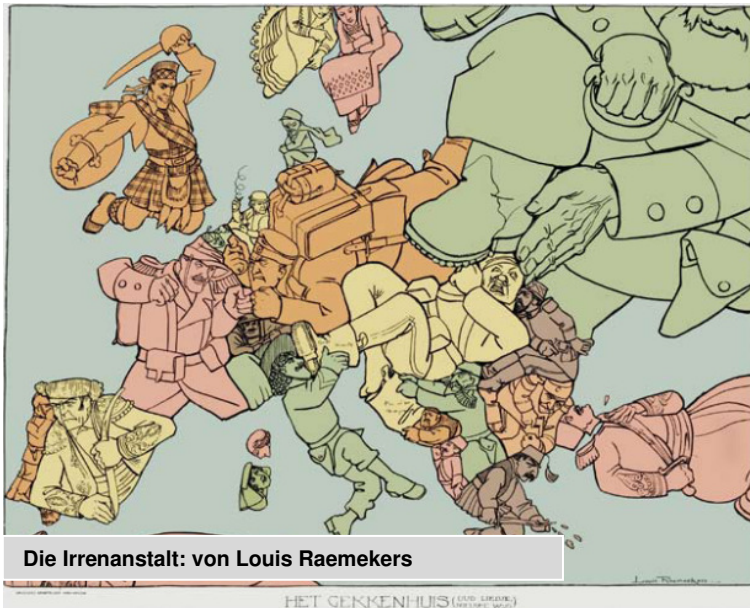


Marktkommentar April 2013

Wohin steuert Europa?

Das erste Quartal 2013 hat bereits wieder einige Wunden der globalen Überschuldungsspirale offengelegt. Die Fiskalklippe in den USA, die Wahlen in Italien, der Abwertungswettlauf der Währungen und das Chaos in Zypern haben dabei die stärksten Verletzungen hinterlassen.



Die Irrenanstalt: von Louis Raemakers

Während die dramatische Situation um die exponentiell steigende Staatsverschuldung in den USA fast schon wieder in Vergessenheit geraten ist, hat sich der Fokus wieder auf Europa gerichtet. Allmählich erkennt man: Es ist die Einheitswährung, die die nationalen Exzesse des Südens und die gesamte Schiefelage in Europa antreibt. Kritisch ist dabei auch, dass ohne politische Legitimation die Kompetenzen zentralisiert werden, wodurch die einzelnen Länder in ihren Befugnissen stark beschnitten werden.

Die Wahlen in Italien haben die Hoffnungen vieler Europäer bitter enttäuscht. Nur etwa jeder zehnte Wähler hat den vermeintlich alternativen Kurs des „Technokraten“

Mario Monti unterstützt. Die Wähler haben Brüssel und Berlin abgestraft. Doch Italien ist kein Einzelfall. Von Griechenland bis Spanien und Portugal werden die negativen Begleiterscheinungen der Reformen bitter beklagt. Europa ist wirtschaftlich so gespalten wie seit Jahrzehnten nicht mehr.

Doch was folgt daraus? Es wäre falsch, nun das Füllhorn über Griechenland, Italien und Spanien auszuschütten und mit üppigen Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen die Zustimmung zu Reformen zu erkaufen. Vielmehr muss Europa einen Weg finden, den Wünschen der Mitgliedsländer gerecht zu werden, ohne jedes Mal den Untergang zu beschwören. Die Gemeinschaft muss lernen, mit den Entscheidungen der italienischen Wähler zu leben. Aber auch: Wenn die italienische Gesellschaft es vorzieht, Reformen zu unterlassen, ist das ihr legitimes Recht. Respekt vor den Völkern heißt auch, deren (Fehl-) Entscheidungen zu akzeptieren. Die Krisenpolitik darf die nur auf lange Sicht zu erreichenden wirtschaftspolitischen Ziele nicht aus dem Auge verlieren. Dazu gehört, innerhalb der Eurozone keine Transfers zu etablieren, die das Potential für Veränderungen in den Mitgliedsländern reduzieren. Gerade Italien ist ein Beispiel für die Risiken: eine Ökonomie mit enormen wirtschaftlichen Möglichkeiten, die lange Zeit schlecht regiert wurde und für die häufig falsche politische Anreize gesetzt wurden. Nur eine die Eigenverantwortung der Mitgliedsländer stärkende Politik kann erfolgreich sein, Europa insgesamt stärken sowie das unabdingbare Maß (innen-)politischer Legitimation gewinnen.

