

Marktausblick Januar 2012

Vorwort

Einen Marktausblick inmitten einer Finanzkrise zu geben, ist immer ein schwieriges Unterfangen. Immer in der Gefahr, dass eine erneute Veränderung das Geschriebene diskreditiert. Wenn allerdings eine Nachricht, wie die drohende Herabstufung der Deutschen Kreditwürdigkeit nur noch ein Ereignis neben vielen anderen ist, dann dürfte auch dem letzten klar werden, dass wir uns inmitten einer historischen Umbruchphase befinden. Welche Veränderungen diese Zeit noch für uns bereithalten wird, darüber lässt sich trefflich spekulieren. Doch letztendlich weiß niemand, was die kommenden Jahre bringen werden. Inflation? Währungsreform? Womöglich gar einen Krieg? Medien und Kommentare sind voll von diesen Dingen. Manche Menschen bringt diese Ungewissheit um den Schlaf. Doch vielleicht kommt es ja auch ganz anders und uns steht eine zwar turbulente, letztlich aber friedvolle Zeit des Aufbruchs und der Neuorientierung bevor. Im Chinesischen steht das Wort „Krise“ für zwei ganz unterschiedliche Dinge: Es kann Gefahr bedeuten – oder auch Chance. Beides kann man derzeit sehen. Die Frage ist, welcher dieser beiden Bedeutungen wir in unserem Denken den größeren Raum geben. Dies hat letztlich gravierende Auswirkungen darauf, wie sich die Dinge entwickeln werden: Sehen wir ausschließlich die Gefahren, werden wir vor allem Risiken erkennen. Und weil unsere Gedanken zu der Realität werden, die uns umgibt, denn jede Handlung beginnt mit einer Idee, kann uns dies bei näherer Betrachtung gar nicht aus der Krise führen. Wer nur Risiken sieht, der wird alle möglichen negativen Ereignisse erwarten und sich entsprechend verhalten. Doch Angst, Verzweiflung und Unsicherheit haben die Dinge noch nie zum Positiven verändert. Konzentrieren wir uns dagegen auf die Chancen, könnten sich die Dinge tatsächlich zum Besseren wenden. Kann es sein, dass es wirklich so einfach ist? Vielleicht muss man gar nicht alles verstehen und analysieren. Vielleicht genügt es schon, die Dinge anzunehmen, die Chancen zu sehen, die sich daraus ergeben - und dann das Beste daraus zu machen....

AKTIENGESELLSCHAFT

Dieser Marktausblick befasst sich daher nicht nur mit Risiken, sondern auch mit Chancen und zwar für alle wesentlichen Anlageklassen, vom Tagesgeld bis zur Anlage in Gold. Seit 2008 bewertet Kapital nicht mehr, es flüchtet nur noch dorthin, wo es meint, den geringsten Verlust erleiden zu müssen. Doch wann findet hier ein Umdenken statt? Wann wird echtes Vermögen wieder als solches wahrgenommen? Oder wann könnte aus vermeintlich sicheren Häfen ein mitreißender Strudel werden?

Doch auch dieser Marktausblick kann ohne eine kurze Zusammenfassung der politischen bzw. gesellschaftlichen Entwicklungen nicht auskommen, da die wesentlichen Dinge immer stärker im Zusammenhang zu sehen sind.

(Währungs)- Krieg

Je intensiver man sich mit der Verschuldungskrise der Industrienationen beschäftigt, desto offensichtlicher wird die Brisanz, die sich so langsam aus dem Interessennebel hervor schält. Dabei wird immer klarer, dass die Machtachse New York-London zu immer härteren „Waffen“ greift, um eigene Interessen zu wahren. Dabei befindet sich die „Atomwaffe“ komplett in Händen der USA. Die drei Ratingagenturen S&P (We are Standard, you are the Poores), Fitch und Moody's bewerten ja nicht nur die Qualität von Finanzmarktprodukten oder Unternehmen, sondern auch von Staaten. Grundsätzlich haben diese Agenturen eine durchaus sinnvolle Daseinsberechtigung. Als Frühwarnsystem sollen sie auf Fehlentwicklungen hinweisen. Doch dieses Frühwarnsystem hat in der Vergangenheit schon oft versagt. Sowohl die Pleitebank Lehman Brothers als auch diverse Immobilienverbriefungen aus den USA wurden zum Teil mit der besten Qualität bewertet.

Im aktuellen Umfeld ist es eigentlich gut, dass die Ratingagenturen den Staaten die Leviten lesen und auf die vielschichtigen Risiken der Staatsverschuldung hinweisen. Im Endeffekt muss man das als freie Meinungsäußerung ansehen. Die Tatsache, dass es tatsächlich aber mehr darstellt, haben die Regierungen zu verantworten. Denn sie haben das Rating der „großen Drei“ derart gesetzlich verankert, dass Fonds, Banken und Versicherungen es beachten MÜSSEN. Wenn man also eine „Entmachtung“ der Ratingagenturen erreichen will, muss man die entsprechenden Gesetze ändern - so einfach ist das.

