



INFORMATIONEN DER SPIEKERMANN & CO AG

Marktkommentar Oktober 2014



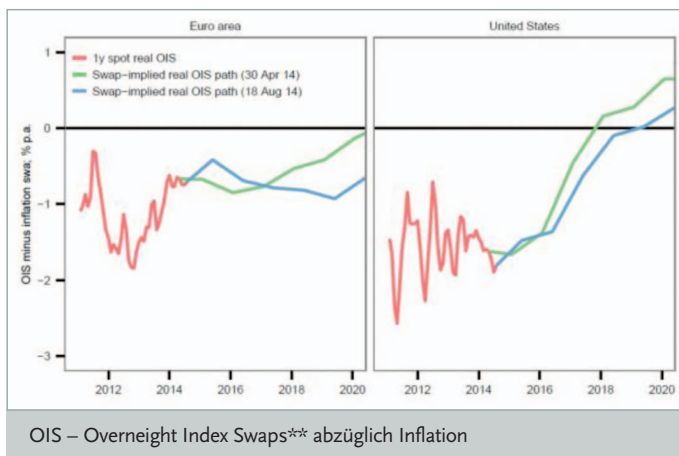
Traurige Welt

Das Marktgeschehen in den letzten Monaten wurde überwiegend durch den Konflikt in der Ostukraine beeinflusst. Nach intensiver Recherche müssen wir allerdings feststellen, dass wir dieses äußerst komplexe geopolitische Thema in ein paar Zeilen nicht fundiert zusammenfassen können. Wenn man sich mit der Menschheitsgeschichte befasst, merkt man, dass sich die Menschheit kaum verändert hat. Abgrenzung gegenüber anderen, Freundschaften und Allianzen, Herrschaftsstrukturen, Konflikte und Auseinandersetzungen durchziehen in immer wechselnden Schattierungen die Vergangenheit. Auch in der aktuellen Auseinandersetzung werden bewusst Konflikte geschürt, wie es in den vielen tausend Jahren Menschheitsgeschichte unzählige Male geschehen ist. Und das keinesfalls nur von einer Seite.

Es verbleibt die schon vor 2500 Jahren geäußerte traurige Erkenntnis des griechischen Dichters Aischylos (525-456 v. Chr.): „Im Krieg ist die Wahrheit das erste Opfer“.

0,05% - Verzweiflung am Siedepunkt

Die Europäische Zentralbank hat die Finanzmärkte wieder einmal überrascht. Sie hat Anfang September den wichtigsten Zins, den sogenannten Leitzins, auf 0,05% gesenkt. Die Entscheidung zeigt, wie stark sich die Konjunkturperspektiven in der Euro-Zone eingetrübt haben. Noch vor dem Sommer bestand Hoffnung, dass die Erholung der Wirtschaft an Fahrt aufnimmt. Danach sieht es derzeit nicht mehr aus – wegen der angespannten geopolitischen Lage, aber auch, weil die wirtschaftlichen Probleme Europas noch nicht gelöst sind. Nun ist es nicht so, dass der Präsident der Europäischen Zentralbank Mario Draghi und seine Kollegen nicht wüssten, dass ihre Maßnahmen nur wenig bringen können. Alle haben im Studium gelernt, dass die Geldpolitik nur eine beschränkte Wirkung hat und die Probleme, vor denen wir stehen, nicht alleine lösen kann. Vergeblich rufen sie deshalb nach dem Handeln der Politik: Reformen und – so zumindest aus unserer Sicht notwendig – Schuldenrestrukturierung. Doch nichts passiert. So werden die Notenbanken immer mehr zur letzten Rettungsinstanz und könnten dabei ihre Reputation erheblich schädigen. Zum einen, weil sie es nicht schaffen, die Krise zu beenden. Zum anderen, wenn sie doch noch erfolgreich Inflation erzeugen. Ende August ging die Tagung der Zentralbanken in Jackson Hole in den USA zu Ende. Hier wurde noch einmal explizit deutlich,