Zudem sollte zumindest eine offene und ehrliche Diskussion über alternative Handlungsoptionen bezüglich der Kosten und dem Nutzen geführt werden. Wenn die Befürworter der bisherigen Krisenpolitik anführen, dass ein Scheitern des Euro zu einem Scheitern Europas führt, so versuchen sie letztlich, die Kosten anderer Lösungsstrategien so hoch anzusetzen, dass ihr Weg tatsächlich alternativlos erscheint. Doch so einfach ist es nicht. Tatsächlich steht eine Beendigung der Währungsunion gar nicht zur Debatte, sondern lediglich ein – möglicherweise temporärer – Austritt einzelner Länder, insbesondere Griechenlands. Dies könnte Hand in Hand gehen mit einer Neujustierung der institutionellen Abkommen, um die Einheit von Entscheidungskompetenz und Haftung wiederherzustellen. Auch diese Strategie ist nicht kostenlos zu haben. Keinesfalls würden die derzeit mit Rettungspaketen verschleierte Krisenkosten plötzlich verschwinden. Sie schonungslos offenzulegen und den betroffenen Investoren – auch den deutschen – statt den Steuerzahlern anzulasten, wäre aber ein großer Schritt vorwärts.

Zypern und die Folgen

Der Winzling Zypern hat in Relation zu seiner Größe erhebliche Wellen geschlagen. Dieses hat zwei Gründe. Zum einen das gescheiterte „Geschäftsmodell“ Zyperns mit seinem aufgeblähten Bankensektor, das auch auf andere Staaten abfärben könnte und zum anderen die Aussagen der Eurogruppe zu den Einlagen der Sparer.

Nicht nur Zypern, sondern auch eine ganze Reihe anderer europäischer Länder lockten Investoren mit niedrigen Steuern, hohen Zinsen oder einer laxen Bankaufsicht ins Land und blähten auf diese Weise den Bankensektor immer weiter auf. Die Eurozone und der IWF zwingen das Land zu Recht, seinen Finanzsektor quasi über Nacht drastisch zu schrumpfen – leider mit bitteren Folgen für Einkommen und Arbeitsplätze im Land.

Spannend wird es nun, wenn man einen Schritt weiter denkt. Was ist z.B. mit Luxemburg, einem Staat, der mit der Krise anscheinend so wenig zu tun hat? Der luxemburgische Finanzsektor ist schon wegen seiner schieren Größe eine Gefahr für die Eurozone geworden. 12,5% aller Beschäftigten arbeiten bei Banken und Fonds, deren Bilanzsumme das Bruttoinlandsprodukt um das Fünffache übersteigt. Die Finanzkrise habe „bedeutende Schwachstellen in Luxemburgs Finanzsystem“ offenbart, warnte der Internationale Währungsfonds bereits 2011. Geriete das System aus den Fugen, wäre das Großherzogtum dann wohl kaum in der Lage, seine Banken selbst zu rekapitalisieren. Schlimmer noch ist, dass die Luxemburger Finanzhäuser sehr eng mit den Banken in Deutschland, Frankreich und den Niederlanden verzahnt sind, auch wenn es sich u.a. um Tochtergesellschaften ausländischer Banken handelt. Die Daten der Deutschen Bundesbank zeigen, dass sich allein die Gesamtforderung deutscher Banken gegenüber Luxemburg auf 108,965 Milliarden Euro belaufen. 34 Milliarden davon sind Verbindlichkeiten der luxemburgischen Banken, 74 Milliarden entfallen auf die Unternehmen des Landes und 604 Millionen auf die öffentlichen Haushalte Luxemburgs.

Aus dem Blickwinkel der Sparer sollten die ursprünglichen Pläne vom 16/17.03. genauer betrachtet werden. Nach dem aktuellen Rettungsplan werden wohl Sparer mit einem Guthaben über 100.000 Euro große Teile ihres Geldes verlieren. Die EU hatte allerdings ursprünglich geplant auch kleinere Vermögen an der Bankenrettung des Landes zu beteiligen. Allein die Tatsache, dass dies überhaupt geschieht, dass der Staat versucht, sich am Vermögen seiner Bürger zu vergreifen, ist ein Umstand, durch den die europäische Schuldenkrise eine ganz neue Qualität erhält.