Doch was bei den Ratingagenturen derzeit sehr kritisch zu sehen ist, ist die Tatsache dass sie mit zweierlei Maß messen! Nachdem Standard & Poor's die amerikanische Kreditwürdigkeit im Rahmen des „entwürdigenden Spektakels“ zwischen Republikanern und Demokraten um die Anhebung der amerikanischen Schuldengrenze im US-Kongress auf AA+ gesenkt hatte, musste drei Wochen später der Chef von S&P gehen (wahrscheinlich reiner Zufall). Nun scheint Standard & Poor's in vorauseilendem Gehorsam umso stärker gegen Euro-Staaten vorzugehen. Es ist „absurd“, dass die USA mit 9,6% laufendem Haushaltsdefizit und 15% Arbeitslosigkeit als größter Schuldner der Welt weiter von anderen großen US-Ratingagenturen mit AAA bewertet werden. Etlichen soliden europäischen Ländern wird jedoch die Herabstufung angedroht. Das Ganze ist politisch motiviert. Es findet ein Wettlauf um den Weltwährungsstatus statt. Die USA benötigen den Dollar als Weltreservewährung, um über die Ausgabe weiterer Dollars ihr Außenhandelsdefizit zu finanzieren. Der Euro hat aber in den letzten zehn Jahren von 17% auf 27% der Weltreserven zugelegt. Durch aktive Schwächung des Euro könnten die USA ihren Weltreservestatus erhalten.

Doch während die Amerikaner Null Reformpolitik und Null Reformfähigkeit beweisen, gibt es in Europa zumindest erste strukturelle Änderungen. Europa ist immerhin ein gemeinsamer Wurf gelungen. 26 von 27 Ländern finden sich ein, eine Stabilitätsunion als Vorbereitung einer Fiskalunion auf die Beine zu stellen. Notenbanken und Internationaler Währungsfonds sollen Nothilfen geben, der Stabilitätsfonds soll schon Mitte 2012 einsatzfähig sein. In den Verfassungen werden Schuldengrenzen verankert. Fakt ist, dass die Eurozone in Neuverschuldung und Gesamtverschuldung deutlich attraktiver

NVS-Neuverschuldung – GSV-Gesamtverschuldung – BIP-Bruttoinlandsprodukt

Länder	NVS 2009	NVS 2010	NVS 2011	NVS 2012 (P)	GSV 2011
USA	-12,8%	-10,3%	-9,6%	-7,9%	Ca. 100% BIP
UK	-10,3%	-10,2%	-8,5%	-7,0%	Ca. 90% BIP
Japan	-10,3%	-9,2%	-10,3%	-9,1%	Ca. 230% BIP
Eurozone	-6,3%	-6,0%	-4,3%	-3,2%	Ca. 85% BIP

aufgestellt ist, als die USA, Japan und Großbritannien. Alleine die Tatsache, dass diese Aspekte von den Agenturen nicht ange-

messen berücksichtigt werden, ist skandalös. Tatsache ist, dass die Bewertung der Länder der Eurozone mit dem Verhalten der Agenturen korreliert ist, die im Rahmen der Reformprozesse aggressive Herabstufungen vorgenommen haben, obwohl durch die Reformen die Geschäftsmodelle der betreffenden Länder zukunftsfähig gemacht wurden/werden. Mehr noch forderten die Agenturen die Reformen unter Androhung von Herabstufungen, sofern der Reformweg nicht eingeschritten würde. Dann nachdem die Reformen, die temporär grundsätzlich zu einer kurzfristigen Erhöhung der Staatsdefizitquote führen, eingeleitet wurden, mit Herabstufungen zu reagieren und nicht Rücksicht auf die mit den Reformen verbundene Veränderung des Geschäftsmodells abzustellen, kann nur als Ausdruck einer politischen Agenda gewertet werden.

Die Verweigerung auf angemessene Waffengleichheit hat für Europa zu laufenden Niederlagen in den Schlachten geführt. Die Verfolgung des Ziels der Stabilitätsunion und der Fiskalunion ist vollkommen richtig. Der Verzicht auf die Interventionswaffen, die für die Spekulation gegen die Eurozone unberechenbar sind, könnte allerdings auf Dauer gefährlich sein. Eine Europäische Ratingagentur (auch wenn deren Implementierung dauern würde) oder auch kurzfristige unorthodoxe Maßnahmen seitens der EZB sollten mit in die Überlegungen einbezogen werden.

Erneute Bankenstützung

Doch alle Reformbemühungen und alle Überlegungen hin zu einer neuen Wirtschafts- bzw. Finanzarchitektur führen nur über den Weg der Beschneidung der globalen Bankenmacht. Nachdem Banken und Finanzdienstleister unter Umgehung der Marktwirtschaft die Finanzkrise verschuldet hatten, wurden sie von der Allgemeinheit, dem Steuerzahler, gerettet, ohne selber größere Kosten tragen zu müssen. Als Folge stiegen die Staatsschulden. Deswegen, und weil bei Staatsanleihen die Marktwirtschaft durch die Ratingagenturen ebenfalls außer Kraft gesetzt ist, haben wir nun eine Staatsschuldenkrise. Wieder haben sich Banken und Finanzdienstleister verspekuliert, weil sie zu viele dieser Anleihen im Vertrauen auf die Ratingagenturen gekauft hatten. Und nun zahlt den Schaden – die Öffentlichkeit. Griechenland zahlt durch ein brutales Sparprogramm. Die Nordländer zahlen, indem ihr Kredit belastet wird. Die einzig richtige Möglichkeit wäre eine massive Beteiligung „privater Gläubiger“, also der Banken, gewesen (doch genau das passiert nicht!). „Private Gläubiger“ sind ja nicht Sie und

Zur Beachtung: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung dar, eine Haftung ist ausgeschlossen.