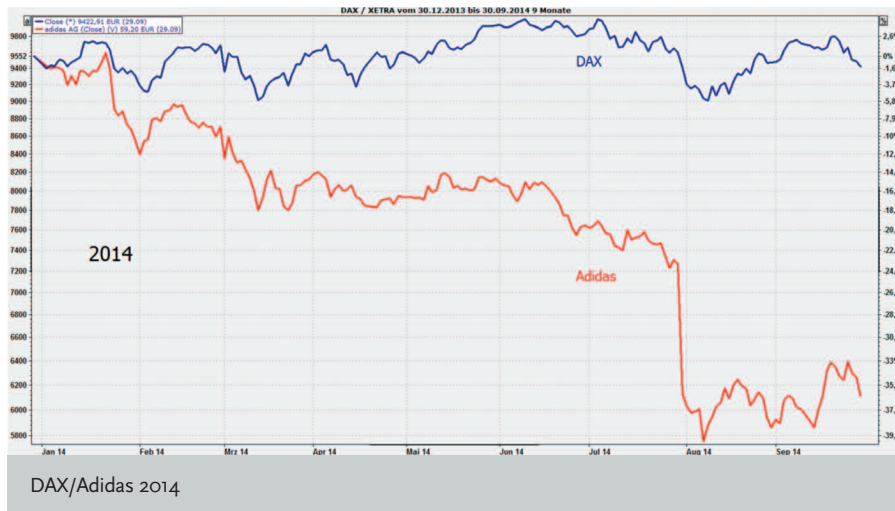
mit welcher Perspektive die wichtigsten Notenbanken die Zinsmärkte steuern wollen. Die Grafik zeigt die Entwicklung der realen Zinsen, also die Zinsen nach Abzug der Inflation, in der Eurozone und in den USA (rot). Die grüne Linie zeigt die Erwartung der realen Zinsentwicklung im April dieses Jahres im Vergleich zur aktuellen Einschätzung (blau). Der Präsident der Europäischen Zentralbank Mario Draghi sagte, dass die EZB ihre expansive Geldpolitik fortsetzen werde und er forderte die Regierungen auf, das auch zu tun. Und auch die Präsidentin der amerikanischen Notenbank Janet Yellen stimmte die Welt darauf ein, dass das Zinsniveau niedrig bleiben werde. Auch der dritte „Helikopterflieger“* Haruhiko Kuroda, Präsident der japanischen Notenbank, betonte, dass die Bank of Japan ihre expansive Geldpolitik so lange fortsetzen werde, bis die

Inflationsrate mindestens bei zwei Prozent liegt. Nach den Erwartungen der Notenbanken sollen die Realzinsen in Europa auch 2020 noch deutlich im negativen Bereich liegen, während sie in den USA „schon“ um 2019 wieder positiv würden. Mit anderen Worten: europäische Sparer werden noch lange schleichend enteignet. Das Kalkül ist klar. In Europa liegen die großen Sparvermögen, während Privatpersonen in den USA vor allem Aktiensparpläne, Immobilien und Schulden haben. Ende 2013 besaßen die Deutschen Bargeld, Sichteinlagen und Festverzinsliche Wertpapiere in Höhe von 2,4 Billionen Euro, Aktien im Wert von 300 Milliarden. Damit machen Aktien gerade mal 12,5 Prozent der Summe aus, welche in Geldanlagen gebunden ist. Klar ist, dass um Sachanlagen, wie z.B. Aktien oder Edelmetalle, zur Vermögenssicherung und -steigerung kein Weg herum führt. Allerdings gibt es bei Sachanlagen immer das Problem der Bewertung und meistens das Problem der Schwankungen, insbesondere bei Aktien. Um damit umzugehen, braucht man zum einen Erfahrung und zum anderen gute Nerven.

