



INFORMATIONEN DER SPIEKERMANN & CO AG

Marktkommentar April 2014



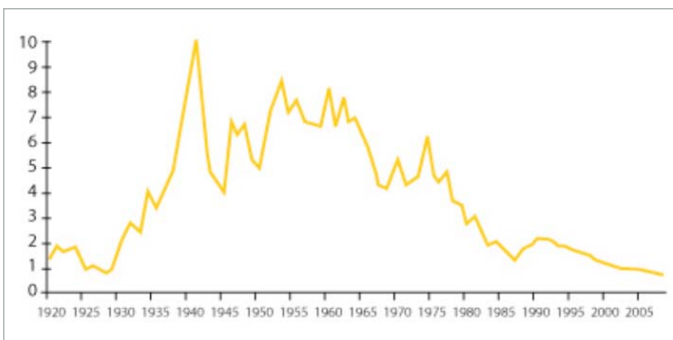
Nicht schwarz und nicht weiß

Die Krise in der Ukraine bzw. der Krim sowie die Steueraffäre um Uli Hoeneß waren sicherlich zwei der beherrschenden Themen in den letzten Wochen. Wir wollen zu diesen beiden Aspekten keine überdimensionierten Stellungnahmen schreiben, da sich jeder sicherlich schon selbst ein Bild davon gemacht hat. Gleichwohl wundern wir uns, wie einseitig doch sehr komplexe Aspekte oft gesehen werden, auch in Relationen zu anderen Aktionen. Als „Steuerdieb“ wird Uli Hoeneß nun der beruhigten Masse präsentiert. Dass ein Ex-Minister am Nürburgring das 18-fache des „Hoeneßschadens“ (27,2 Mio. = 1 Hoeneß) versenkt hat, dass die Kostenüberschreitungen der Elbphilharmonie mindestens schon das 26-fache betragen und dass die Kostenüberschreitung beim Berliner Flughafen das 125-fache ausmachen, aber es quasi keinerlei Konsequenzen gibt, darf schon sehr verwundern.

Und in der Krimkrise? Der Westen feiert seine Vermittlungsversuche und versucht sich als Friedensstifter. Und der Osten? Ein aggressiver Putin als Feind der Freiheit und ein ihm wohlgesonnenes China – an und für sich Sinnbild für Korruption und Schattenbanken? Also ein schwarzweißes Bild? In jedem Fall geht es, mal lauter – mal leiser, um die Macht über den Zugang und die Verteilung von Ressourcen, seien es materielle oder immaterielle Güter. Darum ging es seit Menschengedenken immer und es kennzeichnet unser Streben nach Wohlstand und Geltung. Betrachten wir diesen Fakt einmal als Grauton, als Mischton zwischen unterschiedlichen Wahrheiten.

Auch auf der Ebene der Finanznachrichten wird uns oft die Informationsbasis entzogen, sei es durch einseitige oder bewusst komplex gestaltete Berichte, wie wir ab Seite 3 erläutern.

Aktien – Was wirklich zählt



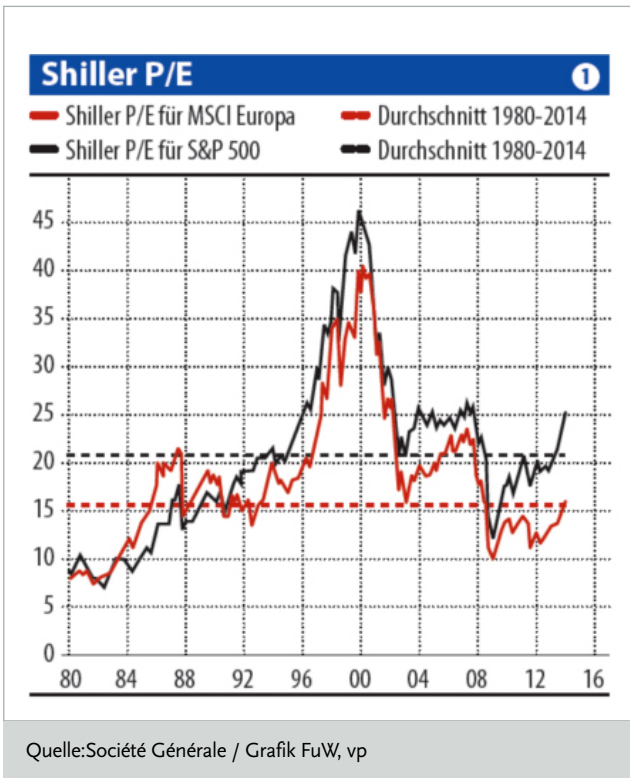
Durchschnittliche Haltedauer einer Aktie an der New Yorker Börse
(Quelle: SG Global Strategy Research)