wir – es sind große Finanzmarktakteure mit eigenen Analysten. Im Falle Griechenlands sind die Hauptgläubiger die griechischen Banken, die wiederum griechischen Oligarchen gehören. DAS sind die Akteure, deren Vermögen Sie und wir schützen. Wir leben in einer Welt, in der die Finanzoligarchie zunehmend macht, was sie will. Dazu passt die aktuelle Nachrichtenlage um den Freedom of Information Act in den USA. Hier wurden nun 27.000 Seiten Dokumente der Zentralbanken freigegeben. Die Banken hatten das bis zum Schluss bekämpft. In diesen Dokumenten steht Ungeheuerliches: Als es den Banken in den USA im Herbst 2008 am schlechtesten ging, haben sie nicht 700 Milliarden, sondern 7,7 Billionen Dollar als kurzfristige Liquiditätshilfen zu 0,01 Prozent Zinsen bekommen – das ist die Hälfte des US-Sozialprodukts. Allein am 5. Dezember waren es 1,2 Billionen Dollar. Mit diesen Hilfen haben die Banken mal schnell 13 Milliarden Dollar verdient. Kein Wunder, dass sie das alles geheim halten wollten und bis jetzt geheim gehalten haben. Der Skandal daran ist, dass all dies nicht bekannt war, als 2009 und 2010 die Finanzbranche reguliert werden sollte. Stattdessen hat die Finanzlobby in den USA wie in Europa eine Armee von Rechtsanwälten und Lobbyisten auf die Abgeordneten losgelassen – in den USA waren es drei Lobbyisten je Abgeordneten.

Es ist gesellschaftlich unerträglich, wenn es zweierlei Systeme von Regeln gibt – eines für Gläubiger und eines für Schuldner. Das ist wieder so: Wenn heute von Privatpersonen Schulden gemacht werden, müssen diese auf jeden Fall zurückgezahlt werden. Staaten, Banken und Superreiche können aber oftmals sehr billig Schulden aufnehmen, um Ausgaben zu finanzieren oder mit den Schulden Geld zu verdienen. Und wenn sie dann nicht zurückzahlen können, erhalten sie einen Schuldenerlass oder öffentliche Unterstützung wie im Fall der Banken und hoch verschuldeten Länder.

Aktien – Comeback des echten Vermögens?

2011 war ein äußerst schwieriges, kaum kalkulierbaren politischen Impulsen unterliegendes volatiles Börsenjahr. Die Märkte haben in der zweiten Jahreshälfte in den „Risk-off“-Modus umgeschaltet. Eigentlich sahen wir im August/September einen Crash. Ein Crash ergibt sich grundsätzlich daraus,

Index	Entwicklung seit 1.1.2011
DAX	-14,69%
EuroStoxx50	-17,05%
Dow Jones (in Euro)	9,16%
Nikkei (in Euro)	-10,02%
REX Performance	8,29%

dass aus Risikoerwägungen alle das Gleiche machen: Fliehen! In keinem Fall handelt es sich um eine fundamentale oder analytische Beurteilung sowohl globalwirtschaftlicher Faktoren oder auch Branchendifferenzierungen. Das Kapital trat eine unkontrollierte Flucht an, zumeist aus den Emerging Markets und Europa. Den Amerikanern ist es dabei gelungen, durch ein massives Aufdrehen des Geldhahns und einen starken Anstieg der Geldmenge Geldfülle in den Vordergrund und die Probleme (die noch schlimmer sind als in Europa) in den Hintergrund zu

rücken. Irgendwann wird sich diese Politik aber selbst in dem Reservewährungsland USA rächen. Sollte es jedoch den Europäern gelingen, ihre Stabilitätspolitik erfolgreich umzusetzen, würden die Amerikaner zudem noch ihren Reservewährungsstatus an den Euro verlieren. Aus diesem Grunde



dürfte es aus Amerika keinerlei Hilfe geben, eine solche Politik in Europa umzusetzen. Eine gewisse Wahrscheinlichkeit für einen Erfolg wäre allerdings gegeben, wenn die Europäische Zentralbank einen solchen

Sanierungsprozess unterstützen sollte. Folglich bleiben die Börsen weiterhin von deutlich mehr Unbekannten in der Rechnung abhängig wie das sonst der Fall war. Gleichwohl bleibt die Gewissheit, dass Vermögenswerte irgendwann immer zu ihrem inneren Wert zurückkehren. Dabei soll eine Rückschau auf die Börsen in Europa und den USA zumindest einen ersten Ansatz bieten. Betrachtet man die Entwicklung der 50 wichtigsten Aktien Europas in Form des EuroStoxx50 (ohne Dividenden) muss man eindeutig erken-

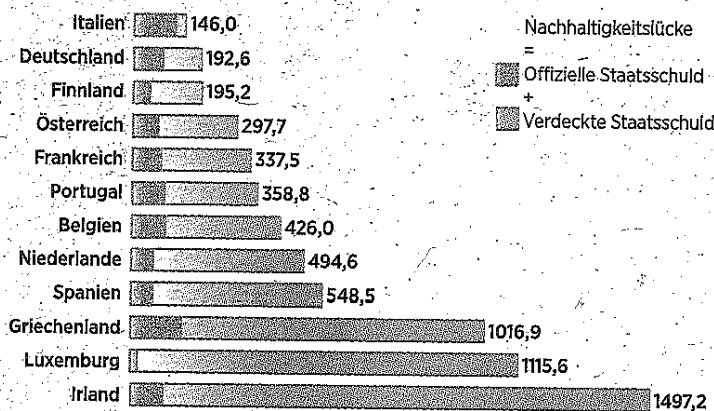
nung abhängig wie das sonst der Fall war. Gleichwohl bleibt die Gewissheit, dass Vermögenswerte irgendwann immer zu ihrem inneren Wert zurückkehren. Dabei soll eine Rückschau auf die Börsen in Europa und den USA zumindest einen ersten Ansatz bieten. Betrachtet man die Entwicklung der 50 wichtigsten Aktien Europas in Form des EuroStoxx50 (ohne Dividenden) muss man eindeutig erken-