Die Zentralbanken wollen offensichtlich mit ihrer Tiefzinspolitik dem Wirtschafts- bzw. Finanzsystem Stress entziehen und mit zusätzlichen Anleihekäufen den Bankensektor weiterhin stützen. Doch ist das der richtige Plan? Jedes System, ob in der Politik, der Natur oder der Wirtschaft, lebt von einer gewissen Dosis an natürlichem Stress. Denn Stress bedeutet auch gleichzeitig Information. Das Problem mit künstlich unterdrücktem Stress besteht nicht nur darin, dass das System fragil zu werden droht, sondern, dass es gleichzeitig keine sichtbaren Risiken mehr aufweist. Es wird Zeit, dass ein großes Umdenken hinsichtlich der Schuldenspirale in der westlichen Welt stattfindet.

Aktien: DAX in 2014 mit Mühe

Der DAX hat sich in 2014 bisher schwer getan. Im dritten Quartal tauchte der deutsche Leitindex sogar zwischenzeitlich deutlich ins Minus, konnte sich aber gegen Ende September wieder etwas erholen. Hintergrund dieser Seitwärtsbewegung ist wohl hauptsächlich die Tatsache, dass die Kurse den Gewinnen in den letzten Jahren vorausgelaufen sind. Ein prominentes Beispiel hierfür ist die Aktie von Adidas, die in 2014 mehr als 1/3 an Wert verlor. Hier waren es wohl eher die verfehlten (hohen) Erwartungen als die Krise in der Ostukraine, die der Aktie zusetzten. Deutschland leidet zudem unter wieder zunehmendem Pessimismus gegenüber Europa. Angefangen hat es mit den enttäuschenden Zahlen zum Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal. Ursprünglich konnte man noch annehmen, dies sei ein „Ausrutscher“, der mit technischen Faktoren, wie dem milden Winter und der geringeren Zahl an Arbeitstagen, zu erklären sei. Inzwischen mehren sich aber die Indikatoren, die auf eine auch weiterhin schwache Entwicklung hindeuten. Der ifo-Index ist im August zum vierten Mal hintereinander kräftig zurückgegangen. Ohne groß überrascht zu sein, müssen wir feststellen, dass sich das Wirtschaftswachstum abschwächt. Die noch zu Beginn des Jahres gehegte Hoffnung auf eine

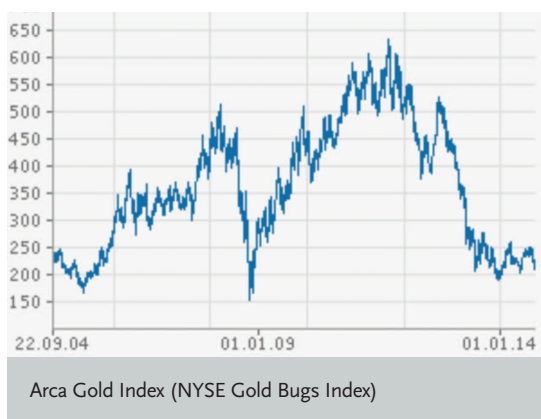


durchweg konjunkturelle Belebung in der Welt war wohl überzogen. Die Welt steht zwar nicht vor einer neuen Rezession, aber die Auftriebskräfte sind doch wesentlich schwächer als erwartet. Daraus folgen drei Punkte: Erstens ist eine Fortsetzung des Aktienaufschwungs im Tempo der letzten Jahre aus fundamentaler Sicht nicht mehr gerechtfertigt. Es müssen kleinere Brötchen gebacken werden. Das ist kein Beinbruch. Jeder vernünftige Mensch musste das erwarten. Bei dem niedrigen gesamtwirtschaftlichen Wachstum passen nur noch Kurssteigerungen von 3 % bis 4 % pro Jahr in die Landschaft. Zweitens: Die

