



INFORMATIONEN DER SPIEKERMANN & CO AG

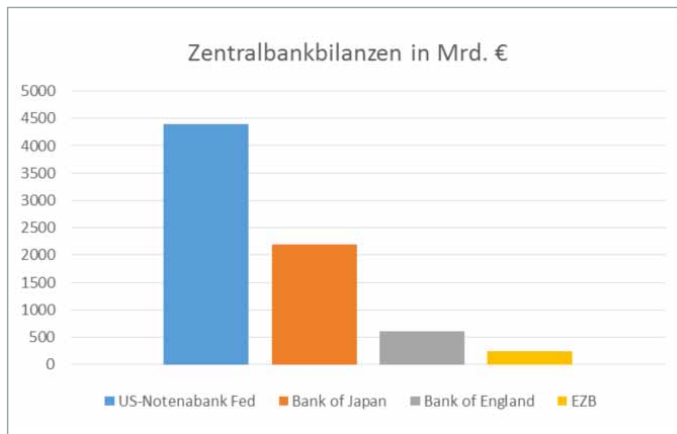
Marktkommentar Januar 2015



Negativzinsen – Notenbanken extrem – Weitere Kennzeichen einer „Ponziwelt“

Mittlerweile kennt wohl fast jeder die Skatbank. Als erste Bank in Deutschland hatte das thüringische Institut negative Zinsen auf besonders hohe Sparguthaben verlangt. Negative Zinsen? Was sich wie ein schlechter Scherz anhört, wird immer mehr zur Realität. Weitere größere Banken haben sich angeschlossen. Aktuell sind es überwiegend die großen institutionellen Anleger, die bereits Post ihrer Banken bekommen haben. Doch auch für Privatkunden ist ein Szenario negativer Zinsen, oder schöner ausgedrückt „Wertaufbewahrungsgebühren“, in 2015 nicht unwahrscheinlich, erläutert Prof. Dr. Hartwig Webersinke, Professor für Finanzdienstleistungen an der Hochschule Aschaffenburg. Seit September müssen die Banken nämlich bei der Europäischen Zentralbank -0,2% Zinsen bezahlen, wenn Sie dort Geld kurzfristig parken wollen (sogenannte Einlagefazilität). Schreiben sie ihren Kunden trotzdem Zinsen gut, machen sie demzufolge ein negatives Geschäft.

Diese negativen Zinsen stehen im Kontext mit der starken Überschuldung der westlichen Welt und den extremen Maßnahmen der Notenbanken der letzten Jahre. Die Zentralbanken haben ihre Bilanzen in der jüngsten Vergangenheit stark ausgeweitet, indem sie die Schulden der Staaten aufgekauft haben. Doch wohin manövrieren sich die Zentralbanken selbst? Das Vertrauen baut unter anderem darauf, dass die Zentralbanken die Geldmenge steuern können. Die Steuerung der Geldmenge hängt maßgeblich davon ab, ob die Zentralbank mit ihren Anlagen über ausreichend Flexibilität verfügt. Die Bilanzen der Notenbanken sind so groß wie nie. Es mangelt also nicht an Anlagen, die sie verkaufen könnten, um die Geldmenge zu steuern. Früher galt Gold als Reserveanlage. Die Geldmenge war an Goldreserven gekoppelt. Das wurde aufgegeben und immer mehr Anlagen als Reserveanlagen definiert. Durch die Anleihenkaufprogramme sind die Zentralbankbilanzen nun im Zinsrisiko, da steigende Zinsen Kursverluste für die verbliebenen Anleihen bedeuten würden.



Betrachtet man die Bilanzsummen der großen 4 Zentralbanken (Fed, Bank of Japan, Bank of England und EZB), dann ist die Höhe der potentiell gefährdeten Anlagen sehr groß (siehe Grafik: Eigendarstellung). Die Fed führt mit 4,5 Billionen \$ die schwerste Bilanz. Die Bank of Japan ist mit umgerechnet gut 2 Billionen \$ noch ein Stück dahinter. Man bedenke aber, dass die japanische Volkswirtschaft nur ein Drittel der amerikanischen ausmacht. Die Bank of England ist mit 600 Mrd. \$ bescheidener unterwegs und die Bilanz der EZB ist nur bei 200 Mrd. \$. In einem echten Stressszenario steigender Zinsen würde das Eigenkapital der Fed um einige Hundert Milliarden US-\$ in den negativen Bereich gehen. Die derzeit intensiv diskutierte Zinswende könnte daher komplexer und schwieriger als erwartet werden.

