

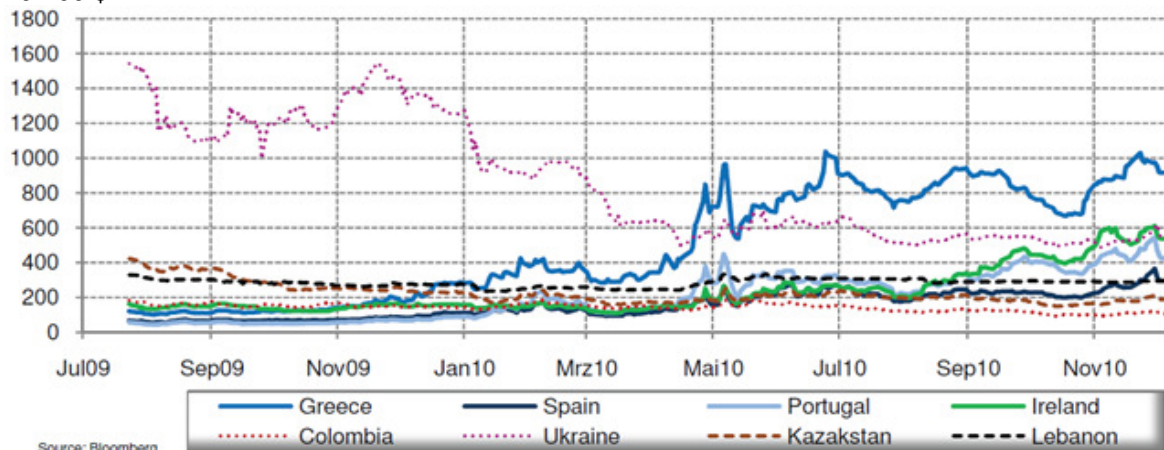
Marktkommentar Januar 2011

Allgemeine Entwicklung – Kampf um den Euro

Derzeit beherrscht ein zentrales Thema wie kein anderes die Medienlandschaft und zwar die Zukunft des Euros. Die am meisten diskutierte Frage lautet, ob ein Ausscheiden der sündigen Länder sinnvoll ist oder nicht. Ist ein „Weiter so“ die richtige Lösung oder sollte eine Art Rückabwicklung des Euros die korrekte Variante sein?

Tatsächlich wird das Ausscheiden einzelner Länder aus dem Euro seit einiger Zeit diskutiert. Rein finanztechnisch ist das wohl möglich: eine Währungsreform mit Einführung eines eigenen Geldes, zum Beispiel einer neuen Drachme in Griechenland oder des neuen Pfunds in Irland. Wirtschaftlich und politisch wäre es allerdings für das betreffende Land eine schwere Bürde, denn es käme wohl zu einer Art Boykott durch die Märkte. Der neu gewonnene politische Spielraum wäre wertlos. Denn eine erhebliche Abwertung der neuen Währung würde die reale Last der Auslandsschulden massiv erhöhen. Zudem würde das Lohnniveau im innereuropäischen Vergleich so weit reduziert, dass qualifizierte Arbeiter in andere EU-Länder auswandern würden. Wollte man all dies verhindern, bliebe eigentlich nur das Ausscheiden aus der EU selbst. Der Flächenbrand einer solchen Entscheidung sollte allerdings nicht unterschätzt werden. Griechenland, Irland oder Portugal würden auf einem Weg verabschiedet, wie ihn Argentinien seit 2002 beschritten hat. Der Preis wäre extrem hoch. Es würde an die dreißiger Jahre des letzten Jahrhunderts erinnern, als die Ansätze zu einer liberalen Weltwirtschaftsordnung am Unwillen der großen Nationen scheiterten.