Fundamentaldaten sind aber nicht so schlecht, dass man einen großen Absturz der Kurse fürchten muss. Es ist auch nicht so, dass Aktienkurse immer fallen müssen, wenn sie nicht mehr steigen. Die zwei Einbrüche nach der Blase der New Economy im Jahr 2000 (minus 70 %) und nach der Pleite der Lehman Bank 2008 (minus 50 %) waren historisch gesehen Ausnahmen. Die „normalen“ Kursrückgänge bewegten sich in den 60 Jahren der Nachkriegszeit eher in der Größenordnung von 10 % bis 15 %. Das ist es, auf was sich jeder Investor jederzeit einstellen muss und was in der Risikoprämie für Aktien enthalten ist. Drittens: Wenn die generelle Hausse zu Ende ist, verläuft die Entwicklung an den Aktienmärkten differenzierter. Die Zeiten von „Läuft Butter, läuft Käse“ sind dann vorbei. Der Anleger muss nach Chancen länger suchen. Das gilt für einzelne Unternehmen, die positiv oder negativ aus der allgemeinen Entwicklung herausragen können.

Goldminenaktien: Eine antizyklische Chance?

Schaut man sich die Kursentwicklung der wichtigsten Goldförderer der Erde an, so stellt man fest, dass sich die Kurse von den Höchstständen 2011 oft mehr als halbiert haben. Der permanent steigende Goldpreis hatte viele der Minenbetreiber in teure neue Projekte mit hohen Förderkosten gelockt. Und dann fiel der Goldpreis plötzlich deutlich, etliche Minen und damit auch die Betreiber schrieben Verluste. Minen mussten stillgelegt werden, was Sonderabschreibungen zur Folge hatte. Teilweise wurden



Kapitalerhöhungen durchgeführt. Somit haben wir den Prozess der „natürlichen“ Bereinigung möglicherweise hinter uns. Zumindest hat sich die Wahrscheinlichkeit dafür deutlich erhöht. Denn bei den meisten Goldminenbetreibern kann man eine Neupositionierung hin zu mehr Profitabilität deutlich erkennen. Doch bei vielen Anlegern steckt der Stachel der Kursverluste der letzten Jahre noch tief, was Zweifel an diesen Investments zur Folge hat. Was aber die meisten Anleger wohl verkennen, ist die wahrscheinliche Regression zur Mitte. Wir haben es bei Goldminenaktien in den letzten 10 Jahren mit zwei Extremen zu tun gehabt, sowohl im positiven als auch im negativen Fall. Ein „Einpendeln“ zur Mitte hin erscheint uns daher ein Szenario, was einer Wahrscheinlichkeit von über 50 % entspricht, da auf extreme Phasen oft weniger extreme folgen. Somit ist das Chance-Risiko-Verhältnis als gut einzuordnen.

Gold und demnach auch Goldminenaktien werden immer wieder im Zusammenhang mit einem Schutz vor dem Zusammenbruch unseres Finanzsystems genannt (...wobei es einen Zusammenbruch wohl nur sehr unwahrscheinlich geben wird, eher eine Neujustierung welcher Art auch immer). In 2008/2009 haben sowohl Gold- als auch Goldminenaktien diese Schutzfunktion nicht ausgeübt und haben stattdessen eng mit dem Gesamtmarkt korreliert. Allerdings ist unser Finanzsystem auch 2008/2009 nicht zusammengebrochen. Somit können wir daraus keinerlei Erkenntnis ziehen. Für die Zukunft sollten wir ohnehin vorsichtig mit Prognosen sein, da wir uns regelmäßig überschätzen in unserer Prognosefähigkeit. Wir sollten vielmehr unsere Prognosen auf probabilistische Aussagen konzentrieren, also Wahrscheinlichkeitsaussagen. Eine probabilistische Aussage sagt über einen Sachverhalt (etwa das Zustandekommen eines Ereignisses) aus, dass dieser zu einer bestimmten Wahrscheinlichkeit im Verhältnis steht. Man sollte sich immer die Frage stellen, ob alternative Ergebnisse hätten stattfinden können, ob sich die Welt anders hätte entwickeln können. Fakt ist, dass die westliche Welt in einer massiven Überschuldungsspirale gefangen ist. Spielt man alle Entschuldungsszenarien konsequent durch (langsame Genesung, Deflation, Inflation und Insolvenz einzelner Staaten/Banken), so sollten Gold- und Goldminenaktien in mindestens zwei Szenarien mit guter Wahrscheinlichkeit ihre Schutzfunktionen ausüben können bzw. eine relative Attraktivität zu den vielen künstlich aufgeblähten Assets bieten. Insbesondere bei einem Szenario der weiterhin tiefen Realzinsen sollten Goldminenaktien eine gute Anlageoption sein, da der Goldpreis dann eher fester notieren würde und die Goldminenbetreiber von einem steigenden Goldpreis und der Konzentration auf Rentabilität quasi doppelt profitieren könnten.

