



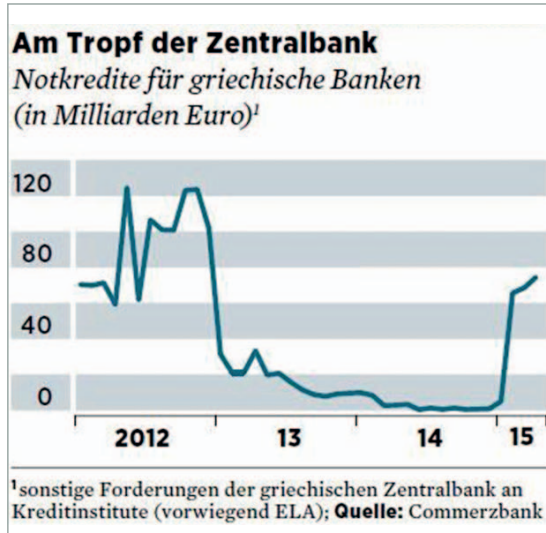
INFORMATIONEN DER SPIEKERMANN & CO AG

Marktkommentar Juli 2015



Griechenland – Zeit für Klarheit

Seit einigen Wochen ist das Thema Griechenland wieder im Fokus. Fünf Jahre ist es her, dass Griechenland unter den Schirm des ersten Euro-Rettungsprogramms schlüpfte. Doch während die anderen Patienten des Rettungsdienstes, allen voran Irland und Spanien, längst auf dem Weg der wirtschaftlichen Genesung sind, liegt Griechenland weiter auf der Intensivstation. Die gesamte

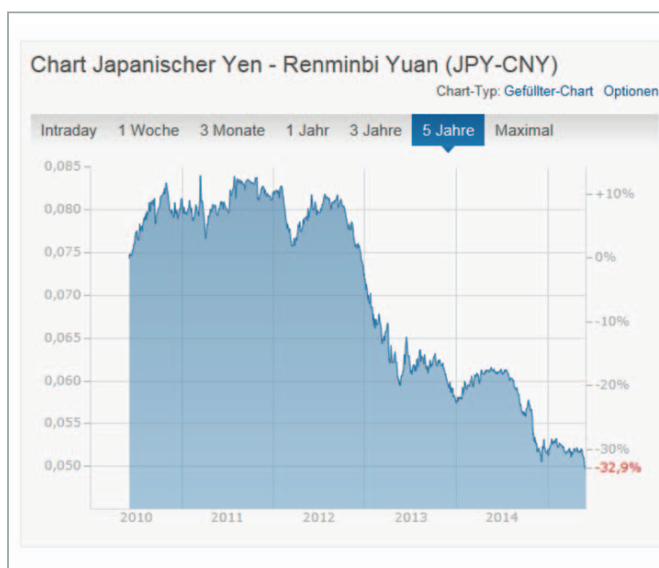


griechische Wirtschaftsleistung 2014 betrug lediglich 1,6 % der Wirtschaftskraft der Europäischen Union und nur 0,3 % des Welt-BIPs. Die politische Dimension hingegen ist eine deutlich stärkere, ansonsten wäre die Verhandlungsposition der griechischen Regierung stark geschwächt. Beim Versuch, Griechenland in der Euro-Zone zu halten, ist den Geldgebern, bestehend aus Internationalem Währungsfonds (IWF), Europäischer Zentralbank (EZB) und EU-Kommission, fast jedes Mittel recht. Denn schiebe Griechenland aus der Währungsunion aus, sind die bisher zugeführten Rettungsgelder größtenteils verloren. Zudem besteht ein großes Streben darin, Europa als Ganzes in seiner jetzigen Zusammensetzung zu bewahren. Ferner geht die Sorge um, dass Griechenland sich geostrategisch in Richtung Russland orientieren könnte. Vielleicht ist es der Versuch, mit den Mitteln der Politik die Gesetze der Ökonomie außer Kraft zu setzen. Die griechischen Banken werden schon jetzt mit umstrittenen Notkrediten der EZB über Wasser gehalten (siehe Grafik). Mittlerweile hat die EZB sogar 118 Mrd. € an Liquidität bereitgestellt, was 66 % des griechischen Bruttoinlandsprodukts entspricht. Währenddessen zogen die Griechen 400 Millionen € pro Tag von den gestützten Banken ab.

