



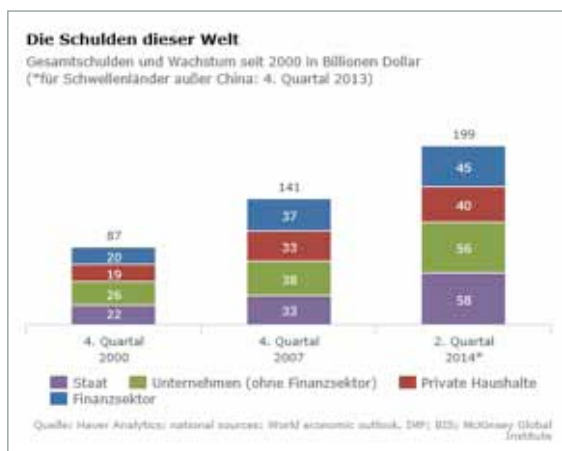
INFORMATIONEN DER SPIEKERMANN & CO AG

Marktkommentar April 2015



Finanzkrise war nur ein Vorgeschmack?

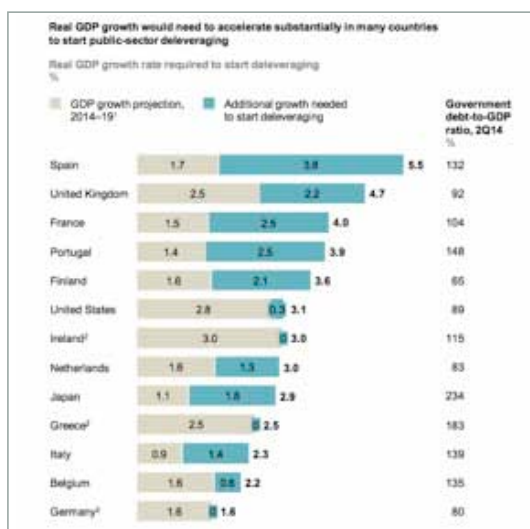
Man hält es kaum für möglich – doch seit der Finanzkrise ist die gesamte Verschuldung weltweit deutlich gestiegen. Verdrängt ist der Schock über sinkende Hauspreise, Unternehmenskonkurse und Ausfälle im Kreditmarkt, vergessen das rundherum geäußerte Versprechen, die Schuldenlast abzubauen. Nur wenige Jahre später sieht die Bilanz ernüchternd aus. Wie das Beratungsunternehmen McKinsey in einer Studie festhält, ist der Schuldenberg von Staaten, Unternehmen und Haushalten seit 2007 noch gewachsen. Wie rapide die Entwicklung in den vergangenen Jahren verlaufen ist, wird an der Summe aller Schulden der Welt deutlich: Im Jahr 2000 addierten sie sich zu 87 Billionen Dollar, 2007 betrug sie bereits 142 Billionen Dollar – um bis zum zweiten Quartal 2014 auf nun 199 Billionen Dollar emporzuschnellen. Betrug im Jahr 2007 die Schulden noch 269 Prozent der jährlichen Wirtschaftsleistung, ist das Verhältnis nun auf 286 Prozent gestiegen, so die internationalen Experten des Forschungszweigs von McKinsey in ihrem Report. Der größte Schuldenzuwachs wurde bei den Staaten verzeichnet. Es ist eine Illusion zu glauben, dieser Schuldenberg lasse sich tilgen. Immer mehr neue Schulden dienen nur noch dazu, die Illusion der Bedienbarkeit der bestehenden Schulden aufrecht zu erhalten. Zwar „zahlen“ Gläubiger ja bereits dafür, Staaten Geld zu leihen, wie man an den negativen Renditen einiger Staatsanleihen ablesen kann. Aber die Tragbarkeit der Schuldenlast wird rasch zur Utopie, wenn die Zinsen steigen und der Zinsdienst andere Ausgaben verdrängt. Schulden machen ist nicht schwierig, sie abbauen dagegen sehr, wie man das am



Beispiel Griechenland derzeit erkennen kann. Es führt deshalb kein Weg daran vorbei, Schulden zu begrenzen. Das gilt für Hypotheken in einem Immobilienboom genauso wie für Staaten. Es gibt aber keine Instanz, die Staaten die Neuverschuldung verbieten kann, und der Markt versagt, da er von den Zentralbanken gelenkt wird. Spätestens wenn die Zinsen steigen, werden Schuldner verstehen, weshalb eine hohe Schuldenlast ihre Existenz bedroht. Das Wachstum des weltweiten Schuldenbergs ist deshalb beängstigend. Geht es weiter, dann waren die Finanzkrise und ihre Folgen erst ein Vorgeschmack dessen, was uns noch bevorsteht. Allerdings mit dem Unterschied, dass dann alle Anlageformen betroffen wären, auch die Bankeinlagen, die Staatsanleihen oder die Lebensversicherung. Dieser realistische Blick auf die Dinge bedingt für jeden Anleger, sich mit der gesamten Struktur seiner Vermögenswerte auseinanderzusetzen. Die Spiekermann & CO AG begleitet Sie dabei in gewohnter Weise.