In dieser ernsten Situation sind es wieder einmal die Spekulanten, die die Situation verschärfen. Das zeigt das Beispiel der sogenannten CDS-Prämien, das sind Kreditausfallversicherungen, mit denen man sich gegen den Zahlungsausfall eines Landes absichern kann. Diese Derivate lassen sich allerdings auch separat handeln, ohne dass man Inhaber einer dazugehörigen Anleihe ist. So kam es dann an den Märkten zum Ende des Jahres 2010 zu einer abstrusen Konstellation: Um einen 5-jährigen Kredit über 1 Mio. \$ gegen Konkurs zu versichern, musste man im Fall Griechenland 91.500 \$ aufwenden, in Irland 53.600 \$, in Portugal 42.300 \$ und im Fall von Spanien 29.400 \$. Grundsätzlich erscheint diese Differenzierung angemessen, vergleicht man dies aber mit den CDS-Prämien von Kolumbien, Ukraine, Kasachstan und dem Libanon, scheint der normale Verstand nicht mehr auszureichen, um das nachvollziehen zu können. Dort verlangte der Markt 10.600 \$, 54.300 \$, 18.700 \$ und 29.400 \$.



Der drastische Anstieg der Zinsen der europäischen Peripherieländer ist zum Großteil Ausdruck von Spekulationen gegen den Zusammenhalt des Euro. Es ist schon erstaunlich, dass es den entsprechenden Marktteilnehmern möglich ist, in so einer brisanten und systemrelevanten Situation brandbeschleunigend agieren zu können. So banal es klingen mag, aber solange Marktteilnehmer Chancen wittern, Geld zu verdienen, werden sie es versuchen. Es zeigt sich einmal mehr, wie fatal es war, die großen Banken bzw. unregulierte Kapitalsammelstellen, insbesondere in den USA, während der Krise nicht zu zerschlagen. Heute erfreuen sich diese über eine noch stärkere Machtfülle.

Die Folge dieser hohen CDS-Prämien ist eine teurere Refinanzierung der Staatsschulden der betreffenden Länder. Der Vorsitzende der Euro-Gruppe Jean-Claude Juncker brachte daher vor einiger Zeit die sogenannten Euro-Anleihen ins Spiel. Diese Anleihen sollen durch die gemeinsame Haftung der EU-Länder den Zusammenhalt repräsentieren und die Refinanzierungskosten der schwächeren Länder drastisch senken. Noch sträubt sich Deutschland gegen diese Anleihen, da damit ein Zinsanstieg in Deutschland einhergehen würde, allerdings dürfte klar sein, dass wenn ein weiteres Land in Schwierigkeiten käme, z.B. Spanien, diese Anleihen schneller Realität werden, als manche ahnen. Man kann eben nicht eine Währung und einen Zins, aber verschiedene Anleihemärkte haben. Insofern erscheint der Eurobond logisch und könnte zu einer Lösung beitragen – aber nur, wenn die EU-Mitgliedsstaaten enger zusammenrücken und die politische Union akzeptieren.

Die Geschichte zeigt, dass man sich politische Verantwortung nicht immer aussuchen kann. Sie fliegt einem Land zu, ob die Bevölkerung das will oder nicht. Geschichte, Geografie, Landesgröße, Wirtschaftskraft, Außenhandel, Kapitalmärkte – sie alle sorgen für ein Geflecht von Zwängen, dem nicht zu entinnen ist. Allerdings sollte man endlich zugeben, dass es nicht nur um die Rettung des Euro, sondern wieder einmal um die Rettung der Banken geht. Denn schließlich gewährt die Politikgemeinde mit ihren Aktionen letztendlich den „Europa sei jeden Preis wert“- (Ackermann-) Bankern dieser Welt eine weitere (und wohl nicht die letzte) „Haftungsübernahme“ auf Kosten der Steuerzahler, diesmal für deren Billionenbestände an ausfallgefährdeten Staatsanleihen!

Und die USA? Über deren Probleme wird kaum noch berichtet. Man mag sich deshalb fragen, was wohl in US-Finanzminister Timothy Geithner gefahren sein mag, als er die Kongressabgeordneten vor kurzem vor einem nahenden Staatsbankrott in den USA warnte. Die eigentlich spannende Frage lautet aber, WARUM der Minister jetzt zu derart drastischen Worten greift. Oder anders gefragt: Wie dramatisch muss die Lage in den USA eigentlich sein, wenn sich die Politiker zu solchen Äußerungen hinreißen lassen? Die Probleme in Europa werden durch die Gemeinschaft schonungslos offen gelegt, aber wer kontrolliert eigentlich die Amerikaner?