Franklin Delano Roosevelt war ein kluger Mann. Auch deshalb wurde der 32. US-Präsident dreimal wiedergewählt, 1936, 1940 und 1944. Von Roosevelt stammt ein bemerkenswerter Satz. Es ist ein Satz, den nur ein altgedienter Staatsmann von sich geben kann. Roosevelt sagte: *„In der Politik geschieht nichts zufällig. Wenn etwas geschieht, dann kann man sicher sein, dass es auf diese Weise geplant war.“*

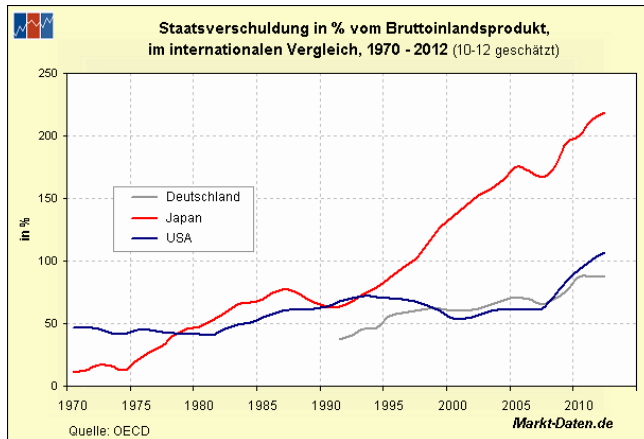
Eine Umlage ist in Deutschland allerdings sehr unwahrscheinlich. Stattdessen werden deutsche Sparer seit Jahren über die Finanzrepression – Guthabenzinsen deutlich geringer als tatsächliche Inflation – zur Kasse gebeten. Nach Berechnungen des Finanzexperten Prof. Dr. Max Otte schmelzen die deutschen Sparguthaben bei den jetzigen Zins- und Inflationsszenarien in zehn Jahren um 25 Prozent, in 15 Jahren gar um 40 Prozent.

Währungskrieg

Die Krise, die als große Bankenkrise 2007/2008 begann und sich dann als Staatsschuldenkrise fortsetzte, zeigt sich jetzt etwas martialisch formuliert als „Währungskrieg“ zwischen den großen Wirtschaftsblöcken. Es geht letztlich um nichts anderes als um die Wettbewerbsfähigkeit einzelner Volkswirtschaften. Früher versuchten Länder durch eine direkte Abwertung ihrer Währung die Produkte ihrer Unternehmen auf den Weltmärkten günstiger zu machen. Heute sorgt die lockere Geldpolitik der großen Notenbanken dafür, dass der Außenwert vieler Währungen abnimmt. Aktuell wird den Japanern vorgeworfen auf aggressive Weise ihren Yen zu schwächen, um die Exporterlöse ihrer Firmen zu verbessern. Doch diese Sichtweise ist zu einfach. Die amerikanische Notenbank betreibt schon seit Jahren durch ihre aggressive Geldpolitik eine Abwertung des US-\$. Der reale handelsgewichtete Dollar liegt beispielsweise 25 Prozent niedriger als vor zehn Jahren. Dies hat u.a. zu der erheblichen Verteuerung des Yen geführt. Doch der aus Sicht der Japaner bisher scheinbar gelungene Befreiungsschlag hat langfristig erhebliche Risiken.

Kurz- bis mittelfristig scheint sich die fundamentale Situation in Japan zu verbessern. Ein Sprung bei den Konsumausgaben und erste Anzeichen für einen Aufschwung bei den industriellen Aktivitäten sprechen für eine allgemeine Erholung in 2013. Die monatlich gemessenen Konsumausgaben zeigen

im Januar mit einer Verbesserung von 1,9% den größten prozentualen Anstieg seit drei Jahren. Ebenso positiv entwickelte sich die Industrieproduktion mit einem Anstieg von 1%. Erklären lassen sich diese Daten einerseits mit dem bewusst abgewerteten Yen, der die Exportbedingungen japanischer Unternehmen deutlich verbessert, sowie andererseits mit weiteren stimulierenden Maßnahmen seitens der japanischen Notenbank. Aber auch das gestiegene Vertrauen in die aktuelle Regierung hat dazu beigetragen.