Die „Welt“ hat übrigens die Studie von McKinsey als „Märchen der globalen Verschuldung“ abgetan. „Denn global gesehen ergibt sich immer ein Verschuldungssaldo von Null. An jedem Kreditgeschäft sind zwei Akteure beteiligt, ein Gläubiger und ein Schuldner. Forderungen des einen und Verbindlichkeiten des anderen heben sich gegenseitig auf. Weltweit ist die Höhe von Schulden und Guthaben identisch.“ Das ist zwar richtig. Aber daraus abzuleiten, dass Schulden neutral sind, ist vorsichtig ausgedrückt blauäugig. Wenn Schuldner nicht zahlen (können), hat das immer erhebliche realwirtschaftliche Konsequenzen nicht nur für die Gläubiger.

EZB – Inflation als Staatsfinanzierung



Insbesondere in einigen europäischen Ländern haben wir es mit einer strukturellen Verschuldung zu tun. Es gibt nun mehrere Möglichkeiten, diese abzutragen. Die Europäische Zentralbank (EZB) scheint die Inflation zu bevorzugen. Die Zielrate der EZB für die Inflation in der Eurozone liegt bei moderaten zwei Prozent, aber die ist aktuell weit außer Sicht. Die zuletzt berichteten Daten zur allgemeinen Teuerung offenbarten gar leichte Deflation. Daraus aber wird ein Schreckgespenst konstruiert, ein Synonym für den Tod ökonomischer Aktivität – und das dient der Rechtfertigung einer beispiellosen Geldmengenausweitung, nebst Währungsabwertung. Doch warum diese massive Ausweitung? Die EZB hat ihren Fokus stark auf die Schuldenquote in den Problemländern, also das Verhältnis von Staatsschulden zur jährlichen Wirtschaftsleistung, gelegt. In den Verträgen von Maastricht wurde für diese Kennziffer eine Höchstgrenze von 60 Prozent vereinbart. In Griechenland liegt sie inzwischen bei 183 Prozent und in Italien bei 139 Prozent, um nur zwei Beispiele zu nennen. Damit ist klar, dass sich mittels einer starken Inflationierung der Wirtschaft über die Zeit eine kräftige Verbesserung der relativen Schuldensituation erreichen lässt,

sofern die Zinsen niedrig bleiben. Der verschuldete Staat wird zum Inflationsgewinner. Warum diese Inflationierung angestrebt wird, spiegelt sich in der Grafik von McKinsey wieder. Die Grafik zeigt im hellgrauen Teil der Balken das erwartete Wachstum in den aufgeführten Ländern und im blauen Teil das zusätzliche Wachstum, das die aufgeführten Länder erzielen müssten, damit ein Schuldenabbau überhaupt erst eingeleitet werden könnte. Der Balken insgesamt zeigt daher das gesamte notwendige Wachstum. In der Spalte rechts sind die jeweiligen Verschuldensquoten aufgeführt. Wie deutlich wird, hat noch nicht einmal Griechenland, sondern Spanien das größte Problem, seine Wirtschaft müsste mehr als doppelt so stark zusätzlich wachsen, als sie das schon tut.

Struktur der Geldanlagen überprüfen!

Seit Jahrzehnten war klar, welche Kapitalanlagen relativ stabile und sichere Erträge erwarten ließen. Z.B. Lebensversicherungen, Tages- oder Festgelder. Die Zeiten dieser Klarheit gehen zu Ende. Durch den nachhaltigen Zinsrückgang und das erreichte Niedrigzinsniveau ist nichts mehr wie es war. Daher ist es umso wichtiger, das Gefüge aus Chancen und Risiken neu zu definieren, die Struktur des Vermögens daran anzupassen und Klumpenrisiken zu vermeiden.