nen, dass wir ein verlorenes Aktienjahrzehnt hinter uns haben. Gleichwohl hatten wir in diesen 10 Jahren ein auskömmliches Wirtschaftswachstum und die Unternehmen haben ihre Umsätze, Gewinne und Bilanzen in dieser Zeit erheblich verbessert. Folglich haben sich dabei groteske Unterbewertungen ergeben. Beispielsweise haben dieses Jahr Aktien aus Österreich besonders stark verloren. Doch viele Unternehmen wie Voestalpine, Verbund AG oder Wienerberger verfügen über gesunde Bilanzen und ein gutes Geschäftsmodell. Wienerberger hat mit 62% Eigenkapital mehr als jeder DAX-Konzern. Die Verbund AG hat mit der Energiegewinnung aus Wasserkraft ein zukunftssicheres Geschäftsmodell. Aber Österreich grenzt ja an Italien, wurde als Begründung des Öfteren angegeben. Doch dieses Italien steht bei der Langfristbetrachtung der Schulden sogar am besten da von allen zwölf Gründungsmitgliedern der Eurozone. Im Nachhaltigkeitsranking des Freiburger Ökonomen Bernd Raffelhüschen werden eben auch verdeckte Schulden mit berechnet, indem die für die Zukunft versprochenen Versorgungs- und Versicherungsleistungen mit den zu erwartenden Einnahmen des Staates verglichen werden. Italien ist deswegen so gut, weil das Gesundheitssystem billiger ist, die tatsächlich gezahlten Renten niedrig sind und Hilfen für den Fall der Pflege nicht existieren. Die hohe

Zinslast im Haushalt hat Italien geholfen, vorsichtig mit zusätzlichen Ausgaben zu sein.

Wahre Lücke

Offizielle und unsichtbare Schulden in Europa im Vergleich in Prozent des Bruttoinlandsprodukts



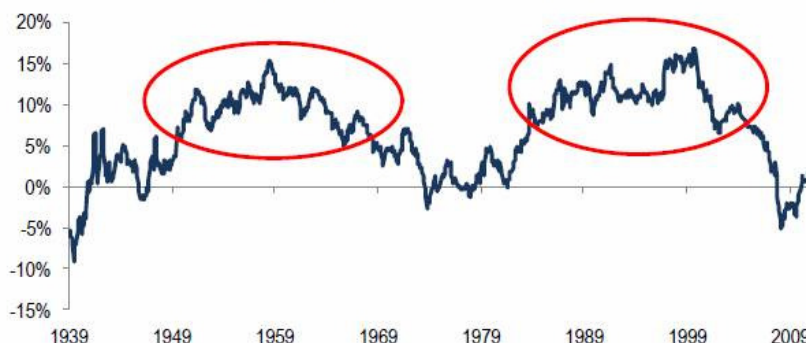
Handelsblatt

Quelle: Stiftung Marktwirtschaft

Die Psychologie spricht also derzeit deutlich gegen Aktien. Der Aktienmarkt ist eben einer der wenigen Märkte, wo die Anleger bei länger anhaltend fallenden Preisen aufgeben. Doch wenn man einen Blick zurück in der Zeit macht, gibt es durchaus Erstaunliches zu ermitteln. Schauen wir hierzu noch weiter zurück. In dem untenstehenden Schaubild sind die jährlichen Performancezahlen des amerikanischen Marktes seit dem Jahr 1939 in einer Graphik aufbereitet dargestellt. Immer nach einer „verlorenen Dekade“ mit Wertentwicklungen nahe Null bis negativ (zwischen den

beiden rot eingekreisten Phasen) zeigten die Aktienmärkte per Saldo überdurchschnittliche Wertentwicklungen in den Jahren danach (rot eingekreist). Historisch betrachtet zeigten die nächsten 10 Jahre nach dem Ende einer solchen „verlorenen“ Dekade eine durchschnittliche Performance von 10.3% pro Jahr auf. Woher könnte diese überdurchschnittlich starke Entwicklung von Aktien in den nächsten Jahren herkommen? Wir sehen weiterhin den Auslöser nicht auf der Unternehmensgewinnseite, sondern in der Bewertung. Interessant ist auch die Tatsache, dass wir in den USA zwischen 1966 und

S&P 500 Trailing 10-Year Price Return



1981 ein starkes, danach in der steigenden Börsenphase aber nur ein Nahe-Null-Wachstum hatten. Also ist historisch belegt, dass Wirtschaftswachstum nicht zwingend als Spiegelbild der Börsenentwicklung zu sehen ist.

Aktien können in den Kursen zwar wie wahn-sinnig schwanken, wie

Sie in diesen Tagen erleben, aber sie werden nicht wertlos. Schuldenpapiere aller Art inkl. Konstrukte aller Art verlieren ihren Wert schneller, als es sich manch einer denken kann. Weder eine Kali + Salz noch eine E.ON gehen „unter“. Der eine kann mehr, der andere kann weniger von den Turbulenzen betroffen sein, aber er mag in seiner Substanz, mithin in seinem Wert, nicht tangiert werden.