Aktien – Auch in 2011 gibt es gute Investmentchancen

Aus der subjektiven Sicht eines DAX-Anlegers war 2010 ein sehr erfreuliches Jahr. Verschafft man sich allerdings einen Überblick über weitere Aktienmärkte so fällt überraschend auf, dass es zum Teil sogar deutlich rot gefärbte Vorzeichen gab. Die als vermeintlich so sicher geltende Schweizer Börse hat in 2010 im Minus geschlossen, Spanien und Italien lagen sogar zweistellig im Minus.

Index	Entwicklung seit 1.1.2010	
DAX	+ 16,06%	
EuroStoxx50	- 5,85%	
CAC 40 Frankreich	-3,32%	
IBEX 35 Spanien	-17,43%	
MIB Italien	-13,23%	
SMI Schweiz	-1,68% (in CHF)	
Dow Jones (in Euro)	+18,77%	+11,02% (in US-\$)
Nikkei (in Euro)	+18,61%	-3,01% (in Yen)
REX Performance	+ 4,01%	

Jedes Jahr aufs Neue gibt es dann wieder die Marktprognosen, wo denn welcher Index in einem Jahr stehen wird.

„Narren des Zufalls“. Diesen Titel trägt ein Buch, das den Prognostikern dieser Welt gewidmet ist. Der Autor Nassim Taleb, selbst ehemaliger Trader, mokiert sich darin über das fast schon blinde Zutrauen der Finanzmarktmenschen in ihre Fähigkeit, die Zukunft vorherzusehen. Eine anhaltend hohe Trefferquote, so die These des Buches, ist allenfalls das Ergebnis von Glück. Ist die Zahl der Prognostiker nur groß genug, wird sich aus dieser Gruppe immer einer finden, der richtig liegt, auch mehrere Jahre in Serie. Alles eine Frage der Wahrscheinlichkeit und nicht unbedingt des Könnens.

Viel wesentlicher sind harte Fakten wie Unternehmensbilanzen und die entsprechenden Kennzahlen. Es lassen sich immer noch Investmentchancen finden, also gute Unternehmen mit einem nachvollziehbaren Geschäftsmodell zu einem günstigen Preis, auch bei einem fair bewerteten Marktniveau im Allgemeinen. Gerade in den derzeit vernachlässigten Ländern gibt es auch global agierende Unternehmen, die von der weltweiten wirtschaftlichen Wiederbelebung profitieren wie z.B. französische Unternehmen wie Total und SanofiAventis oder die spanische Telefonica.

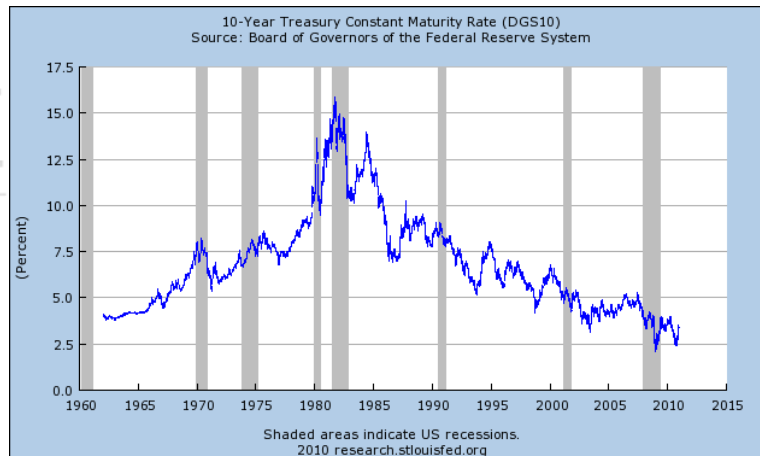
Im Allgemeinen gilt, dass viele Unternehmen in den vergangenen Jahren so viel Liquidität angehäuft haben wie noch nie. Viele Konzerne verdienen doppelt so viel wie noch vor zehn Jahren und sind weitaus weniger verschuldet als damals. Aber die Firmen schrieben ihre Erfolgsgeschichte in einem äußerst mageren Börsenjahrzehnt. Die Aktienkurse in Europa und in den USA notieren heute in etwa dort, wo sie vor zehn Jahren standen, die Kurse stagnierten also, obwohl die Firmengewinne stiegen.