Vor einigen Jahrzehnten betrug die durchschnittliche Haltedauer einer Aktie noch rund sieben bis acht Jahre. Vor einigen Jahren wurde die Zahl 6 Monate veröffentlicht. Aktuell dürfte die Frist wohl noch einmal deutlich darunter liegen. Die wachsende Faszination, die täglichen Kursbewegungen am Aktienmarkt zu verfolgen, kann Anleger dazu bringen, vorschnell zu verkaufen oder zu häufig zu handeln. Hinter dieser Vorliebe für die schnelle Belohnung steckt eine Verhaltensweise mit einem eher technischen Namen: hyperbolische Diskontierung. Wie der Ökonom John Maynard Keynes, schon Jahre bevor der moderne Begriff geprägt wurde, feststellte, bedeutet dieses Phänomen, dass wir eine deutliche Vorliebe für sofortigen Konsum aufweisen, statt für Gewinne in der Zukunft. Zudem kommt noch, dass es keinen verlässlichen Rahmen gibt, der das langfristige

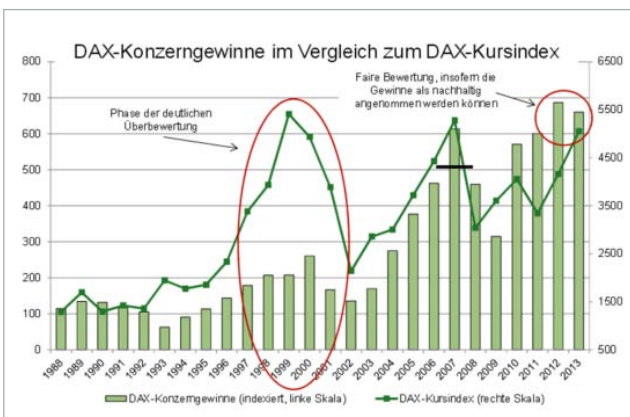
Investieren in Aktien belohnt. Daher werden die Aktien häufig als Objekt der Spekulation abgetan. Doch Aktien sind Unternehmensbeteiligungen. Sie stellen Humankapital dar, die Beteiligung am „Produktionsfaktor“ Mensch. Ein wesentliches Problem der Aktie ist der ständig schwankende Preis. Warren Buffet hat dazu einen treffenden Kommentar abgegeben: „Wenn ich einen Bauernhof kaufe und fünf Jahre lang kein Wertgutachten erhalte, bin ich doch glücklich, solange der Betrieb läuft. Investiere ich in ein Mehrfamilienhaus und stelle fünf Jahre lang nicht den Wiederverkaufswert fest, bin ich auch zufrieden, solange es die Mieteinnahmen generiert, die ich erwarte. Aber wenn Menschen eine Aktie kaufen, schauen sie sich am nächsten Morgen den Kurs an und entscheiden, ob die Aktie gut läuft oder nicht. Das ist verrückt.“

Oft vergessen wir, um was es beim Investieren eigentlich geht. Zu sehr liegen wir unter dem täglichen Nachrichten-Dauerfeuer: Demonstrationen in der Ukraine, gute Exportzahlen aus China, schlechte Exportzahlen aus Japan, Apple wächst nicht mehr, der Goldpreis springt an, die Aktienmärkte verlieren im Januar, Amazon steigt weiter...

Erst mit etwas Abstand gelingt ein klarer Gedanke: Wer sich an einem Unternehmen mit nachhaltigem Geschäftsmodell beteiligt, das jedes Jahr Geld verdient und dessen Management das Wohl der Aktionäre im Auge hat, kann langfristig nur gewinnen. Es klingt einfach, ist es aber in der Realität nicht. Insbesondere dann, wenn die allgemeine Börsenlage schwieriger wird oder die täglichen Nachrichten mit Fragezeichen belegt sind. Wenn man hingegen dort investiert, wo Wertschöpfung stattfindet, wird der Aktienkurs über kurz oder lang folgen. Selbstverständlich sollte man seine Investments regelmäßig überprüfen und nicht blind alles langfristig halten. Eine strukturierte Bewirtschaftung auf der Basis einer klaren Ausrichtung auf Qualität und Wert der Unternehmen stellt die Grundlage dar.