Nun haben wir das finale Stadium erreicht. Nüchtern müssen wir reflektieren, dass Griechenland schon 2010 unter normalen Vorgaben nicht zu retten war. Nach fünf Jahren Verhandlung sind wir also jetzt an dem Punkt angekommen, an dem es wirklich fatal ist – für beide Seiten. IWF, EU-Kommission und EU-Mitgliedsstaaten schieben nun eine Entscheidung vor sich her. Man möchte nicht ausrechnen, was die fünf Jahre ergebnislosen Handelns für Europa gekostet haben. Klarheit wäre nun angebracht.

Am letzten Wochenende im Juni, kurz vor Redaktionsschluss, haben sich dann die Ereignisse überschlagen, indem Griechenland die Verhandlungen verlassen hat und ein Referendum über die Sparauflagen der Euro-Partner angekündigt hat. Man kann über die Intentionen der Regierung Tsipras nur rätseln, es schleicht sich aber der Verdacht an, dass man das Votum der Bürger dazu missbrauchen will, die Euro-Partner unter Druck zu setzen. Dabei gibt es das Angebot, über das die Griechen befinden sollen, formell gar nicht mehr, denn die Euro-Regierungen haben es nach Tsipras' Ablehnung zurückgezogen. Die Hellenen stimmen also - wenn es überhaupt zu dem Votum kommt - über eine Illusion ab. Ende offen.

Inflation: Kommt sie, oder kommt sie nicht?



Für die Europäische Zentralbank (EZB) ist es ein erklärtes Ziel, die Teuerungsrate auf ca. 2 % zu bringen und sie dann dort zu halten. Mit dieser „Sicherheitsmarge“ sollen Deflationsrisiken, also fallende Preise, vermieden werden. Seit einiger Zeit beschäftigt viele Volkswirte die Frage, ob und wann die Geldmengenausweitung der EZB die Inflationsraten steigen lässt. Die Geldmengenausweitung in der Eurozone – die Geldmenge M1 (Bargeld und Sichteinlagen) wächst derzeit zweistellig – hat bereits zu einer Inflation verschiedener Vermögenspreise geführt. Vielleicht ist es nur eine Frage der Zeit, bis die Teuerung auch die Gütermärkte erfasst. Ein solcher Schub ist lange Zeit ausgeblieben. Im Mai gab es jedoch erste Daten, die in Richtung Inflation deuten. Im Euroraum lag die Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) mit 0,9 % über dem Vorjahreswert und deutlich über dem Wert für April. Obwohl die US-Wirtschaft in den vergangenen Monaten an Schub verloren hat, zogen die Verbraucherpreise, unter Herausrechnung der stark schwankenden Energie- und

Nahrungsmittelpreise, im April mit einer Jahresrate von 1,8 % an. Der Preisindex der Fed Atlanta stieg sogar um 3,6 %.

Die Maßnahmen der Notenbanken haben ein globales Kräftespiel in Gang gesetzt. Japan dient hierfür als Blaupause. Unter der Regie von Premierminister Abe fährt das Land einen besonders aggressiven geldpolitischen Kurs. Die daraus resultierende Schwächung der eigenen Währung exportiert Deflation (also die eigenen Probleme fallender Preise) ins Ausland. Die Japaner können ihre Produkte auf dem Weltmarkt günstiger anbieten, während dies die Konkurrenz mit stärkerer Währung nicht ohne Weiteres bewerkstelligen kann. Aufgrund der starken Handelsbeziehungen exportiert Japan die fallenden Preise vor allen nach China, das sich die dadurch ausgelöste implizite Aufwertung des Yuan (siehe Grafik Seite 2) eigentlich gar nicht leisten kann. China versucht zwar, seine Währung stabil zu halten, weil man erreichen will, dass der Yuan als Währung für Sonderziehungsrechte beim Internationalen Währungsfonds (IWF) anerkannt wird, der deflationäre Impuls aber ist enorm. Würde China bald selbst anfangen, seine Währung zu schwächen, könnte das einen deflationären Impuls auf die Handelspartner, wie z. B. die USA und den Euro-Raum, ausüben.

Das Beispiel soll zeigen, wie komplex mittlerweile das globale Geflecht aus Zinsen, Währungen, Inflation und Deflation geworden ist. Es stellt sich letztlich die Frage, ob ein Zurück zur Normalität, also zu normalisierten Zinsen, tatsächlich möglich ist? Die globale Verschuldung ist dabei eine mögliche Schlüsselgröße. Wie im letzten Marktkommentar beschrieben, hat sich die globale Verschuldung seit der Finanzkrise um ca. 40 % erhöht. Charles Bidermann, Chef des renommierten Research Dienstes TrimTabs, erläutert, dass sich in den Vereinigten Staaten die künftigen Verpflichtungen der Regierung auf rund 70 Billionen Dollar belaufen, wenn man alle Verpflichtungen gegenüber öffentlichen Pensionskassen und Sozialwerken zusammenrechnet. Um dieses Geld zahlen zu können, müssten die Einkommen jedes Jahr um 10 % wachsen. Das sei unmöglich, so Bidermann.