Zugegeben, all diese Superlative nützen nichts, wenn die Nachfrage nach Aktien geringer ist als das Angebot. Die stark schwankenden Märkte der letzten Jahre haben dazu geführt, dass viele Anleger der Börse fern geblieben sind. Doch der ultimative Hort der Sicherheit und Fluchtort der Aktienmeider – Staatsanleihen – beginnt zu wackeln (siehe nächster Abschnitt). Vorausgesetzt, Anleger horten ihr Geld künftig nicht im Sparstrumpf, dann werden solide wirtschaftende, stetig wachsende und in die Zukunft investierende Unternehmen und deren Papiere von dieser neuen Scheu gegenüber Staatsanleihen profitieren, die Aktienkurse würden dann nicht trotz, sondern wegen der Schuldenkrise steigen.

Stark schwanken werden die Aktienkurse aber auch weiterhin. Diesen Schrecken wird niemand den Aktienmärkten nehmen können. Dafür sorgen immer schnellere Handelssysteme, die auf realwirtschaftliche Daten, Erfolgsmeldungen, Krisen und Gerüchte immer schneller mit Käufen und Verkäufen reagieren – und das angesichts der vernetzten Welt gleichzeitig und deshalb mit fatalen Kursstürzen und Sprüngen.

Anleihen – Ende der 30-jährigen Rally?

Der Rentenmarkt hat eine lange Erfolgsgeschichte hinter sich. Dieses wird deutlich am Beispiel der Renditeentwicklung 10-jähriger amerikanischer Staatsanleihen. Die Kurse sind seit Anfang der 80er Jahre kontinuierlich gestiegen. Denn die Zinsen fielen immer tiefer, sodass ältere Anleihen, die noch eine höhere Verzinsung hatten, an Wert gewannen. Allerdings hat jede Marktentwicklung ein natürliches Ende. Bei 5-jährigen amerikanischen Papieren beispielsweise lag die Rendite in 2010 zeitweise unter der Inflationsrate, die Käufer verloren damit demnach sogar real Geld.



Lange Zeit galten Staatsanleihen als der sicherste aller Häfen. Aber in den letzten Monaten scheint sich dieses jahrelang geltende Paradigma aufgelöst zu haben. Es mehren sich die Stimmen, die gar vor einem Rentencrash bei Staatsanleihen warnen (bei steigenden Marktzinsen, würden die Kurse bereits am Markt befindlicher Anleihen fallen und zwar die von lang laufenden Anleihen am stärksten). Der renommierte unabhängige Investor Marc Faber sagte jüngst, dass die Märkte vor einem Wendepunkt stehen. Auch der bekannte Herausgeber des „Grant’s Interest Rate Observer“ James Grant spottet über Amerikanische Staatsanleihen, sie böten „Risiko ohne Rendite“. Die Positionierung der Anleger weltweit könnte dann endgültig Abbild einer Megablase sein, denn in den letzten drei Jahren haben Privatanleger weltweit 670 Milliarden Dollar in Anleihefonds investiert, meldet die US-Bank Morgan Stanley. Im gleichen Zeitraum zogen sie 290 Milliarden Dollar aus Aktienfonds ab. Auch dieses Mal könnte die Masse wieder falsch liegen.

Letztlich scheint sich eine Überschuldungsfalle der Staaten zu entwickeln, wobei Länder wie Irland oder Portugal nicht das Problem sind, eher die großen Industriestaaten wie die USA, Großbritannien oder Japan sind relevant. Die Notenbanken kennen kein anderes Rezept mehr, als ihre eigenen Schulden zu kaufen, weil sie zu dem aktuellen Preis kein anderer mehr haben will. Doch wie lange ist diese Manipulation aufrecht zu erhalten?

Letztlich gibt es nur zwei Lösungen, die den Schuldentsunami stoppen können und zwar Staatspleiten, bei denen Anleihebesitzer einen Teil ihres Geldes verlieren würden oder aber eine „Weginflatio-

nierung“ der Schulden, was die wahrscheinlichere Variante ist, wenn man die letzten Aktionen der Notenbanken begutachtet.