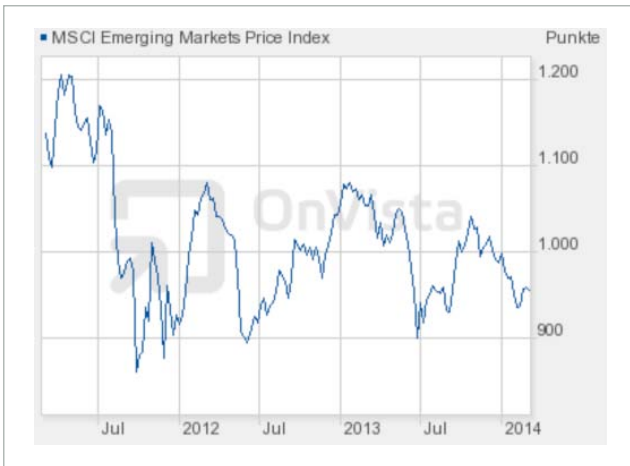
Die Aktie ist langfristig allen anderen Anlageformen überlegen, aber nur wenn man auch langfristig denken kann. Die Phase der Niedrigzinsen könnte noch viele Jahre anhalten. Ließen die Staaten höhere Zinsen zu, würde die Zahlungsfähigkeit einiger Länder wegen höherer Zinslasten in Gefahr geraten. Weil die Alternativen zur Aktie also unattraktiv sind, können die Bewertungen demnach auch noch zulegen. Aktien allgemein sind, entgegen der weit verbreiteten Meinung, nicht zu teuer. Lediglich der amerikanische Aktienmarkt ist mit einem Shiller-P/E von etwa 25 nicht mehr günstig. Es hat sich eine relativ hohe Erwartungshaltung ausgebildet. Insbesondere einige amerikanische Technologieaktien wie z.B. Twitter & Co. bewegen sich auf sehr hohen Bewertungslevels. Twitter wird beispielsweise mit dem 38-fachen Jahresumsatz bewertet. Abenteuerlich... Europäische Aktien notieren mit einem Wert von 15 auf ihrem langfristigen Mittel. Ebenso sind die durchschnittlichen Buchwerte mit 2,5 in den USA am höchsten. Der DAX-Performanceindex ist derzeit bei 9300 eher fair bewertet, liegt aber mit einem Buchwert von 1,8 günstiger. Der DAX von 2000 ist jedoch nicht mit dem DAX von heute zu vergleichen und somit nicht überbewertet wie damals. Die Gewinne haben heute ein ganz anderes Niveau (siehe Grafik DAX Kursindex versus DAX-Gewinne; Quelle: BRW AG). Insgesamt lässt sich aber sagen, dass die Breite an attraktiv bewerteten Opportunitäten auf Basis der gestiegenen Aktienkurse weiter abgenommen hat. Gleichwohl gibt es immer noch sehr günstige Aktienmärkte, wie in Europa z.B. Norwegen, Spanien oder Österreich oder viele der Emerging Markets, wo sich die Unternehmen besser geschlagen haben als es ihre Kursentwicklung vermuten lässt. Aufgrund der unterschiedlichen Bewertungsrelationen der Aktienmärkte ergibt sich für die nächsten Jahre wahrscheinlich ein sehr interessantes Umfeld für Stockpicking.



Neben der absoluten Betrachtung muss man Aktien aber auch zu den Preisen von Anleihen und Immobilien ins Verhältnis setzen. Berechnet man das KGV-Äquivalent eines Mietshauses in München (Anzahl der Jahresnettokaltnieten, die man dafür bezahlen muss) oder das einer Staatsanleihe (Rückgabekurs, also 100%, geteilt durch die jährliche Rendite) kommt man auf Werte von 30 bis 50; selbst Aktien allerbesten Qualität kosten nur die Hälfte.

