

Marktkommentar Juli 2011

Allgemeine Entwicklung – Eine Frage der Zeit

Das Thema Staatsverschuldung hat sich leider nicht aus den Medien verabschiedet. Vielmehr hat es sich wie ein Krake mitsamt seinen Fangarmen ausgebreitet. Die „Griechenlandfrage“ erzeugt verständlicherweise derzeit den größten Druck auf die Politik. Gleichwohl verrät ein genauerer Blick, dass sich auch außerhalb von Griechenland wichtige Verschuldungsdaten einzelner Industriestaaten erneut verschlechtern. Aber der Reihe nach:

Das griechische Finanzchaos spitzt sich zu. Klar ist, dass die Griechen überschuldet sind. Wenn man dem Land Schulden erließe, würde das für eine Weile helfen, aber an der fehlenden Wettbewerbsfähigkeit nichts ändern. Dazu braucht es eine (Währungs-) Abwertung um 20 bis 30 Prozent gegenüber seinen Partnern im Euro-Raum. Die bekommt man allerdings nur hin, wenn man den Geldhahn allmählich zudreht. Was definitiv nicht hilft, ist, immer mehr Geld in das Land hineinzupumpen und den Griechen dann zu sagen, sie sollen es nicht nehmen. Dann kann es die notwendigen Anpassungen nie geben. Die Frage ist daher, warum die Europäische Zentralbank (EZB) eine Umschuldung vehement ausschließt, obwohl Griechenland seit einem Jahr insolvent ist. Das kann sich die EZB aus eigenem Interesse heraus nicht erlauben. Ihr Eigenkapital liegt bei knapp 11 Milliarden Euro. Ein Schuldenschnitt von beispielsweise 40 Prozent würde bedeuten, dass sie auf die 45 Milliarden griechischer Staatspapiere, die sie angeblich besitzt, 18 Milliarden Euro abschreiben müsste. Dann wäre die EZB faktisch pleite. Sie könnte dann zwar auf die Reserven der nationalen Notenbanken zurückgreifen, doch ein solcher Vorgang würde durchaus Zweifel an der Stabilität des Euros und der Funktionsfähigkeit der EZB wecken.

Nach wie vor steht hinter all diesen Hilfen auch die Rettung der Banken. Die Sachlage, welche Banken wie viel Griechenlandanleihen halten, ist derzeit allerdings nicht ganz eindeutig. Deutsche Banken, allen voran die üblichen Verdächtigen wie die Hypo Real Estate oder verschiedene Landesbanken, haben aber wohl brav an ihren Griechenlandanleihen auf Wunsch des Finanzministers festgehalten, während Französische und andere Banken ihre Bestände wohl zu Lasten der EZB deutlich reduziert haben. Wir können allerdings nicht den Lebensstandard ganzer Völker, die über ihre Verhältnisse leben, über Jahre hinaus mit immer mehr neuem öffentlichem Kredit aufrechterhalten, um Europas Banken zu retten. Die direkte Rettung der Banken ist immer der billigere Weg.

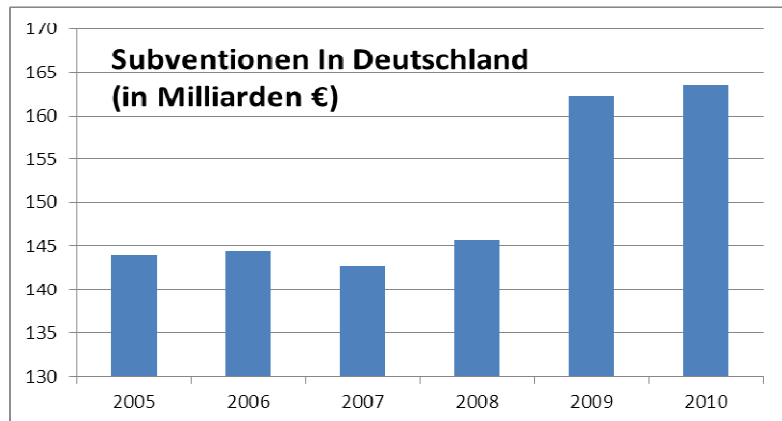
Griechenland, die Euro-Zone und die EU-Kommissionen sollten daher die zeitweilige Freistellung Griechenlands aus der Euro-Zone prüfen. Dies würde eine Anpassung des relativen Preisniveaus für den Fall erleichtern, dass die Löhne nicht weiter begrenzt werden können. Der Vertrag von Maastricht verbietet den Mitgliedern der Euro-Zone zwar explizit den Austritt. Eine übergangsweise Freistellung ist darin aber nicht erwähnt – und daher auch nicht verboten.

