das Thema Geldanlage auch sein mag, so erfreulich es sein mag, wenn eine Anlageidee aufgeht - letztlich sind es andere Dinge, die wirklich wichtig sind.

03.04.2012

Mirko Kohlbrecher - Spiekermann & CO AG