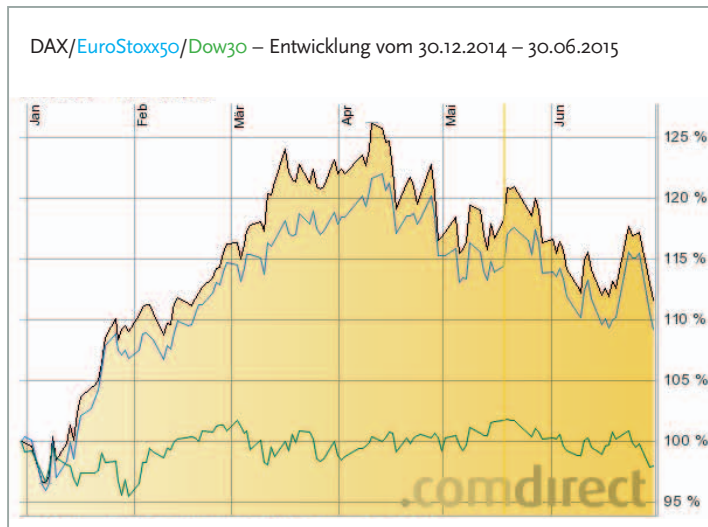
Der bekannte Fondsmanager Paul Singer bringt seine Sichtweise auf den Punkt: „Beides, extreme Deflation und extreme Inflation, sind Bedrohungen für die soziale Stabilität, und wir glauben, dass uns in Zukunft zwischen diesen beiden Extremen nicht viele Wahlmöglichkeiten bleiben. Die Wahrscheinlichkeit für eine hohe Inflation ist aber höher. Die Zentralbanken verstehen offensichtlich nicht, dass das moderne Finanzsystem fast unmöglich gesteuert werden kann, und es ist fundamental ungesund, so wie es heute strukturiert und gehebelt ist. (...) Die Zentralbanken werden alles tun, um Deflation abzuwenden, ohne zu erkennen, dass sie die Inflation, die sie damit heraufbeschwören, nicht in den Griff bekommen werden.“

Aus volkswirtschaftlicher Sicht bleibt die Frage, ob der Kampf gegen die Deflation tatsächlich mit diesen extremen Mitteln notwendig war bzw. ist? Technischer Fortschritt, Prozessverbesserungen und Innovationen führen zu anhaltend sinkenden Preisen. Dies war über lange Zeiträume in der Vergangenheit der Fall, und gleichzeitig prosperierte die Wirtschaft. Deflationsangst ist nur begründet, wenn Ausgaben aufgeschoben werden in Erwartung immer weiter fallender Preise. Solange die Deflation im normalen Rahmen bleibt, ist dies nicht der Fall. Jeder besitzt doch einen Computer oder Fernseher in dem Wissen, dass die Geräte immer billiger werden und mehr können. Eine Konsumzurückhaltung war nie auf breiter Basis erkennbar. Im aktuellen Umfeld ist es letztlich ein Aufeinandertreffen unterschiedlicher Interessen. Alle, die Geldvermögen halten oder aber laufende Einnahmen erzielen, wie Sparer, Rentner und Arbeitnehmer, sind Freunde der Deflation. Alle, die Schulden haben, sind Freunde der Inflation. Alt gegen Jung, Sparer gegen Schuldner (Staat), Gläubigerland (Deutschland) gegen Schuldnerland (Setzen Sie ein beliebiges Land der Euro-Peripherie hier ein).

Friedrich August von Hayek hat in den 1920er Jahren erklärt: „Der Versuch, gute Deflation zu verhindern, führt zu den Exzessen in der Verschuldung.“ Als die asiatischen Länder vor rund zehn Jahren mit zusätzlichem Angebot auf die Weltmärkte trafen und die Preise dadurch fielen, lockerten die westlichen Notenbanken, insbesondere die Fed, ihre Geldpolitik, um Deflation zu verhindern. Die Frage, ob dies tatsächlich notwendig war und ob es sich dabei nicht doch um eine gutmütige Deflation handelte, wird die Volkswirte weiter spalten.