Doch neben dem speziellen Griechenlandproblem ist die allgemeine Verschlechterung der Schuldenstände der meisten Industrienationen nicht minder Besorgnis erregend. Nur kurz währte die Disziplin, die das Maastricht-Kriterium einer Staatsverschuldung von maximal 60 Prozent des Bruttoinlandsproduktes (BIP) den Euro-Mitgliedsstaaten auferlegt hatte. Deutschland kam 2008 kurz dem Ziel nahe. Doch die Finanzmarktkrise ließ alle Dämme brechen und die Schulden wieder nach oben schnellen. Mittlerweile betragen die offiziellen deutschen Staatsschulden nach vorläufigen Berechnungen zum Jahresende 2010 rund 2,08 Billionen € beziehungsweise 83,2% des BIP oder rund 25.000 € pro Kopf (siehe Grafik).

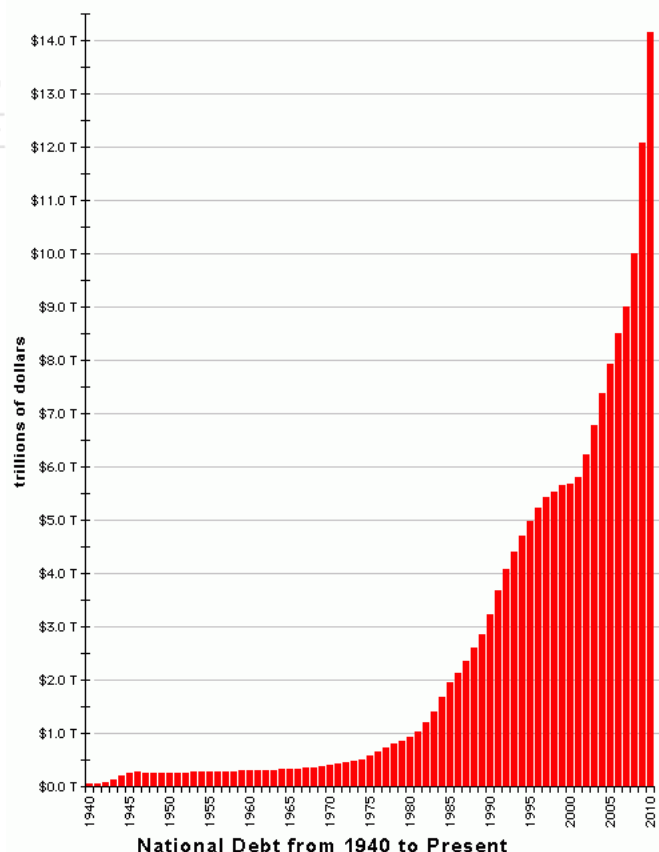


Zur Beachtung: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung dar, eine Haftung ist ausgeschlossen.