Information - Desinformation und die Emerging Markets

„Information ist die Verringerung von Ungewissheit“ sagte der Wissenschaftler Gernot Wersig, der Ende des 20. Jahrhunderts an der Freien Universität Berlin maßgeblich daran beteiligt war, sich kritisch mit der Informationsgesellschaft auseinanderzusetzen. Die Informationsversorgung hat sich immens ausgeweitet. 20 durchschnittliche Haushalte produzieren heute so viele Daten wie das gesamte Internet im Jahr 1995. Prognosen sagen dem Datenverkehr ein gigantisches Wachstum voraus: Im Vergleich zu 2012 soll 2017 die dreifache Datenmenge durch das Netz fließen. Was haben uns neue Kommunikationstechniken, wie z.B. das Internet, gebracht? Kommen wir nun dem Bildungsideal der Menschheit, einer allumfassend informierten Wissensgesellschaft nahe? Das Gegenteil ist der Fall. Noch nie waren wir dem Satz von Sokrates „Ich weiß, dass ich nichts weiß“ so nahe. Und zwar nicht allein weil wir der Informationsflut und der wachsenden Komplexität einer globalisierten Wirklichkeit nicht mehr gewachsen wären, sondern weil es ebenso Kräfte in der Mitte unserer Gesellschaft gibt, die allergrößtes Interesse daran haben, dass aus Information Desinformation wird. Alleine im Finanzbereich gibt es eine Vielzahl von Beispielen. Unzählige Finanzprodukte von höchst komplexer und undurchsichtiger Natur, verwirrende und oftmals widersprüchliche Aussagen von Experten und eine nicht enden wollende Berieselung mit Finanzdaten haben den Anlegern die Informationsbasis entzogen. Überangebot an Information (und gezielte Desinformation) überrollt und überfordert. Das größte Problem in der Finanzbranche ist dabei nicht eine zielgerichtete Verschwörung, sondern der Konsens der großen Marktakteure, die Finanzwelt möglichst komplex und unübersichtlich zu gestalten. Es gibt keinen einzelnen Bösewicht. Stattdessen gibt es eine unüberschaubare Vielzahl von Anlegern, die den „Finanzsee“ verunreinigen, weil es an einer ordnenden Macht fehlt, die für „Saubere“ und Transparenz sorgt.



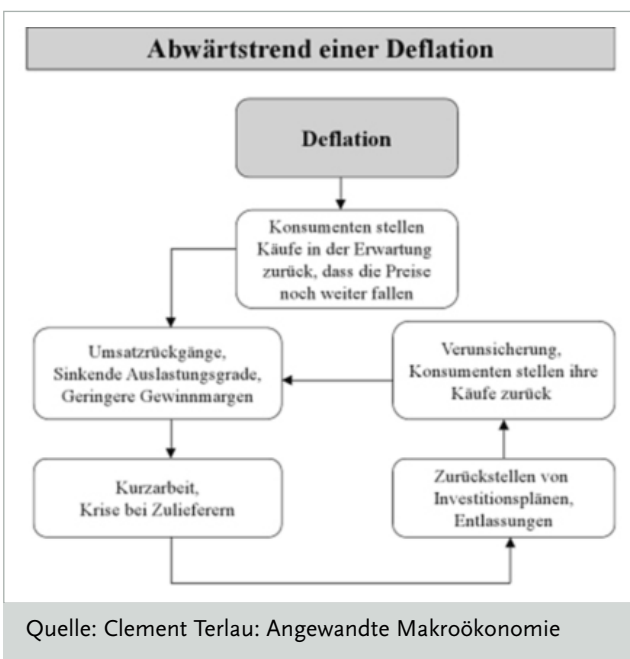
Beispiele gibt es wie Sand am Meer. Die Emerging Markets bilden dabei eine interessante Anschauung. Noch vor einigen Jahren waren die Emerging Markets eines der „heißesten“ Anlagethemen. Medial wurde das Ganze dann begleitet unter der einfachen Formel „Da investieren, wo das Wachstum der Zukunft ist“. Doch das Wachstum einer Volkswirtschaft hat relativ wenig mit der Rendite des Aktienmarktes zu tun, weil die Erwartungen sich meistens schon früher bilden. Wenn also in einem bestimmten Markt ein hohes Wachstum erwartet wird, dann steigen die Aktienkurse schnell und die Investoren, die später kommen, haben oftmals das Nachsehen. Die Entwicklung des MSCI Emerging Markets, als ein Abbild der wichtigsten Aktien der Schwellenländer, spricht da Bände. Doch nun, wo die Kurse erheblich gefallen sind, wird überwiegend empfohlen, diese Märkte zu meiden. Richtig ist, dass in einigen Ländern, wie z.B. China, das Rechtssystem nicht besonders belastbar ist. Auch ist