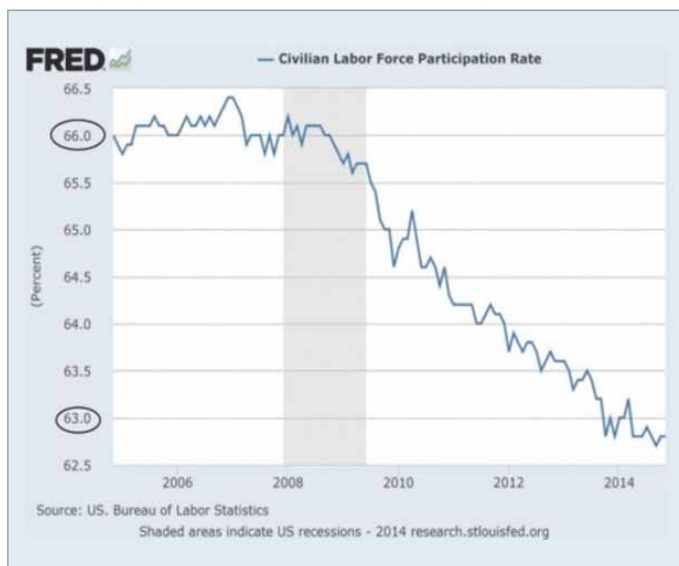
Was hat das alles mit Ponzi zu tun? Charles Ponzi lebte als italienischer Immigrant in den USA und war quasi der Erfinder des Schneeballsystems. Im englischen Sprachraum ist seine Masche unter dem Begriff „Ponzi scheme“ (deutsch etwa: „Ponzi-Trick“) bekannt. Heute sind es die Notenbanken, die sich mit immer komplexeren Ideen Zeit kaufen, um das Überschuldungsproblem so lange wie möglich in die Zukunft zu verschieben.

Aktien: Erhöhte Volatilität



Der größte Feind der Aktienanleger, die Volatilität, hat im Oktober wieder gnadenlos zugeschlagen. Vom Hoch im Juni/ Juli verlor beispielsweise der DAX 17%! Im Oktober war die Stimmung am Tiefpunkt und es gab eine Vielzahl von allgemeinen Verkaufsempfehlungen für Aktien. Insbesondere börsengehandelte Indexfonds (ETFs) auf den deutschen Leitindex DAX hatten im Oktober ungewöhnlich hohe Mittelabflüsse zu verzeichnen. Dies geht aus einer Analyse des Research-Unternehmens Morningstar hervor. Im Oktober wurden demnach netto 2,6 Milliarden Euro aus DAX-ETFs abgezogen, und damit fast halb so viel wie in den ersten neun Monaten insgesamt. In diesem Umfeld die Nerven zu bewahren, war kein leichtes Unterfangen.

Und dann? Als wäre nichts geschehen, gab es eine ebenso steile Gegenbewegung nach oben. Hohe Schwankungsbreite in Reinform und nichts für schwache Nerven. Wieder waren es die Notenbanken, die mit beruhigenden Worten die Märkte gestützt haben. Damit verfestigt sich auch bei Aktien die Erkenntnis, dass die Notenbanken mittlerweile zur wesentlichen Größe geworden sind. Ihre Zinspolitik ist bzw. wird zu einer zentralen Kraft für die Märkte. Auch weiterhin ist für Aktienanleger die Zinsfrage von großer Relevanz, da der Zins, sofern es ihn noch gibt, in Konkurrenz zur Aktie steht. Für 2015 ist die große Frage, ob die amerikanische Notenbank ihren Leitzins erhöht und wenn ja wie stark. Man kennt die Diskussionen um den US-Arbeitsmarkt. Das eine Lager wertet die Lage am Arbeitsmarkt positiv und attestiert eine deutlich verbesserte Arbeitslosenquote, das andere blickt vielleicht tiefer und sieht die grundlegenden strukturellen Probleme im US-Arbeitsmarkt. Zu nennen sind hier viele Teilzeitjobs, schlecht bezahlte Jobs und allem voran die stetig fallende „Labor Participation Rate“, also die fallende Anzahl der US-Bürger, die überhaupt noch für den Arbeitsmarkt zur Verfügung stehen. Die FED-Chefin Yellen hat in den letzten Ansprachen immer wieder auf diese Probleme hingewiesen und ist somit eigentlich eher dem zweiten Lager zuzuordnen. Nachfolgend der offizielle Chart der FED St. Louis zur Labor Participation Rate. Waren es vor der Finanzkrise noch rund 66% der Bürger, die dem Arbeitsmarkt zur Verfügung standen, so sind es derzeit weniger als 63%.