Für die Bundesregierung scheinen die ausufernden Kosten allerdings kaum eine Rolle zu spielen. Sämtliche Probleme und Herausforderungen von der Energiewende, der Elektromobilität bis zur Eurokrise werden mit Geld totgeschlagen. Mittlerweile kritisieren bereits erste Unionspolitiker, dass die CDU/CSU nicht mehr die Partei der sozialen Marktwirtschaft sei. Die Regierung steuere immer mehr wirtschaftliche Abläufe vom Produzenten über den Handel bis zum Verbraucher, die Folge ist eine staatlich gelenkte Wirtschaft. Ordnungspolitiker sind derzeit sehr besorgt, sie fürchten, dass Geschichte sich doch wiederholen könnte. Bereits vor 80 Jahren warnte der Volkswirt Alexander Rüstow schon einmal vor einem „Ausgreifen des Staates über seine bisherigen Grenzen, dieses Einbeziehen aller möglichen Lebensgebiete in die staatliche Bestätigung“ und dass der Staat von gierigen Interessenten auseinandergerissen werde. Tatsächlich erklimmen Subventionen und Staatsschulden im Gleichschritt neue Rekordstände. 2010 erreichte das Subventionsvolumen 164 Milliarden Euro (Quelle: Kieler Institut für Weltwirtschaft). Darin sind aber die Einspeisegebühren für erneuerbare Energien von 8 Milliarden € im vergangenen und schätzungsweise 12,4 Milliarden in diesem Jahr noch nicht enthalten, weil diese nicht durch die Staatskassen fließen, sondern direkt von den Stromkunden zu zahlen sind. Letztlich ergibt sich hieraus eine gefährliche Interventionspirale.



Der Steigflug der Staatsverschuldung nimmt auch in den USA bedrohliche Züge an. Mit 14,3 Billionen US-\$ haben die Amerikaner mittlerweile Ihre selbst definierte Schuldengrenze erreicht (siehe Grafik). Auch wenn sich die beiden wichtigsten Parteien derzeit um eine Erhöhung streiten, werden sich die Amerikaner nicht selbst zerfleischen. Diese Aufgabe könnte irgendwann der Markt übernehmen, indem für die erhöhte Ausfallwahrscheinlichkeit amerikanischer Staatsanleihen höhere Zinsen gefordert würden. Bisher manipulieren die Amerikaner diesen Markt erfolgreich, indem Sie ihre eigenen Schulden halt selber kaufen und die Zinsen dadurch künstlich tief halten.



Source: U.S. National Debt Clock
http://www.brillig.com/debt_clock/

Tatsächlich sind steigende Zinsen Gift für jede verschuldete Volkswirtschaft: Die Staaten geraten in einen Teufelskreis aus immer höheren finanziellen Verpflichtungen, etwa durch steigende Zinsbelastungen aus bereits bestehenden Schulden, und einem immer begrenzteren Zugang zu den Kapitalmärkten. Die Staaten werden also gleich von zwei Seiten in die Zange genommen. Dies führt zunächst zu einer Reduzierung der Kreditwürdigkeit, was kürzlich in den USA mit der Abstufung der Bonität durch die Rating-Agentur Standard & Poor´s geschehen ist – zu einem späteren Zeitpunkt folgt historisch gesehen oftmals die Zahlungsunfähigkeit eines Staates. Dass es bis dorthin nicht mehr Jahrzehnte dauern wird, das macht das Beispiel der Vereinigten Staaten deutlich. Ganz dem exponentiellen Wachstumstrend folgend, sind die Staatsschulden dort in den senkrechten Steigflug übergegangen. Inwieweit Staatsschulden wirtschaftlich verkraftbar sind, hängt unter anderem davon ab, in welcher Höhe der Staat Zinsen für seine Schulden bezahlen muss. Ein Maß hierfür ist die Zinslastquote, also die staatli-

chen Zinsausgaben gemessen an den Staatsausgaben oder am Bruttoinlandsprodukt (BIP). Sind die Zinssätze niedriger als die Wachstumsrate des BIP, ist als fester Prozentsatz am BIP eine dauerhafte Nettoneuverschuldung des Staates möglich. Der Schuldenstand im Verhältnis zum BIP steigt dann nicht ins Uferlose, sondern strebt gegen einen Grenzwert, zumindest in der Theorie. Doch genau hier liegt das Problem: Wegen der exorbitanten Schulden kürzen die Staaten überall auf der Welt ihre Ausgaben. In den besonders gebeutelten Ländern wie Griechenland, gehen die Menschen wegen der Sparbeschlüsse bereits auf die Barrikaden. Immer wieder setzt die Polizei Tränengas, Wasserwerfer und Schlagstöcke gegen Demonstranten ein, weil diese gegen die Sparpolitik protestieren.