Aber in diesem steinigen Umfeld gibt es auch Chancen und zwar liegen diese weiterhin bei guten Unternehmensanleihen mit mittlerer Laufzeit. Unternehmensanleihen sind deswegen zu favorisieren, weil Sie Investoren für die Übernahme des Kreditrisikos besser entschädigen als bei Staatsanleihen. Zudem schrumpft das Angebot an Unternehmensanleihen im Vergleich zu Staatsanleihen, sodass Erstere attraktiver werden. Aber auch bei Anleihen von Unternehmen sollte auf das Verhältnis von Ertrag und Risiko geschaut werden, die Einschätzungen der Ratingagenturen geben hierfür einen ersten guten Überblick.

Offene Immobilienfonds – Eine Anlageklasse muss sich neu definieren

Offene Immobilienfonds galten über Jahrzehnte als konservative und wertbeständige Anlageform. Die OIFs wurden ursprünglich für langfristig orientierte Privatanleger konzipiert und haben sogar den Status der Mündelsicherheit erhalten. Die Branche hat aber durch die Annahme von institutionellen Geldern selbst zu ihrer Verwundbarkeit beigetragen. Diese großen Anleger ziehen ihr Geld auch schnell wieder ab, wenn sie Liquidität benötigen oder Anlagechancen sehen. Zudem hat sich innerhalb der Fonds mit der Zeit ein inhomogenes Bild aus zum einen etablierten breit gestreuten und neuen spezialisierten Fonds ergeben.

Zum Schutz der langfristig orientierten Privatanleger haben dann einige Fonds die Rückgabe der Anteilsscheine ausgesetzt, um keine Immobilien unter Wert veräußern zu müssen. Zwischenzeitlich hatte auch die Bundesregierung mit abenteuerlichen Überlegungen zur Verunsicherung beigetragen.

Nun wird es aber wohl einen Kabinettsbeschluss geben, der für vernünftige und stabile Rahmenbedingungen in der Branche sorgen wird, so Barbara Knoflach vom SEB Immoinvest. SEB will seine Publikumsfonds so schnell wie möglich wieder öffnen.

Für Anleger, die aus Liquiditätsnot an ihr Geld müssen gibt es einen regen Handel an den Börsen, insbesondere in Hamburg. Die Kurse werden dort allerdings mit einem Abschlag zum Rücknahmepreis der Fondsgesellschaft gehandelt.

Letztlich stellt die aktuelle Situation aber nicht das Ende der Fondsgattung dar, es handelt sich lediglich um eine bereinigende Heilungsphase, in der tragbare Bedingungen für die Zukunftsfähigkeit dieser Anlageform geschaffen werden. Dabei werden große, breit aufgestellte Fonds wie z.B. der HausInvest oder der SEB Immoinvest weiterhin ihre Existenzberechtigung haben, da sie eine sinnvolle Option bieten, breit gestreut in Immobilien (Sachwerte) zu investieren.

Diese Krise steht in keinem Lehrbuch

Nicht einmal zwei Jahre ist es her, dass die wohl größte Krise der letzten Jahrzehnte ihren Höhepunkt fand. Betrachtet man die wirtschaftliche Entwicklung kann man sagen, dass von einer Krise kaum noch etwas zu spüren ist. Aber die Krise hat sich verlagert, raus aus den Firmenbilanzen und zum Teil aus den Bankbilanzen, rein in die Bücher des Staates.

Doch wer sind eigentlich die Verursacher dieser einzigartigen Krise, die in eine neue Runde zu gehen scheint? Die Krise hat irgendwie Symptome eines Systemversagens. Eine wesentliche Ursache ist die expansive Geldpolitik der Notenbanken seit Ende der 80er Jahre, insbesondere in den USA. In diesem System des billigen Geldes kommt es zwangsläufig zu Fehlallokationen, da Kreditaufnahme zu spekulativen Zwecken belohnt und Sparen bestraft wird. Ein Hedgefonds kommt beispielsweise heute leichter an billiges Geld als ein mittelständisches Unternehmen, das irgendetwas produziert. Verstärkt wurde die negative Entwicklung dann durch die nun hinlänglich bekannten Kreditbündelungen und Verbriefungen.