Staatsanleihen – Das lange Warten auf die Zinswende

Anfang 2011 waren die meisten Banken von einem Zinsanstieg der 10-jährigen deutschen Bundesanleihen ausgegangen. Die führenden deutschen Kreditinstitute erwarteten fast alle einen Anstieg auf über 3,0%. Stattdessen fielen 10-jährige Bundesanleihen jüngst auf ein Rekordtief von 1,8%. Das liegt am Schuldenchaos in der Eurozone, der expansiven Geldpolitik der Zentralbanken, freien Kapazitäten in der Industrie und dem Giffen-Paradoxon. Dieses beschreibt in der volkswirtschaftlichen Theorie einen scheinbar paradoxen Preiseffekt. Der Ökonom Robert Giffen beobachtete, dass Haushalte, die am Existenzminimum leben, auf eine Erhöhung des Brotpreises nicht mit einer sinkenden, sondern mit einer steigenden Nachfrage nach Brot reagieren. Ein steigender Brotpreis lässt das verbleibende Resteinkommen für andere teurere Nahrungsmittel sinken, so dass auf diese zunehmend verzichtet werden muss. Dadurch steigt die Brotnachfrage. Genau dieses Phänomen ist am Anleihemarkt zu beobachten. Trotz sinkender Renditen, beispielsweise bei den 10-jährigen Laufzeiten, steigt die Nachfrage nach diesen Papieren. Dabei müssen Institutionelle Anleger wie Versicherungen, Pensionsfonds oder Stiftungen einen Ertrag in einer festgelegten Mindesthöhe erwirtschaften - den garantierten Mindestzins. Beispielsweise liegt der Mindestzinssatz des schweizerischen Pensionskassensystems seit dem 1. Januar 2009 bei exakten 2%. Der Durchschnittsertrag aller Anlagen muss bei den institutionellen Investoren über dem Garantiezins liegen, um die Vertragsversprechungen erfüllen zu können. Dies führt selbst in dem aktuellen extrem niedrigen Zinsumfeld auch bei längeren Laufzeiten zu einer steigenden Nachfrage. Wenn beispielsweise das Zinsniveau der zweijährigen Anleihen unter zwei Prozent fällt, ist im Anleiheportfolio ein höherer Anteil an längerfristigen, zum Beispiel zehnjährigen Anleihen, erforderlich. Je geringer der kurzfristige Zins ist, desto größer wird der Anteil langfristiger Anleihen. Die Nachfrage nach beispielsweise 10-jährigen Anleihen nimmt dann trotz sinkender Zinsen und steigender Preise wie beim Brot zu. Das Giffen-Paradoxon ist immer ein Ausdruck von Not und Verzweiflung. Die Haushalte kämpfen im Brotbeispiel ums Überleben. Die institutionellen Investoren kämpfen mit einem Anlagenotstand. Sie müssen eine bestimmte Mindestrendite erwirtschaften, andernfalls gefährden sie ihre Geschäftsgrundlage. Besonders grotesk war die Entwicklung bei der Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihen. Deren Verzinsung fiel nach der Abstufung der Bonität der USA auf unter 2,0%, nachdem sie zuvor noch bei 2,65% notierten. In einem „gesunden“ Markt wäre die Verzinsung gestiegen. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) ist bei den 10-jährigen deutschen Anleihen bei einer mickrigen Verzinsung von 1,8 Prozent in der Spitze auf über 55 gestiegen. Auch die US-Anleihen erreichen derzeit ähnlich hohe Bewertungen. Am Aktienmarkt sieht es umgekehrt aus. So ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) der US-Technologiebörse Nasdaq 100 auf aktuell 11,0 gesunken, was dem Krisenniveau des Jahres 2009 entspricht. Die Anleihe-Verzinsung erreicht derzeit nicht einmal das Dividendenniveau der meisten Blue Chips, die zudem noch eine sicherere Investition darstellen. Es gibt für private Anleger keinen Grund, staatliche Anleihen zu kaufen. Ein Anleihekauf ist nichts anderes als ein Kauf von Schulden. Es ist eine Investition in die Schulden des Emittenten. Die Nominalzinsen sind insbesondere bei den kurzen Laufzeiten so niedrig, dass die Realzinsen derzeit negativ sind. Die Inflation frisst damit das Vermögen der Investoren auch schon ohne einen Zahlungsausfall des Emittenten auf.



Ein Blick auf die Zinsen 10-jähriger amerikanischer Staatsanleihen soll einmal die langen Zinszyklen visualisieren. Offenbar kommt es in den USA seit dem Jahr 1800 etwa alle drei Jahrzehnte zu einem bedeutenden Umkehrpunkt bei den Zinsen. Das jüngste wichtige Tief datiert von Anfang Oktober 2011 mit 1,72 Prozent. Sollte sich dieses langjährige Muster fortsetzen, ist längerfristig mit einer Periode steigender Zinsen zu rechnen. Trotzdem könnte das für Aktien unter den gegebenen

Umständen sogar positiv sein – irgendwo will das viele Geld, das durch das System geistert schließlich angelegt werden. Und sollten Staatsanleihen als sicherer Hafen wegfallen, dann bleibt außer Gold nicht mehr viel übrig. Allerdings wurde dieses „wichtige Zinstief“ von zahlreichen Experten schon öfter