Ein Schuldenschnitt ist in vielen Industrienationen somit nur noch eine Frage der Zeit. Alles deutet darauf hin, dass sich die Dinge in der nächsten Zeit weiter beschleunigen werden. Wegen des Zinseszins-effekts, der dem immer schnelleren Wachstum der Schuldenberge zugrunde liegt, ist das schon rein mathematisch auch gar nicht anders möglich.

Aktien – Von Fukushima nach Athen

Das erste Halbjahr 2011 hat zwei prägende Ereignisse hinterlassen. Nach der Katastrophe von Fukushima gerieten die Aktienmärkte in einen kurzen, aber heftigen Abwärtssog. Nach der darauf folgenden Normalisierung an den Märkten kehrte die Angst in Form der griechischen Verschuldungs-

Index	Entwicklung seit 1.1.2011
DAX	6,68%
EuroStoxx50	1,99%
Dow Jones (in Euro)	-0,98%
Nikkei (in Euro)	-10,97%
MSCI World (in Euro)	-3,70%
MSCI Indien (in Euro)	-15,50%
REX Performance	0,64%

Global betrachtet hinterließ das erste Halbjahr 2011 einen gemischten Eindruck, einige Favoritenbörsen blieben dabei erheblich hinter ihren Erwartungen zurück. Insbesondere die Emerging Markets haben zum Teil mit hohen roten Vorzeichen das Halbjahr beendet. In Indien beispielsweise stiegen die Zinsen aufgrund deutlich gestiegener Inflationsraten. In diesem schwierigen globalen Umfeld hatten selbst einige der renommiertesten weltweit anlegenden Fonds der letzten Jahre wie z.B. der Carmignac Investissemnet (-8,4%) oder der Magellan (-11,7%) ihre Probleme. Gleichwohl sollte ein Halbjahr nicht über die langfristigen Qualitäten einer Anlagestrategie entscheiden. So zeigen viele Lang-

fristvergleiche, dass eine global angelegte Strategie sinnvoll ist. Im zweiten Halbjahr 2011 könnten auch wieder ganz andere Märkte zu Favoriten werden, ein ständiger Wechsel hin zu den Favoriten der Vergangenheit erscheint wenig sinnvoll. Auch unser eigener Fonds Spiekermann & CO Strategie I verfolgt einen globalen Investmentansatz mit all den Facetten von Chancen und Risiken. Trotz der kleinen Delle in 2011 liegt der Fonds seit seiner Auflegung rund 10% über seinem internen Vergleichsindex (25% DAX, 25% EuroStoxx, 10% Nikkei 225, 10% Dow Jones und 30% Liquidität). Auch die

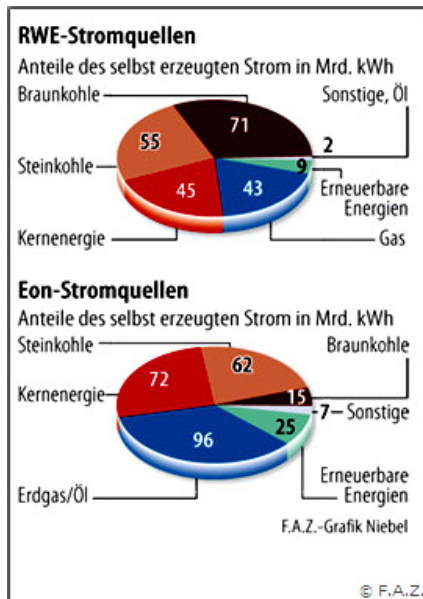


Zur Beachtung: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung dar, eine Haftung ist ausgeschlossen.

einzelnen Indices konnten im direkten Vergleich hinter sich gelassen werden und das bei deutlich geringeren Schwankungen.