Langfristig geht es bei der Geldanlage im Wesentlichen um Risiko, Ertrag, Werthaltigkeit im Umfeld einer Krisensituation und um den langfristigen Kapitalerhalt. Die logische Folge ist eine Diversifikation in einem breiten Portfolio, in welches unbedingt

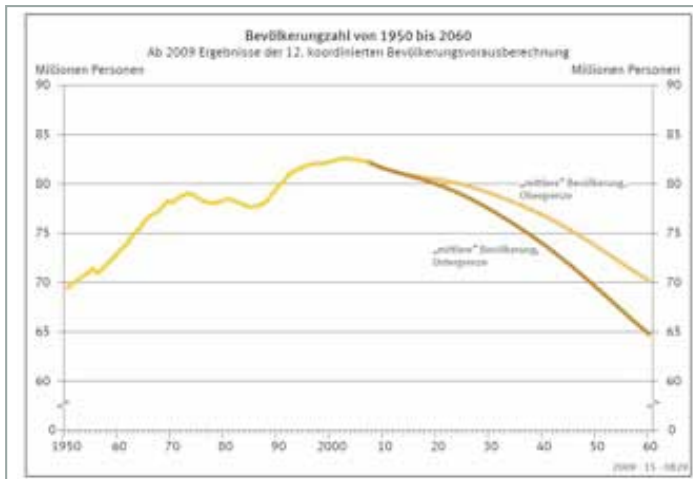
- Produktives Vermögen
- eine Krisenwährung
- Liquidität

gehören und zusätzlich eine überregionale Allokation, vor allem im verzinslichen Bereich. Auf keinen Fall sollte man nur um den eigenen Heimatort herum investieren. Wenig spricht dafür, dass Deutschland die attraktivste Wirtschaftsregion der nächsten Jahrzehnte ist. Stichworte: Demografie, Bildung, Infrastruktur, Energiewende und Kosten der Eurorettung (oder Auflösung). Doch insbesondere deutsche Anleger stehen mit dem Produktivkapital auf Kriegsfuß. Die Zahl der Aktienbesitzer ist in 2014 erneut stark gesunken. Rund 500.000 Menschen trennten sich im vergangenen Jahr von Aktien oder Anteilen an Aktienfonds, wie eine Studie des Deutschen Aktieninstituts (DAI) ergab. Nur noch rund 8,4 Millionen Menschen oder 13,1 Prozent der Bevölkerung sind am Aktienmarkt engagiert. Vor allem die Zahl der Menschen, die direkt in Aktien investieren, ist im vergangenen Jahr gesunken. Die Zahl der Aktionäre verringerte sich 2014 um rund 400.000 auf jetzt 4,1 Millionen (bzw. 6,4 Prozent der Bevölkerung). Wegen der schlecht entwickelten Aktienkultur in Deutschland ist die Mehrzahl der Anteilsscheine an börsennotierten deutschen Unternehmen inzwischen in ausländischem Besitz. An einigen DAX-Konzernen halten ausländische Investoren sogar 75 Prozent der Anteile.

Viele Anleger stellen sich derzeit die Frage, ob man jetzt noch Aktien kaufen soll. Diese Frage hat allerdings einen spekulativen Charakter. Denn niemand kann zuverlässig sagen, ob die Aktienmärkte Ende des Jahres höher oder tiefer stehen werden (Kursrücksetzer von 10 Prozent - 20 Prozent (oder mehr) sollte man immer erwarten!). Etliche Untersuchungen zeigen, dass kurz- und mittelfristige Prognosen wenig hilfreich sind. So hat das US-Beratungsunternehmen CXO Advisory sämtliche öffentlichen Ratschläge der Jahre 2005 bis 2012 von 68 prominenten Anlagegurus weltweit unter die Lupe genommen. Das Ergebnis: Im Schnitt lagen die Experten in 47 Prozent der Fälle richtig.

Was wir aber mit großer Sicherheit wissen ist, dass Aktien auf lange Sicht eine der rentabelsten und auch sichersten Kapitalanlagen sind, da man nur mit Unternehmensbeteiligungen von der Wertschöpfung der Wirtschaft profitiert. Worin besteht aber der Unterschied zwischen Investoren und Spekulanten? John Bogle, der als Gründer von Vanguard, einer der größten Fondsgesellschaften weltweit, im Jahre 1975 Investmentfonds an den Markt gebracht hat, bringt es in einem Interview in der „FINANZ und WIRTSCHAFT“ vom 4. Februar 2015 auf den Punkt: „Eine Spekulation ist eine Wette darauf, was andere über ein bestimmtes Investment denken. Bei einem Investment hingegen geht es darum, vom Wachstum des Gewinns eines Unternehmens langfristig zu profitieren. Entscheidend ist also der innere Wert einer Aktie und nicht ihr Marktpreis. Im Prinzip ist die Börse damit nichts anderes als eine gigantische Ablenkung bei der Arbeit des Investierens.“