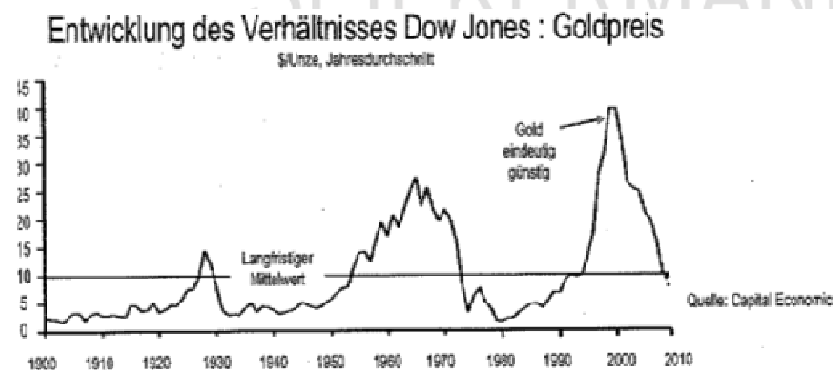
ausgerufen, eingetreten ist es bislang nicht. Das Zünglein an der Waage ist das Vertrauen: Kommt es im Zuge der weltweiten Staatsschuldenkrise in den kommenden Monaten auch zu einem nachhaltigen Vertrauensverlust in den USA, sollten dort die Zinsen tatsächlich nachhaltig ansteigen. Aktuell ist es jedoch so, dass die Anleger einem uralten Muster folgend bei wachsender Verunsicherung immer noch in die Anleihemärkte vermeintlich „solider“ Staaten flüchten. Aus unerfindlichen Gründen zählen die USA immer noch dazu. Ob sich daran etwas ändert, das wird dieses Jahr zeigen. Eine ganze Generation von Vermögensberatern, Bankern und auch Privatanlegern hat in den vergangenen 30 Jahren dieses Phänomen erlebt. Darauf beruht ihre Annahme, dass dies so weitergehen könnte. Doch genau das Gegenteil könnte bald anstehen.

Unternehmensanleihen guter und sehr guter Schuldner sowie Staatsanleihen der Emerging-Markets als Beimischung bleiben nach wie vor die bessere Wahl.

Gold – Daueranstieg oder Absturz?

Die Bedeutung des Goldes hat bereits eine lange Historie. Goethe postulierte dieses mit seinem bekannten Spruch: „Nach Golde drängt, am Golde hängt doch alles“! Gold findet in der Bibel in vielen Stellen Erwähnung, und dem Metall wird in vielen Religionen eine besondere Bedeutung beigemessen. Es hat einen besonderen Mythos und eine Anziehungskraft auf die Menschheit entwickelt. Gold hat als Vorläufer und als Deckung des Papiergeldes, als Zahlungsmittel mit den Eigenschaften Wertübertragungs- und Wertaufbewahrungsmittel sowie der Funktion als Recheneinheit zu dienen, eine herausragende Bedeutung für die wirtschaftliche Entwicklung gespielt.

Schon seit 10 Jahren kennt das gelbe Metall nur einen Weg, und zwar nach Norden. Bei der Einschätzung der weiteren Marktentwicklung soll dargestellt werden, weshalb Anzeichen bestehen, die zumindest auf eine abflachende Steilheit des Goldpreischarts hindeuten. Das aktuelle Medieninteresse ist mit demjenigen kurz vor dem Platzen der Blase am Neuen Markt vergleichbar. Dennoch dürfen wir nicht ignorieren, dass auch der Neue Markt noch einige Monate trotz Überbewertung weiter zugelegt hatte, bevor es zum Platzen der Blase kam. Überschriften wie „Neuer Goldrausch am Yukon“, „In gold we trust“, „Mit Münzen und Barren auf der sicheren Seite“ oder „Kleinanleger im Goldrausch“ in der Boulevardpresse deuten langsam auf ein Ende der rasanten Preis-



entwicklung hin. Gelingt es in Europa und auch in Amerika allerdings nicht, neues Vertrauen in einen Abbau der immensen Staatsverschuldung und in die Handlungsfähigkeit der Politik zu gewinnen, steht einem Goldpreis auch jenseits von 2.000 Dollar nichts mehr im Weg. Neuengagements über 2.000 Dollar sind allerdings im geringen Umfang nur als eiserne Reserve und bei weiteren Währungsturbulenzen vertretbar. Die Grafik zeigt das Verhältnis des Amerikanischen Aktienindex Dow Jones zum Goldpreis. Dieses Verhältnis deutet daraufhin, dass der Goldpreis nicht mehr billig ist. Somit ist Gold auf dem derzeitigen Preisniveau lediglich als Versicherung gegen den „Worst Case“ zu sehen.