Ein zusätzlicher Bremsklotz im ersten Halbjahr 2011 war die Abwertung des US-\$. Da die amerikanische Leitwährung in vielen Anlagebestandteilen Abrechnungswährung ist, erzeugt eine Abwertung des US-\$ einen entsprechend negativen Beitrag. In vielen Anlagen wird daher mittlerweile eine währungsgesicherte Variante angeboten, was bei einer weiteren Erwartung eines sich abschwächenden US-\$ auch sinnvoll erscheint. Insgesamt lässt sich aber sagen, dass viele Aktienmärkte noch nicht zu teuer sind. Einige Aktien notieren sogar mittlerweile erheblich unter ihren betriebswirtschaftlichen Werten, hierzu einige konkrete Beispiele:

E.ON und RWE: Kursentwicklung kontra Fakten



E.ON und RWE sind derzeit bei den Anlegern in Ungnade gefallen. Die Unsicherheit über den Umbau beider Konzerne hat die Kurse der Unternehmen ins Abseits gestellt. Doch neben den oft durch Psychologie entstehenden Kursbewegungen, sollten die Fakten bei der Begutachtung der Konzerne nicht vernachlässigt werden. E.ON und RWE sind nur bedingt miteinander vergleichbar. Ihre Struktur ist so verschieden, dass sie zwar als zwei Energiekonzerne wahrgenommen werden, aber wesentliche Unterscheidungen aufweisen. E.ON hat mehr Möglichkeiten für die Bereinigung des Konzerns, wofür 586 Tochterunternehmen stehen. In diesen Verkäufen liegen die künftigen Erlöse. Im Rückbau der AKWs stecken die Auflösung von steuerfreien Rückstellungen und Prämien für Stilllegungen und im Cash Flow, also dem regelmäßigen Zahlungsmittelüberschuss der wirtschaftlichen Tätigkeit, die Refinanzierungsgrundlage für den Aufbau der erneuerbaren Energien. In der Freisetzung der Vermögenswerte liegt schließlich auch die Chance, die Stromversorgung im Ausland auszubauen. Dass hierbei eine Börsenbewertung von 40 Mrd. € nicht annähernd dem realen Wert entspricht, wird bei den Eckdaten sehr deutlich.

RWE ist künftig ein reiner Energiekonzern mit 65 % Stromanteil und 26 % Gas. Wohl 70 % der Stromerzeugung wird sich am Ende auf die Braunkohle stützen, deren Reserven für 250 Jahre reichen. Je nach Ausbau der erneuerbaren Energie kann es auch eine 50:50-Teilung geben. Für den Umbau des Konzerns stehen jedoch weniger Möglichkeiten zur Verfügung, aus einem Beteiligungsverkauf besondere Erlöse zu erzielen. Gleichwohl: Es gibt 126 Beteiligungen und 453 Tochtergesellschaften.

Hinter E.ON und RWE stehen keine deutschen, sondern überwiegend ausländische Investoren. Diese werden alles daran setzen, die Vermögenserhaltung beider Konzerne zu sichern und nicht auf dem Altar ökologischer Wünsche zu opfern.

in Mrd. €	Börsenwert	Investiertes Kapital	Eigenkapital	Investition der letzten 5 Jahre	Anlagevermögen	Cash Flow jährlich
E.ON	40	105	42	35	100	8
RWE	21	58	12	25	52	6

Aus der Vermögensübersicht lässt sich leicht nachvollziehen: Das in den Unternehmen investierte Kapital (Summe aus EK, langfristigen Rückstellungen und langfristigen Verbindlichkeiten) liegt weit über dem Börsenwert und das Anlagevermögen erreicht weit mehr als das Doppelte der Börsenkaptalisierung. Selbst bei extrem konservativen Wertschätzungen kommt man auf deutlich höhere Bewertung für E.ON und RWE.

Es gibt noch weitere Beispiele für stark unterbewertete Aktien. Celesio, als größter Europäischer Pharmahändler, ist eines davon. Das Unternehmen wird nur noch mit 10% des Jahresumsatzes bewertet. Zudem hat Celesio hervorragende Daten bei wesentlichen Bilanzzahlen wie z.B. dem freien Cash-Flow. Dieser spielt bei der Bewertung eines Unternehmens eine wesentliche Rolle. Es ist der Betrag, den ein Unternehmen an seine Anteilseigner ausschütten könnte, ohne seine finanzielle Situa-

tion zu verschlechtern. Wird nun der freie Cash-Flow ins Verhältnis zum Kurs gestellt, rentieren Celso-Aktien mit über 15%. Das ist viel – und können nur wenige deutsche Firmen bieten.