Der Welt mangelt es an einer gut fundierten und stabilen Währung, die durch fiskalische Verantwortung und eine wohlüberlegte Geldpolitik gedeckt wird. Solange es immer noch Risiken für das Finanzsystem gibt, fungiert Gold weiterhin als ein hochliquides Mittel zur Wertaufbewahrung außerhalb der etablierten Finanzstruktur. Das Angebot des Edelmetalls ist begrenzt, es kommt ohne Gegenpartierisiken aus und hängt nicht von der Glaubwürdigkeit einer Regierung ab. Zwar hat sich der Goldpreis in letzter Zeit glanzlos entwickelt, aber die weiter bestehenden Ungleichgewichte im Finanzsystem schaffen Risiken, sodass die Grundlagen eines langfristigen Bullenmarktes für Gold vorhanden bleiben.

Immobilien – Die Illusion der Deutschen

Die Deutschen lieben Immobilien. „Das ist etwas, was man anpacken kann“. Zweifelsohne ist die eigene Immobilie für jeden ein erstrebenswertes Gut. Zudem bilden Mietimmobilien in großen Vermögen eine sinnvolle Diversifikation. Aber die Renditen sind weitaus geringer als wir es annehmen. Dies hat nun eine Studie des DIW (Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung) bestätigt. Von den knapp sieben Millionen Eigentümern vermieteter Immobilien verdienen demnach ohne Berücksichtigung der Inflation rund drei Millionen keinen Cent. Fast eine halbe Million davon erwirtschaftet sogar eine negative Rendite, wie dies die Ökonomen formulieren. Rechnet man den Anstieg des Preisniveaus mit ein, steigt die Zahl der Immobilienanleger, die draufzahlen, sogar noch.

Doch läuft da nicht gerade ein starker Immobilienaufschwung? Ist da nicht ständig von Wohnungsnot und kaum noch bezahlbaren Mieten die Rede? Tatsächlich spiegeln die Antworten einige Risiken auch im Aufschwung wieder, die mehr Beachtung finden sollten. In den zahlreichen Regionen, aus denen die Menschen wegziehen, werden Wohnungen derzeit eher billiger. Die staatlichen Vorgaben, etwa für Energiesparen und Klimaschutz, belasten das private Budget immer stärker. Viele Wohnungskäufer vernachlässigen auch, dass schon die schlichte Werterhaltung viel Geld verschlingt. So entfällt auf den reinen Kaufpreis oftmals nur ein Drittel, während zwei Drittel während der Lebensdauer der Immobilie auf die Sanierung entfällt.