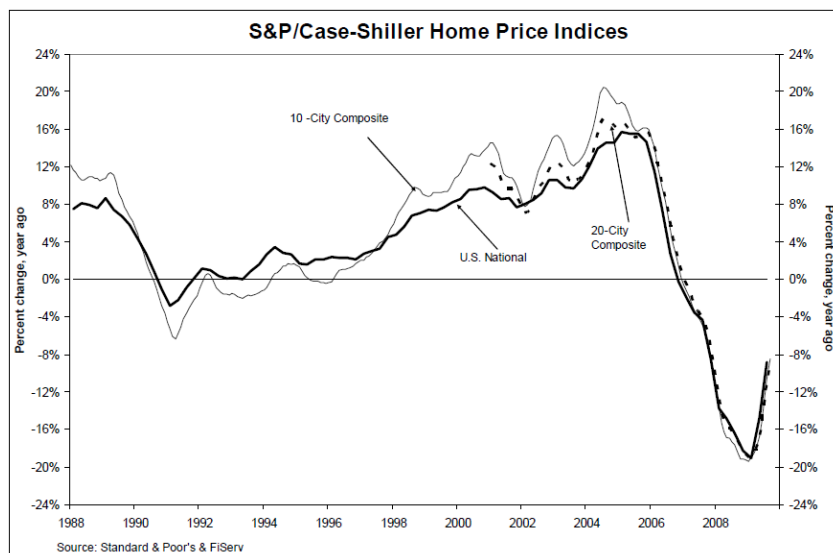
Man kann das Thema Gold allerdings auch einmal unter einem gänzlich anderen Blickwinkel betrachten. Ist Gold wirklich wichtig? Wenn man einmal davon ausgeht, dass das Papiergeldsystem aktueller Prägung gescheitert ist, und man weiter annimmt, dass die Menschen in der Folge etwas ganz Neues entwickeln werden, dann könnten sich daraus langfristig sehr überraschende Konsequenzen ergeben: Gold beispielsweise wurde in der Vergangenheit ja nur benötigt, um einem Währungssystem jene Stabilität zu geben, die es aus sich heraus nicht hat. Anders als Papiergeld kann Gold eben nicht beliebig vermehrt werden. Deshalb verhindert ein Goldstandard jene Schuldenexzesse, die wir gerade auf der ganzen Welt sehen. Was aber, wenn wir in Zukunft eine ganz andere Lösung als die bisherigen Alternativen als richtig erkennen sollten? In einem auf Nachhaltigkeit angelegten Wirtschaftssystem etwa, das aus heutiger Sicht die einzig sinnvolle Alternative für das aktuelle Schuldgeldsystem wäre, würde niemand mehr Gold benötigen. Ganz einfach deshalb, weil in einem solchen System ohnehin nur jene Gütermengen produziert würden, die wirklich benötigt werden. Ein solches System ist aus sich heraus stabil. Es benötigt deshalb kein Gold als stabilisierenden Anker. Gleiches gilt übrigens für das Silber. Die industrielle Komponente, die immer wieder als schlagendes Argument für ein

Investment beim Silber angeführt wird, verliert sofort an Bedeutung, wenn nur noch so viele Güter produziert werden, wie die Menschen wirklich benötigen. In einem aus sich heraus tragfähigen Wirtschaftssystem würde der Silberverbrauch sofort auf homöopathische Dosen eingedampft werden. Werden die Menschen in den kommenden Jahren also erkennen, dass sie überhaupt kein Gold brauchen? Und Silber nur noch in winzigen Mengen? Etwa weil sich der Gedanke durchsetzt, dass es nicht darum gehen kann, immer mehr Güter zu produzieren und dafür immer mehr Schulden anzuhäufen? Und werden die Menschen sehen, dass andere Dinge sehr viel wichtiger sind? Sauberes Trinkwasser zum Beispiel, biologisch und nach ethischen Grundsätzen hergestellte Lebensmittel, oder auch emissionsfreie Energie? Und dass auch ein intaktes soziales Umfeld weitaus wichtiger ist als Geld und Profit?

Immobilien

Eine der ultimativen Fluchtburgen ist derzeit die Immobilie. Sie gilt ebenso wie Gold oder Aktien als Sachwertanlage. Die eigenen vier Wände gelten als guter Inflationsschutz. Doch kommen Regierungen ernsthaft in die Klemme, schreiben sie neue Regeln. Die Staaten werden sich dann mit hoher Wahrscheinlichkeit zum Schuldenabbau bei den Privatvermögen bedienen wie die aktuellen Vorstöße der SPD belegen. Gerade das unbewegliche Immobilienvermögen bietet sich für einen Zugriff an. Wer nach dem Zweiten Weltkrieg Immobilien besaß, hatte im Handumdrehen eine Zwangshypothek im Grundbuch stehen. Anleger sollten also nicht versuchen, klüger zu sein als alle anderen und zum Beispiel leichtsinnig Immobilien mit hoher Fremdfinanzierung erwerben.

Eine Immobilienpreisblase in Deutschland gibt es aktuell allerdings noch nicht, wenngleich einzelne Märkte, z.B. der Berliner Wohnungsmarkt, in der letzten Zeit eine sehr dynamische Entwicklung gezeigt haben. Noch zeigen die steigenden Preise insbesondere für Wohnimmobilien keine Übertreibungen. Gleichwohl sollte man auch bei der Anlage in Immobilien nie den Effekt des billigen Geldes unterschätzen. Nach dem Platzen der Internetblase im Jahr 2000 ist ein Großteil des Privatkapitals in den USA, befeuert durch niedrige Zinsen, in die Immobilienmärkte gewandert. Die Entwicklung des S&P/Case-Shiller Home Price Index soll exemplarisch zeigen, wie stark auch eine Gegenbewegung am Immobilienmarkt



aussehen kann. Die Immobilienmärkte unterliegen dabei sehr ähnlichen oder fast gleichen zyklischen Entwicklungen wie andere Märkte auch. Ein Mietshaus, das eine jährliche Miete von 50.000 € erreicht, hat bei einem Marktzins von 5% einen Wert von rund dem 10-Fachen, nämlich 500.000 €. Sinkt der Zins am Markt auf 2,5%, so dürfte dieses Haus bei gleicher Qualität der 20-fachen Miete entsprechen. Das wären 1 Millionen €. Allein aus den Zinsschwankungen lassen sich also an diesem Beispiel die Preisschwankungen für Immobilien erklären. Diese Rechnung ist natürlich eine Durchschnittsrechnung und unterliegt erheblichen Schwankungen, je nach Lage, Groß- oder Kleinstadt. Das Umgekehrte ist gleichfalls zu bedenken. Steigt der Marktzins von 2,5% auf 5%, so sinkt der Preis der gleichen Immobilie angesichts gleicher Qualität um 50%. Erkennbar ist daran, wie selbst solide Vermögen, die man berühren und fühlen kann, erheblichen Preisschwankungen unterliegen, obwohl der Innere Wert der gleiche ist.