Insbesondere in den USA war die Förderung zur Verschuldung politisch gewollt. Auch in der aktuellen Krisenphase spielt die Politik eine wesentliche Rolle. Die EZB, die ähnlich wie die Bundesbank dem Ziel der Geldwertstabilität verpflichtet ist (war), wurde von der Politik gezwungen, wertschwache Staatsanleihen finanzschwacher EU-Länder aufzukaufen, um einen zunächst größeren Schaden abzuwenden.

Notenbanken, die Wall Street mit ihrem Streben nach maximalem Gewinn und die Politik sind somit Teil dieser Verursachung gewesen. Zudem haben dann noch die Aufsichtsbehörden und Ratingagenturen ihr Übriges dazu beigetragen. Aber auch Ökonomen tragen einen Teil der Verantwortung. Denn

Keynesianer wie Monetaristen, also die Vertreter der beiden großen Volkswirtschaftlichen Schulen, gingen davon aus, dass man Wirtschaft wie eine Maschine steuern kann. Beide „Glaubensrichtungen“ schauten eben nicht auf die Kreditmenge und Kreditqualität, die sich zu einem mehrstöckigen Kartenhaus auftürmte.

Doch wo liegen die großen Unterschiede zu den bisher erlebten Krisen? Wieder einmal liegen einige bedeutende Schritte hin zu dieser Fehlentwicklung weiter zurück als man glauben mag. In der Tat gab es schon in den 70er Jahren Ansätze, die als Startpunkt einer Entwicklung zu den derzeitigen Verwerfungen geführt haben. Beispielsweise 1971 hat der damalige US-Präsident Nixon die einseitige Konvertibilität des US-\$ aufgehoben. Damals war der US-\$ an andere wichtige Weltwährungen gekoppelt. Mit der Freigabe der Wechselkurse wurde nur einer von vielen bis dahin bestehenden Schutzmechanismen aus dem Wirtschaftssystem entfernt und die Deregulierung der Märkte fand ihren Startpunkt

Auch 1979, als Margaret Thatcher den britischen Kapitalmarkt deregulierte, ist ein solcher historischer Knotenpunkt, der seinen Abschluss in dem „Big Bang“ fand. Als „Big Bang“ wurde die Börsenreform am 27.10.1986 an der Londoner Börse bezeichnet. Das gesamte Börsensystem der „Londoner Stock Exchange of the United Kingdom and Ireland“ (LSE) wurde geändert. Danach ging es nur noch um das schnelle Geschäft wie Susanne Schmidt, Tochter des Altbundeskanzlers Helmut Schmidt in ihrem letzten Buch „Markt ohne Moral“ sehr genau analysiert hat. Letztlich hat sich der immer mehr deregulierte Kapitalismus zu einer Art „Monopoly“ entwickelt, der in einigen wirtschaftlichen Bereichen zum Sieg der Monopole und zur Weltherrschaft der Kartelle geführt hat. Letztlich sind damit die Grundprinzipien unserer Gesellschaft gefährdet. Immer mehr Bereiche des Lebens werden ökonomisiert, also allein den Regeln von Wachstum, Rendite und Effizienz untergeordnet. Neoliberalismus ist Darwinismus. Die Märkte sollten sich aber eben nicht, wie von den Neoliberalisten gefordert, selbst überlassen werden, sondern es bedarf einer solidarischen Gesellschaftsordnung, in der sich der Einzelne auch dann frei entfalten kann, wenn er sich nicht den Zwängen der Ökonomisierung unterordnet.

Das System steht somit vor einer völlig neuartigen Herausforderung, es gibt keinen historisch ableitbaren Masterplan. Es geht letztlich um die Folgen neoliberalen Wirtschaftens. Der Staat verkommt immer mehr zum Resultat der gesellschaftlichen Kräfte. Lobby- und Interessengruppen mutieren zu den mächtigsten Kräften, die sich die Regeln so schreiben, dass sie selber am meisten davon profitieren.

Fazit

Für die kommenden Jahre gibt es keine Patentlösung, sowohl zur Bewältigung der Krise als auch auf der Anlageseite. Einfache und verständliche Anlageideen nach dem „Reinheitsgebot“ wie Aktien, Unternehmensanleihen und als Beimischung Rohstoffe sollten dabei den besten Schutz bieten.

12. Januar 2010
Mirko Kohlbrecher
Spiekermann & CO AG