Doch woran liegt es, dass viele dieser Illusion erliegen? Rolf Dobelli hat in seinem fantastischen Buch „Die Kunst des klaren Denkens“ viele unserer Denkfehler beschrieben. Bei Immobilien gibt es einige davon. Ein Denkfehler, den Immobilienkäufer besonders häufig begehen, ist der „Confirmation-Bias“ – auch Bestätigungsfehler genannt. Er beschreibt die Tendenz, eher jenen Informationen zu vertrauen, die den eigenen Ansichten entsprechen. Widersprüchliche Informationen, die nicht in bestehende Muster passen, blenden viele Menschen hingegen einfach aus. Der feuchte Keller – nicht so schlimm. Die vielbefahrene Straße – kaum zu hören. Des Weiteren spielt das „Survivorship-Bias“ eine nicht zu unterschätzende Rolle (Gewinner wahrnehmen, Verlierer ausblenden). Im Augenblick überbieten sich viele Immobilienverkäufer mit Erfolgsgeschichten, etwa über hohe Renditen beim Wiederverkauf. Verkäufer, die mit wenig Wertzuwachs oder unter dem Einstandspreis veräußern mussten, hüllen sich dagegen oft in Schweigen. „Meist handelt es sich bei hohen Preissteigerungen um Investments in begehrten Lagen der Metropolen“, sagt Michael Goris, Vorstandsvorsitzender der Interhyp AG. „Auf dem Land ist die Nachfrage nach Immobilien in der Regel deutlich geringer.“ Letztlich spielt auch der „Overconfidence-Effekt“ eine gewisse Rolle. Fragt man Autofahrer, ob sie sich zu den besten 30 Prozent zählen, antworten 80 Prozent mit „ja“. Dass diese Rechnung nicht aufgeht, ist offensichtlich. Die Diskrepanz kommt zustande, weil Menschen dazu neigen, sich selbst zu überschätzen und hier im Speziellen auch den Wert ihrer Immobilien oft zu hoch anzusetzen. Wer schon einmal eine Immobilie verkaufen wollte, dürfte sich gewundert haben, dass die Wertvorstellung oft deutlich über dem begutachteten Wert lag. Zudem gibt es oft keinen klaren Ergebnisausweis, der alle Kosten berücksichtigt, so dass viele Anleger nur eine gefühlte Rendite haben.

Fazit

Die globale Wirtschaft kann in den nächsten Jahren nicht mehr so stark wachsen wie in der Vergangenheit. Und Rendite korreliert zum Teil eben auch mit Wachstum. Die Überschuldung der westlichen Welt muss abgebaut werden, auf welchem Wege auch immer. Dieser Prozess wird jeden treffen. Insgesamt müssen wir uns daher auf geringere Renditen aller Anlageklassen einstellen. Eine falsche Erwartungshaltung schüren schon genügend Marktteilnehmer, womit schon viele Anleger schmerzliche Erfahrungen gesammelt haben...(von diversen Beteiligungen (Steuern sparen? Sicherheit?) bis zu Prokon (Hohe Zinszahlungen)).

Eine auskömmliche Rendite bleibt natürlich auch weiterhin unser wichtigstes Ziel, aber wir verstehen uns auch als ein verlässlicher Navigator, der Sie, liebe Mandanten mit einem realistischen Blick auf die „Finanzwelt“ durch diese rauen Zeiten führen möchte.

30.09.2014 Mirko Kohlbrecher

*Der ehemalige amerikanische Notenbankpräsident Ben Bernanke wurde oft Heliben genannt. Der Grund resultiert daher, dass er einmal die Aussage machte: Mehr Geld zu drucken und wenn außergewöhnliche Umstände es verlangen, sogar Dollarscheine mit dem Hubschrauber über den USA abzuwerfen, um die von Greenspan begonnene Politik des ultra leichten Geldes und die durch Kredit getriebenen Vermögenspreisinflation weiter am Laufen zu halten.

**Ein Swap (engl. (Aus-)Tausch) stellt im wirtschaftlichen Sinne einen Sammelbegriff für derivative Finanzinstrumente dar, deren Gemeinsamkeit ein Austausch von zukünftigen Zahlungsströmen (Cash Flows) ist. Die Vereinbarung definiert dabei, wie die Zahlungen berechnet und wann sie fällig werden. Mit Swaps können Zahlungsströme fast beliebiger Natur getauscht werden. Dadurch können gezielt finanzielle Risiken in der Finanzierung, in der Bilanzstruktur oder in der Absicherung eines Portfolios optimiert werden. Swaps können leichter handelbar sein und ihre Märkte liquider sein als die Märkte ihrer Basiswerte. Außerdem erlauben Swaps wie andere Derivate, Risiken einzeln und getrennt von den zugehörigen Basiswerten zu handeln.