Immobilienanlagen für Privatanleger sind eine begrenzte, aber vertretbare Möglichkeit, ein Vermögen abzurunden. Gleichwohl sollte auch hierbei keine Einbahnstraße in der Wertentwicklung unterstellt werden!

Geld

Man könnte zum Thema Geld an sich mit einem Satz die Perspektive beschreiben: „Papiergeld kehrt früher oder später zu seinem inneren Wert zurück – Null“ (Voltaire). Das wäre natürlich zu einfach. Doch letztlich sollte man sich eine einfache Frage stellen: Wer zahlt die Zeche der Schuldenlawine? ...alle Sparer. Zinstragende Papiere, die klassischen Lebensversicherungen und das Sparbuch werden keinen ausreichenden Ausgleich gegenüber der Inflation leisten. Die Mehrheit der entwickelten Volkswirtschaften ist maßlos überschuldet und muss in den kommenden Jahren die Schuldenlast massiv reduzieren. Das geht nur über finanzielle Repression, anziehende Inflation, Kapitalverkehrskontrollen, höhere Steuern und Reformen an den Sozialsystemen. Alle, die mit nominalen Werten eine Altersvorsorge betreiben oder meinen, sie könnten von der Rente leben, stehen im Feuer. Sparer stehen vor einer Teilenteignung ihrer Kaufkraft. Das beliebte Tagesgeld oder Sparbuch ist daher nur als „Parkplatz“ zu empfehlen, um die kurzfristige Liquiditätsbeschaffung vernünftig zu steuern. Wer sein ganzes Geld langfristig auf (Spar-)Konten anlegt, sollte schon sehr großes Vertrauen in das Einlagensicherungssystem der Banken haben. Da letztlich sowohl das Einlagensicherungssystem der privaten Banken oder das Sicherungssystem der Sparkassen eine größere Bank bzw. Landesbank im Ernstfall nicht stützen kann, bleibt letztlich nur der Staat, der wieder in die Bresche springen müsste. Dann schließt sich der Kreis. Der größte Teil der 4,9 Billionen Euro deutschen Geldvermögens steckt in Versicherungen. Doch es sollte jedem klar sein, dass Versicherungen überwiegend in Staats- und Bankanleihen investieren. Und dieser Trend könnte sich durch neue Regelwerke wie Solvency II (Europäisches Gesetz) noch verstärken. Denn die Staaten müssen ihre Refinanzierung sichern und treiben per Gesetz das große Geld wieder in eben ihre Schulden. Wie sagt der Versicherungszyniker seit Menschengedenken: Im Krisenfall sind die mündelsicheren Anlagen als erste wertlos.

Fazit

Unsere Wirtschaftsordnung ist das Opfer einer unheiligen Allianz von Bankmanagern und Schuldenpolitikern. Immer mehr Geld und immer mehr Konsum. Dass dieser Weg in die Sackgasse führt, wird immer offensichtlicher. Inzwischen sind wir soweit, dass dieser Irrweg nicht nur unser gesamtes Wirtschaftssystem bedroht. Der Zeitpunkt rückt näher, an dem sich immer mehr Menschen ganz existentielle Fragen stellen werden: Worum geht es wirklich im Leben? Eine Antwort auf diese Frage zu finden, darin liegt vielleicht die größte Chance in dieser Krise. Je stärker die Dinge sich zuspitzen, und das werden sie nach heutigem Kenntnisstand zweifellos tun, desto mehr könnten solche Dinge in das Bewusstsein der Menschen gelangen. Krisen schaffen jedoch immer die strukturellen Veränderungen, die sonst hinausgezögert oder verhindert werden. Insofern sind die Chancen für die, die sich dieser Krise stellen, nicht zu unterschätzen.

Das Kapital der Deutschen wird zu einem erheblichen Teil volkswirtschaftlich ineffizient angelegt, wie das aufgeblähte Geldvermögen von 4,9 Billionen € oder die Jahr für Jahr sinkende Zahl der Aktionäre belegt. Damit hat sich in Deutschland eine Sicherheitskultur gebildet, die zu einer erheblichen Fehlleitung von Kapital geführt hat. Es soll daher oberstes Ziel sein, Vertrauen in die Märkte und die sinnvolle Preisfindung so zu stärken, dass mehr Kapital in diesem Sinne produktiv werden kann, Investitionen erfolgen und Arbeitsplätze geschaffen werden können. Daher ist auch das Reinheitsgebot bei der Geldanlage wichtiger denn je. Die berechenbaren Anlageklassen, die vor 20 Jahren gut waren, sind auch heute noch gut. Aktien oder Unternehmensanleihen sind dann doch besser und volkswirtschaftlich sinnvoller als Rainbow-Expresszertifikate, Multi-Relax-Anleihen sowie andere abstruse Papierforderungen.

09.01.2012

Mirko Kohlbrecher - Spiekermann & CO AG