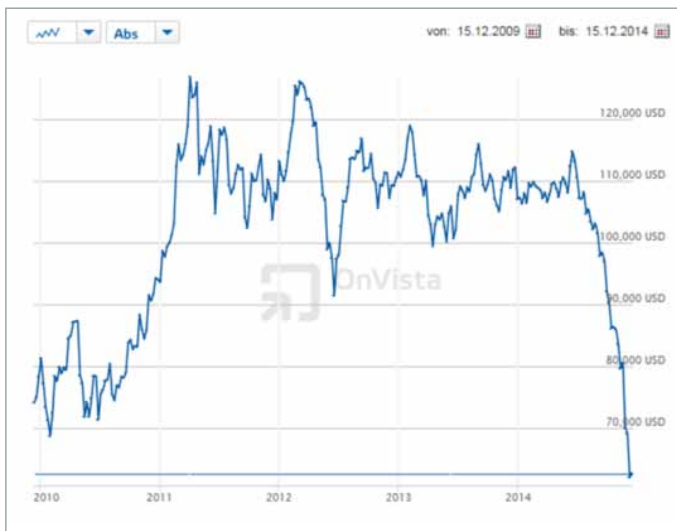
die Arbeitslosenquote mit einem Hebel, da die Labor Participation Rate die Basis für die Berechnung der AL-Quote ist. Es gibt aber noch zwei weitere wichtige Punkte, die die FED bedenken muss, bevor ein Zinsschritt getan werden kann. Zum einen der für die US-Wirtschaft bereits zu starke US-Dollar. Eine Zinserhöhung würde mehr Geld in den US-Dollar-Raum fließen lassen und die Exportwirtschaft der USA schwächen. Der zweite wichtige Punkt ist die Verschuldung der USA auf Rekordniveau. Am 01.12.2014 ist die Verschuldung der USA erstmals in der Geschichte auf über 18 Billionen US-Dollar gestiegen. Eine zügige Zinserhöhung in den USA erscheint daher vielleicht doch nicht so wahrscheinlich wie es derzeit häufiger erwartet wird. Die Volatilität dürfte in dieser Gemengelage hoch bleiben. Doch trotz dieser Schwankungen können wir nur immer wieder den Stellenwert der Aktie für die Gesellschaft unterstreichen. Ohne Beteiligung an Aktien wäre eine wohlstandsfördernde Wertschöpfung einer Volkswirtschaft nicht möglich.

Öl: Interessenpolitik pur

Das Ereignis der letzten Wochen war zweifellos die Entscheidung der erdölfördernden Länder (OPEC), auf den fallenden Ölpreis nicht zu reagieren. Die Ölfördermengen sollen nicht gedrosselt werden, stattdessen solle „der Markt entscheiden“, wo der faire Wert beim Öl zu sehen sei. Interessant ist die Frage, was die OPEC-Länder mit ihrem Schritt wohl bezwecken. Zunächst einmal schaden sie sich nämlich selbst, wenn sie den Ölpreis, wie jetzt geschehen, offenbar ganz gezielt schwächen. Hauptleittragende aber sind der Iran und Russland. Mit jedem Dollar unter dem ursprünglich für 2014 anvisierten Zielwert von 104 US-Dollar je Barrel verliert Russland pro Jahr rund zwei Milliarden US-Dollar. Allein im laufenden Jahr dürfte sich der Fehlbetrag auf 60 bis 80 Milliarden summieren.

Eine weitere Facette ist das Fracking in den USA. Die Fracking-Aktivitäten in den USA führen zu Veränderungen im Energiemarkt. In erster Linie ist das über Fracking geförderte Öl und Gas eine günstigere Energiequelle für in Amerika produzierende Firmen. Somit hat Fracking einen positiven Einfluss auf die amerikanische Wirtschaft. Es gibt Berechnungen, nach denen es sogar sein kann, dass die USA mittelfristig zum Netto-Exporteur von Energierohstoffen werden. Bis dato haben die USA netto immer Energierohstoffe importieren müssen. Gleichwohl gibt es auch eine Kehrseite: Morgan Stanley schätzt, dass die meisten Schiefergas-Projekte in den USA bei einem Ölpreis unter 76 US-Dollar je Barrel unrentabel werden. Mit aktuell nur noch 60 US-Dollar je Barrel wird diese Mindestzone bereits deutlich unterschritten. Folgt man dieser Annahme könnte der Fracking-Boom auch ein jähes Ende nehmen, zumal eine Vielzahl dieser Unternehmen über Hochzinsanleihen finanziert ist. Setzen die Scheiche also darauf, ihre Vormachstellung auf dem Ölmarkt über Dumpingpreise wieder zurück zu erobern? Das ist sehr wahrscheinlich. Die OPEC will das Produktionswachstum außerhalb des Förderkartells verlangsamen.