Ein weiteres Beispiel ist Cisco Systems aus den USA. Der Netzwerkausrüster handelt mit einem KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis) von 8,5 bei hoher zweistelliger Marge und einem Cash Anteil in der Bilanz von \$ 36 Milliarden bei \$ 83 Milliarden Marktkapitalisierung. Microsoft bewegt sich bei einem KGV von 9,0 ebenfalls mit hohen zweistelligen Margen.

Selbst Unternehmen, die derzeit in einer schwierigen Lage sind, haben fundamental betrachtet durchaus noch deutliche Chancen. Ein Beispiel ist Heidelberger Druck. Die Geschichte hat eine Ähnlichkeit mit der Sanierung des deutschen Werkzeugmaschinenbaus vor über 30 Jahren. Der aktuelle Wechsel in der Aufsichtsrats-Spitze wird wohl dazu führen, dass schon in Kürze Fusionsverhandlungen mit manroland beginnen könnten. Die Nr. 1 und die Nr. 2 am Weltmarkt für Druckmaschinen ist dann der erste Sanierungsschritt zur Stabilisierung dieses Sektors. Beide haben einen Großaktionär, der gern verdeckt oder passiv agiert, die Allianz. Die Fusion von Heidelberger Druck mit manroland würde dann ein Unternehmen für Druckmaschinen mit geschätzt ca. 4,3 Milliarden € Umsatz schaffen. Die Gesamtkapazität der deutschen Druckmaschinenindustrie wird sich jedoch um etwa 20 % reduzieren, dafür aber wieder rentabel sein. Die aktuelle Marktbewertung von Heidelberger Druck liegt bei rund 600 Millionen € bei einem anvisierten Jahresumsatz von 3 Milliarden €. Die Aktie wird somit nur mit 20% des Jahresumsatzes bewertet.

Auch beim angeschlagenen Handyhersteller Nokia überwiegen derzeit die kritischen Stimmen. Gleichwohl könnte der notwendige Strategiewechsel auch die Perlen des Unternehmens bergen wie z.B. die Tochter Navteq, die Apple und Google deutlich voraus ist. Damit die Kunden die Technik mehr als bislang honorieren, muss Nokia auch ein attraktives Betriebssystem bieten. Nokia wird daher seine Handys mit Windows-Software ausstatten. Letztlich ist die Frage, was man aus einer aktuellen Marktkapitalisierung von 16 Milliarden € machen kann, wenn die einzelnen Unternehmensteile von verschiedenen Adressen mit rund 30 Milliarden eingeschätzt werden. Zudem wird das Kern-Handygeschäft auf Basis der Prognosen für 2012 bei einem EV/EBITDA-Verhältnis (Wichtige Kennzahl zur Unternehmensbewertung) von lediglich 0,2 bis 0,3 gehandelt.

Hat man sich für eine Investition in ein unterbewertetes Unternehmen entschieden, kann es passieren, dass der Kurs erst einmal noch weiter fällt. Rote Vorzeichen verursachen dann oft ein ungutes Gefühl, sie gehören aber zum Investieren wie der Tag zur Nacht. Dabei verankert man sich oft zu sehr auf kurzfristige Kursverläufe. Kursschwankungen gehören bei Aktien naturgemäß dazu und folgen einem Random Walk bzw. einer symmetrischen Irrfahrt oder einfach ausgedrückt: Über einen gewissen Zeitraum sind Kursschwankungen nicht erklärbar. Als Anleger muss man bereit und in der Lage sein, diese Ausschläge emotional auszuhalten. In aller Regel kehrt der Kurs im Laufe der Zeit zu seinem inneren (betriebswirtschaftlichen) Wert zurück, erst dann verbessert sich die Stimmung zu dem Unternehmen allmählich wieder.

Immobilienblase in Deutschland? – Massenverhalten kritisch hinterfragen

Die Finanzmarktpsychologie ist mittlerweile ein wesentlicher Bestandteil in der Analyse der Wertpapiermärkte geworden. Oft lassen sich konkrete Muster finden, die von Euphorie bis Panik reichen, und die Märkte somit kurz- bis mittelfristig prägen können. Doch die Historie zeigt auch klar, dass die Masse oft falsch liegt. Investmententscheidungen werden durch die Ur-Emotionen Gier und Angst angetrieben. Für den wissenschaftlichen Beweis hat Professor Daniel Kahnemann von der Princeton University den Nobelpreis erhalten. Diese Emotionen sind nur sehr schwer im Griff zu behalten.