Aktien – Konsolidierung

Nach dem positiven ersten Quartal 2015 haben die Aktienmärkte im zweiten Quartal zum Teil recht deutlich konsolidiert, wobei im Gegensatz zu 2014 Europa die Nase vorn hat. Der Dow Jones bewegt sich seit Jahresanfang sogar im Minus (Entwicklung in US-\$) (siehe Grafik Seite 4). Für die Marktkonsolidierung musste für die meisten Marktkommentatoren immer wieder Griechenland herhalten. Wenn wir von Griechenland allerdings absehen, kann man Folgendes feststellen: In den letzten Jahren war das globale Umfeld gut, während Europa hinterherhinkte. Seit Anfang des Jahres ist es genau umgekehrt – Chinas Wachstum präsentiert sich schwächer, und auch in den USA stottert der Konjunkturmotor, während Europa akzeptabel wächst und das Konsumenten- und Geschäftsvertrauen zunimmt. Die Erholung ist zudem breit abgestützt. Für 2016 erscheint ein Wachstum von 2,2 % für die



Eurozone durchaus möglich. Nach der Aufwärtsrevision für die Wirtschaft wäre dann auch eine Aufwärtsrevision der Gewinne realistisch. Erstmals seit vier Jahren werden in Europa mehr Schätzungen nach oben als nach unten angepasst. 10 % Gewinnwachstum für europäische Aktien ist in 2016 möglich. Die durchschnittliche europäische Aktie handelt zu einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 15, was leicht über dem langjährigen Durchschnitt liegt. Wenn das Ertragswachstum aber anzieht, sollte das KGV wieder sinken. Doch weil wir in präzedenzlosen Zeiten mit quantitativer Lockerung und geringen Anleiherenditen leben, stellt sich zudem die Frage, wie eine Aktie bewertet werden soll. Es gibt keine eindeutig richtige oder falsche Antwort. Eine weitere Bewertungsexpansion ist durchaus möglich, wenn Anleger aus Anleihen in Aktien umschichten.

Auf Basis des KGV scheinen also europäische Aktien leicht überbewertet, auf Basis der Dividendenrendite

und des Preis-Buchwert-Verhältnisses ist die Bewertung hingegen durchschnittlich. Das normalisierte KGV, auch als Shiller-KGV bekannt, entspricht ebenfalls dem historischen Mittel. Europäische Aktien sind also nicht zu teuer. Von wie vielen Anlageklassen kann man das gegenwärtig behaupten? Nur von wenigen Anleihen- oder Immobilienmärkten. Und schon gar nicht von den prozyklischsten Märkten Kunst und Oldtimer. In einer Welt, in der es keine günstigen Anlagen gibt, sind europäische Aktien mit einer fairen Bewertung durchaus attraktiv.

Seitdem die jüngsten Wirtschaftsdaten aus der Euro-Zone jedoch wieder erfolversprechender klingen, wachsen die Spekulationen, dass die EZB ihre Liquiditätsspritzen früher als geplant zurückfahren könnte. Für die Anleihekurse waren die Neuigkeiten weniger gut. Deutsche Staatspapiere erlebten im Mai ihre schlechteste Woche seit 1998. Dem konnten sich die Aktienkurse naturgemäß nicht entziehen. Auch wenn die Schwankungen an den Märkten daher hoch bleiben dürften, sollten Aktionäre das gelassen sehen. Mittelfristig ist es für Aktieninvestoren sicher besser, wenn sich die Konjunktur gut entwickelt. Gerade europäische Firmen sollten davon profitieren – was den Kursen nachhaltiger Rückenwind geben dürfte als die zuletzt fast ausschließlich liquiditätsgetriebene Hausse.

Fazit:

Nur eine sinnvolle Diversifikation kann dabei helfen, die vor uns liegende Phase der „Vermögensunsicherheit“ möglichst unbeschadet zu überstehen. Sinnvoll, weil sie international sein muss und zugleich auf Qualität achtet; diversifiziert, weil wir uns auf Inflation und Deflation einstellen müssen. Angesichts der Überschuldungsexzesse müssen wir uns mit beiden Szenarien beschäftigen. Nicht ausschließen sollten wir ferner das Szenario eines weiteren halbwegs erfolgreichen „Durchwurstelns“, bei dem es zu einer Kombination aus etwas Inflation, Schuldenrestrukturierungen und höherer Besteuerung kommt.