Brent Öl 5 Jahre



Der tiefe Ölpreis hat für die Wirtschaft sowohl positive als auch negative Seiten. Er wirkt über die Entlastung der Lebenshaltungskosten der Haushalte und der Produktionskosten der Unternehmen wie ein kleines Konjunkturprogramm. Verbleibt der Rohölpreis längere Zeit auf diesem niedrigen Niveau, könnte das Wirtschaftswachstum in den beiden kommenden Jahren für Deutschland jeweils um 0,1 bis 0,2 Prozentpunkte besser als erwartet ausfallen, so die Deutsche Bundesbank. Langfristig könnte ein tiefer Ölpreis aber auch zu nicht zu unterschätzenden Problemen führen. Ölunternehmen sind mit die größten Investoren überhaupt. Für viele Länder sind diese Investitionen größter Wachstumstreiber. Bleiben diese Investitionen aus, dann wächst die Wirtschaft kaum, es werden Arbeitsplätze abgebaut, dem Staat fehlen Steuereinnahmen usw.. Die sinkenden Investitionen können einen negativen Einfluss auf das Wachstum haben, einmal ganz davon abgesehen, dass

die Investitionen notwendig sind, um die Produktionsmenge von Öl aufrechtzuerhalten. Ein Rückgang der Investitionen bedeutet letztlich Mangel an erschlossenen Ölvorkommen in der Zukunft. So schön der niedrige Ölpreis aktuell ist, er kann langfristig zu einem Ölpreisschock führen – dann allerdings in die andere Richtung.

Langfristig ist es unserer Meinung nach jedoch unwahrscheinlich, dass die Preise aufgrund der großen globalen Energienachfrage das aktuell sehr niedrige Preisniveau beibehalten werden. Die global steigende Nachfrage, begrenzte Vorräte (trotz weiterer Reserven auf Basis von Schieferöl und Schiefergas) und die Möglichkeit der Drosselung der Produktion bzw. Einstellung von Projekten mit hohen Förderkosten im Öl und Gasbereich sollten dafür sorgen, dass die Preise für Öl und Gas nicht dauerhaft niedrig bleiben. Ölförderunternehmen haben momentan mit diesen strukturellen Veränderungen im Energiemarkt zu kämpfen. Es ist jedoch unwahrscheinlich, dass das Geschäftsmodell von Statoil, Total oder OMV und den anderen Ölförderern langfristig in Gefahr ist. Wobei natürlich nicht ausgeschlossen werden kann, dass die Profitabilität der Unternehmen sich zumindest mittelfristig auf einem anderen Niveau einpendelt.

Der relativ stabile Ölpreis der letzten Jahre im Verhältnis zum nun schnellen und steilen Kursrutsch, wirft allerdings auch weitere Fragen auf. Viele Argumente, die jetzt für den Preisverfall aufgezeigt werden, sind nicht neu. Es gibt einige ernst zu nehmende Theorien über die Hintergründe zu dem erzwungenen Aufbau von Überkapazitäten und diesem nun offensichtlich gewollten Preisverfall von einfacher Stützung der Volkswirtschaften bis hin zur Möglichkeit eines geopolitischen „Black Swan“. Bei der immer komplexer werdenden Struktur der Märkte ist eine fundierte Antwort auf diese Fragen äußerst schwierig.

Fazit:

Die globalisierte Welt wird immer komplexer. Extreme, oft temporäre Marktbewegungen werden damit leider zu einer unschönen Begleiterscheinung. Das große Experiment der Notenbanken hat mit Nebenwirkungen zu kämpfen. Die Spiekermann & CO AG ist trotzdem oder gerade deswegen davon überzeugt, dass nur eine auf einer langfristigen Philosophie basierte Strategie das Vermögen nachhaltig auf die neuen Herausforderungen einstellen kann. Das Reinheitsgebot bildet dabei weiterhin das Fundament unserer Strategie.

2.01.2015 Mirko Kohlbrecher Spiekermann & CO AG