Derzeit sehen wir den Beginn einer solchen Massenbewegung an den deutschen Immobilienmärkten. In Hamburg sind die Wohnungspreise in Top-Lagen um 20 Prozent, in München um 15 Prozent gestiegen. Der Anstieg beschleunigt sich. Lokale Blüten lassen sich bereits entdecken. In München-Maxvorstadt stehen Immobilien für eine halbe Millionen Euro im Fenster. Dafür bekommt man 60 Quadratmeter inklusive kleinem Balkon. Eigentumswohnungen wechseln nicht selten für weit über das 40-Fache einer Jahresmiete den Besitzer, während Experten noch bis vor kurzem das 15-Fache als Obergrenze empfohlen hatten.

Aus Angst vor einer möglichen Inflation ist die Nachfrage nach Immobilien rasant angestiegen. Es werden sogar verstärkt Kredite aufgenommen, um zusätzlich Immobilienvermögen aufzubauen. Die Schulden seien später ja „weg“, weil das Geld entwertet werde, so die Überlegung. Dann habe man immer noch die Immobilie und sei damit fein raus. Doch so einfach wird es natürlich nicht sein. Damit

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

die Immobilie als guter Inflationsschutz dient, muss der entsprechende Mieter dann auch in der Lage sein, die dann deutlich höhere Miete zu zahlen. In deutschen Klein- und Mittelstädten werden sich aufgrund der negativen Demographie die meisten Immobilieninvestments ohnehin als falsch herausstellen. Des Weiteren könnte es, bedingt dadurch, dass der Staat irgendwann seine Schulden nicht aufstocken kann, zu deutlich erhöhten „Vermögensabgaben“ kommen, die insbesondere Immobilienbesitzer belasten dürften. Letztlich sollte bei einem breit gestreuten Vermögen die Flexibilität nicht zu kurz kommen. Das komplette Vermögen in Immobilien zu halten wäre daher durchaus riskant. Zwar dürfte der Immobilienmarkt vorerst weiterhin boomen, da Zinsanlagen derzeit wenig bringen und Baukredite wohl billig bleiben. Doch geht das noch lange so, endet es wohlmöglich irgendwann wie in den USA. Steigende Zinsen beispielsweise könnten dann den Aufwärtstrend empfindlich stoppen.

Und an den Aktienmärkten? Verunsichert durch die scharfen Verwerfungen in den letzten Jahren haben sich deutsche Anleger in der Summe von diesem Markt zurückgezogen. Emotional verständlich. Allerdings sind Aktien für die nächste Krise vielleicht doch eine gute Anlageform. Vor allem Unternehmen, die Dinge des täglichen Bedarfs herstellen, bieten möglicherweise langfristig die größte Sicherheit. Die Masse hingegen hat derzeit das meiste Kapital in Geldwerten gebunden, sei es der Privatanleger auf dem Tagesgeldkonto oder die Versicherungen in Staatsanleihen, dem angeblichen Hort der Sicherheit.

Die Preise an den Märkten werden sehr stark von den Emotionen der Menschen getrieben, was nicht immer rational ist. Das Ziel der Spiekermann & CO ist es u.a. diese emotionale Komponente in der Preisbildung zu isolieren. Wir wissen nicht, was die Zukunft bringt. Gute Wertpapiere und eine emotionslose und langfristige Vermögensstrategie – mehr kann man nicht tun. Zudem: Welche Geldanlage ist wirklich sicher? Die klassischen Definitionen „Sicherheit“ und „Risiko“ könnten schon bald der Vergangenheit angehören. Viel wichtiger erscheint es, eine vernünftige Positionierung für die nächste (Kredit)-Krise zu schaffen.

SPIEKERMANN & CO
AKTIENGESELLSCHAFT



01.07.2011

Mirko Kohlbrecher

Spiekermann & CO AG