Die eigengenutzte Immobilie ist ohne Wenn und Aber eine sinnvolle Langfristinvestition. Auch Mietimmobilien gehören ohne Frage in jedes größere Vermögen. Gleichwohl entsteht insbesondere bei sehr einseitig auf Immobilien konzentrierten Anlegern ein vielleicht zu positives Gesamtbild. Zu nennen sind hierbei z.B. die Bewertungsillusion, die oft unterschätzten Gesamtkosten wie z.B. außerordentliche Instandhaltungsmaßnahmen und insbesondere die demografische Entwicklung. Die demografische



Entwicklung ist neben der Standortentwicklung ein wesentlicher Aspekt, um eine Vorstellung von der zukünftigen Nachfrage nach Wohnraum zu erhalten. Das statistische Bundesamt hat im Jahr 2009 eine Bevölkerungsvorausberechnung bis zum Jahr 2060 vorgenommen. Wesentliche Einflussfaktoren für die Bevölkerungsentwicklung sind die Geburtenrate, die Sterblichkeit sowie die Nettozuwanderung. Das statistische Bundesamt stellte fest, dass die Bevölkerung in Deutschland seit dem Jahr 2003 abnimmt. Die Grafik zeigt die Schätzung des Statistischen Bundesamtes für die zukünftige Bevölkerungsentwicklung bis in das Jahr 2060. Die Obergrenze geht dabei von einer jährlichen Nettozuwanderung von 200.000 Menschen aus, die Untergrenze von 100.000 Menschen. Aufgrund der reinen Bevölkerungsentwicklung wird die Nachfrage nach

Wohnraum demzufolge ab 2020 stark rückläufig sein. Die mittlerweile beschlossene Mietpreislösung dürfte unterdessen schon etwas eher für Ernüchterung sorgen.

Eine der unbeliebtesten Anlagen ist derzeit Gold, was nach der schwachen Entwicklung der letzten Jahre nicht verwundert. Doch Gold ist kein klassischer Rohstoff, sondern eine Alternativwährung zu unserem künstlichen, auf Schulden basierenden Geldsystem. Da unser Geldsystem derzeit in einer schweren Krise steckt, man betrachte sich nur die Niedrigzinsen weltweit, ist Gold als Alternativgeld so etwas wie eine Option auf den Verfall unseres modernen Kunstgeldes. Für den Goldpreis wird langfristig entscheidend sein, ob unser Geldsystem wieder funktionieren kann. Wenn dieses nicht passiert, dann wird der Goldpreis langfristig steigen. In der Vergangenheit musste für diese „Put-Option“ Gold eine Prämie gezahlt werden in Form von entgangenen Zinsgewinnen. Diese ist in diesen Niedrigzinszeiten entfallen. Gold ist und bleibt daher eine sehr wichtige Anlageklasse.

Oft werden auch exotische Anlageklassen wie Oldtimer, Kunst, Wein, Uhren oder guter Whisky und Streuobstwiesen genannt. Klar, kann man das machen. Doch gilt hier der Grundsatz: Was ist es noch wert, wenn es darum geht, Liquidität zu beschaffen? Sowohl im Szenario einer Deflation wie auch nach einer starken Inflation, selbst nach einer Vermögensabgabe, könnte Geld das knappe Gut sein. Demzufolge würden alle Vermögenswerte relativ zu heute an Kaufkraft einbüßen und jene am (relativ) attraktivsten sein, die entweder einen direkten praktischen Nutzen haben oder aber unmittelbar beleihungsfähiges Eigenkapital darstellen.

Fazit:

Die Reorganisation der globalen Staatsschulden ist das zentrale Thema, das uns noch sehr lange begleiten wird. Unser Leben kann dank vieler Innovationen in 20 oder 30 Jahren besser aussehen als heute, allerdings müssen wir uns dem Überschuldungsproblem mutig stellen. Ob das gelingt ist ungewiss. Die Zentralbanken haben dabei ein Umfeld geschaffen, in dem es so etwas wie eine sichere Anlage vielleicht gar nicht mehr gibt. Als Anleger hilft es nach wie vor nur, seine Anlagen auf verschiedene Szenarien vorzubereiten und breit zu streuen.

31.03.2015 Mirko Kohlbrecher Spiekermann & CO AG