Für den langfristigen Blickwinkel sollte man aber auch die erheblichen Risiken bzw. Nebenwirkungen kennen. Durch die Abwertung des Yen provoziert die japanische Regierung eine höhere Inflation. Doch das ist ökonomisch hoch riskant, da auch die Zinsen klettern, wenn das Preisniveau steigt. Auf dem Spiel steht daher ein zentraler Wettbewerbsvorteil des Landes: der niedrige Zinssatz auf Staatsschulden und andere Kredite. Der Zinssatz japanischer Staatsanleihen beträgt trotz hoher Staatsschulden aktuell weniger als 1% und ist damit der niedrigste der Welt. Die Schuldenquote hingegen liegt bei etwa 230% des Bruttoinlandsprodukts (BIP), das

ist höher als in Griechenland (175%) und fast doppelt so hoch wie in Italien (125%). Das jährliche Haushaltsdefizit beträgt fast 10% vom BIP und übersteigt damit den Wert jedes einzelnen Landes der Eurozone. Dass die japanische Regierung trotzdem nur geringe Zinsen zahlen muss, liegt zum einen darin begründet, dass die Inlandspreise seit über einem Jahrzehnt fallen, während der Yen im Vergleich zu anderen großen Währungen aufgewertet hat und zum anderen daran, dass überwiegend inländische Sparer Anleihen ihres Landes gekauft haben.

Der schwächere Yen dürfte zwangsläufig zu höheren Importkosten führen und damit zu einer höheren Inflationsrate. Dann würden Investoren allerdings deutlich höhere Nominalzinsen fordern. Die Kombination aus explorierenden Staatsschulden und steigenden Zinsen wäre dann ein ernst zu nehmender und höchst gefährlicher Sog.

Sämtliche Maßnahmen werden weiter dazu beitragen, dass die großen Währungen US-Dollar, Euro, Britisches Pfund und Yen in ihrem Wert immer weiter ausgehöhlt werden. So gesehen stellt neben soliden Aktien mit starkem Cashflow und stabilen Währungsanlagen auch Gold weiterhin einen sinnvollen Depotbaustein dar. Die Zentralbanken der Schwellenländer haben die niedrigen Goldpreise im Februar genutzt und weiter Gold zur Diversifizierung ihrer Währungsreserven gekauft. Gemäß Daten des Internationalen Währungsfonds sind es insgesamt rund 20 Tonnen gewesen. Zu den Käufern hätten neben Russland (7 Tonnen) Kasachstan (4,9 Tonnen), die Mongolei (1,5 Tonnen), Aserbaidschan (1 Tonne) und die Ukraine (0,6 Tonnen) gezählt. Auch die Türkei habe ihre Goldreserven um 5,7 Tonnen aufgestockt, was allerdings auf die vor einigen Monaten eingeführten regulatorischen Neuerungen zurückzuführen sei, heißt es weiter. Mit ihren Goldkäufen versuchen die Schwellenländer, unabhängiger von den Papier-Währungen Dollar, Pfund und Euro zu werden, die das Gros der Devisenreserven bilden. Je mehr Gold eine Nation besitzt, über desto mehr Souveränität verfügt sie, falls die Währungen der Industrienationen weiterhin schwach bleiben sollten.

Aktien – Psychologie der Zahlen und Bewertungsrelationen

Für die Aktienanlage heißt es vor dem Hintergrund dieser schwierigen Gemengelage mal wieder erhöhte Unsicherheit. Aber wir bleiben bei der Grundthese, dass die Unsicherheit für Geldvermögen letztlich dazu führen wird, dass die Aktie allen Schwankungen zum Trotz sehr viel interessanter wird. Neben der unsicheren Gesamtlage gibt es aber z.B. aus den USA auch wieder erste positive Impulse. Wachstumsantrieb für die US-Wirtschaft dürfte der Immobilienmarkt liefern, der das Wirtschaftswachstum von 2006 bis 2010 noch kräftig um durchschnittlich 0,7 Prozentpunkte gebremst hatte. Zuversichtlich stimmt uns dabei auch, dass der Angebotsüberhang inzwischen deutlich reduziert wurde, während die Nachfrage nach Wohnraum wieder anzieht: Aufgrund des Bevölkerungswachstums und des Ersatzes baufällig gewordener Häuser werden pro Jahr rund 1,3 Millionen neue Wohneinheiten gebraucht. Aktuell liegt die Zahl der Baugenehmigungen aber nur bei rund 900.000 – weitere Anstiege in den kommenden Quartalen mit den entsprechenden wachstumsfördernden Impulsen sind somit vorgezeichnet.

Chart DAX



Chart DAX KURSINDEX



Der DAX hat nach dem Anlauf auf 8000 Punkte erst einmal eine Verschnaufpause eingelegt. Je näher der DAX der 8000 Punkte-Marke kam, desto präsenter wurde vielen Anlegern die Erinnerung an die vergeblichen Versuche der letzten Jahre, diese Marke zu überwinden. Größere Kursrückgänge waren stets die Folge. Unser Gehirn verarbeitet dieses Erlebte besonders intensiv. Doch schaut man sich den DAX als Kursindex an, also ohne die gezahlten Dividenden, sieht das Bild auf einmal ganz anders aus, der DAX notiert noch deutlich unter seinen bisherigen Höchstkursen. Zugegeben, der DAX ist mittlerweile nahezu fair bewertet. Aber auch hier gibt es noch preiswerte Aktien. Und es ist viel besser als im Jahr 2000, als der DAX bei 8000 (incl. Dividenden) stand und mindestens 100 Prozent überbewertet war. Das hängt damit zusammen, dass die Firmen deutlich verbesserte Bilanzen haben, sie haben i.d.R. Umsätze und Gewinne kontinuierlich steigern können. Somit haben sich die Bewertungsrelationen erheblich verändert. Folglich hat die Zahl 8000 in Relation zu den vergangenen Gipfeln einen Aussagewert von Null. Richtig ist, dass einige Aktien aus dem DAX ordentlich bewertet sind und sich ein Kauf nicht aufdrängt, da die Sicherheitsmarge zu gering ist. Gleichwohl gibt es auch im DAX günstige Aktien, aber insbesondere auch in anderen Märkten oder anderen Marktsegmenten.

Und der Privatanleger? Positiv waren die Zahlen vom letzten Sommer, als plötzlich die Zahl der Aktionäre in Deutschland um 1,5 Millionen auf über zehn Millionen gestiegen war. Das

ging so weit, dass sogar Zweifel an den Zahlen aufkamen, die das Meinungsforschungsinstitut TNS Infratest ermittelt hatte. Seit kurzem wissen wir, dass die Zahlen gestimmt haben. Und dass es sich nur um einen kurzen Ausreißer nach oben gehandelt hat. 1,3 Millionen Aktionäre waren am Ende des Jahres nämlich wieder weg, das Gros hatte Mitte des Jahres 2012, als die Stimmung um die Aktie wieder negativer wurde, verkauft. Auf der einen Seite traurig, auf der anderen Seite aber vielleicht sogar beruhigend. Große Abstürze gab es in der Vergangenheit immer dann, wenn eine verhältnismäßig hohe Zahl an Bürgern Aktien besaß. Bei rund 13 Millionen lag der Höhepunkt im Jahr 2001, als die Börse ihre beste Phase schon hinter sich hatte. Und weit über 10 Millionen waren es noch 2007 vor Ausbruch der Finanzkrise. Insofern waren die vor kurzem veröffentlichten Zahlen auch ein gutes Zeichen.

Fazit

Folgt man Roosevelts Äußerung, dann ist es so unwahrscheinlich nicht, dass mittlerweile auch die vehementesten „Euro-Retter“ erkannt haben könnten, dass die Bekämpfung der Schuldenspirale auf normalem Wege nicht mehr möglich ist. Wer sein Vermögen komplett auf Geldanlagen konzentriert, auf die der Staat einen relativ einfachen Zugriff hat (Immobilien, Sparkonten, Lebensversicherungen...), der sollte spätestens jetzt eine breitere Diversifizierung in Betracht ziehen.

Die Spiekermann & CO AG kauft dabei nach dem „Reinheitsgebot“ Aktien, Unternehmensanleihen und Gold und ergänzt dies mit einer globalen Anlagekomponente. Auf die Kunstprodukte von Banken wie z.B. Zertifikate wird dabei aufgrund der intransparenten Strukturen und des Emittenten-Risikos verzichtet.

04.04.2013 Mirko Kohlbrecher - Spiekermann & CO AG