weiterhin unsicher, ob der Krisenhöhepunkt in den aufstrebenden Ländern bereits hinter uns liegt. Aber viele Unternehmen haben sich besser geschlagen, als die sehr negative Kursentwicklung vermuten lässt. In vielen aktuellen Kursen ist seitens der Anleger quasi keine Erwartungsprämie mehr in den Kursen vorhanden. Für risikofähige Investoren, die langfristig denken können, bieten sich die Emerging Markets somit als Beimischung an.

Letztlich ist es, nicht nur im Geldanlagebereich, die größte Herausforderung, sich im „Informationsdschungel“ zurecht zu finden. Die Spiekermann & CO AG setzt dabei in bewährter Manier auf verständliche und verlässliche Instrumente.

Das Gespenst der Deflation

Auf volkswirtschaftlicher Ebene ist die Angst vor einer Deflation, also vor fallenden Preisen, derzeit groß. Diese Sorge beruht im Wesentlichen auf den drei folgenden Punkten: Zunächst einmal befürchtet man, dass eine Deflation die Verbraucher dazu bewegen würde, den Kauf von Gütern und die Inanspruchnahme von Dienstleistungen zu verschieben, weil diese in Zukunft preiswerter wären als zum jetzigen Zeitpunkt. Darüber hinaus sorgt man sich, dass Schuldner ihre Kreditverbindlichkeiten nicht mehr bedienen könnten, weil die Schuldenlast nicht mehr durch eine Inflation gemindert würde. Dies hätte dann Zahlungsausfälle zur Folge, die zu einer Rezession und damit zu einer weiteren Intensivierung der deflationären Tendenz führen würden. Und schließlich hat man auch Bedenken, dass die aktuelle Geldpolitik in einem solchen Fall nicht mehr effektiv wäre, weil die Zinsen bereits jetzt gegen Null tendieren. Auch dies würde die Deflationsspirale weiter verstärken. Letztlich wird aber erst in der Tiefe der Thematik deutlich, dass hinter den Argumenten oftmals die Verteilungsfrage für den Schaden der Überschuldungskrise steckt. Seit 2007 sind die globalen Schulden um über 40%, von 70 Billionen US-\$ auf aktuell 100 Billionen US-\$ gestiegen, so hat es die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) festgestellt. Es wird immer offensichtlicher, dass die Überschuldung mit normalen Mitteln (Wachstum, Steuern...) nicht mehr gelöst werden kann.



Auch wenn der Präsident der Europäischen Zentralbank Mario Draghi betont, jederzeit handeln zu können, um eine Deflation zu verhindern, so besteht doch die reale Gefahr eines deflationären Drucks. Das allgemeine Kreditvolumen schrumpft, das Bankensystem ist angeschlagen und jede Region versucht, zu Lasten der anderen einen Vorteil zu erlangen: die USA schwächen den Dollar durch aggressive Geldpolitik, die Japaner versuchen durch massive Abwertung des Yen die Wirtschaft in Schwung zu bekommen und die Deflation zu überwinden. Selbst die Chinesen werden versuchen, die Wirtschaft ebenfalls über Exporte zu stimulieren. Viele Länder versuchen also, ihre Probleme (die Deflation) in andere Länder zu exportieren. Auf der anderen Seite stehen die Kommentare vor allem der deutschen Medien (z.B. die Wirtschaftswoche), die betonen, dass die Eurozone als Ganzes keine Deflation hat, sondern nur einige Länder, in denen die Deflation aber politisch gewollt ist, um über eine „interne Abwertung“ die Wettbewerbsfähigkeit wieder herzustellen. Diese unterstellen denjenigen, die vor einer Deflation warnen, dass sie mit dieser Panikmache nur weitere Geldschöpfung der EZB rechtfertigen wollen, mit dem Ziel über Geldentwertung die Schuldenlast abzutragen.

Die eigentliche Frage wäre dann, ob die Deflation überhaupt ein Problem ist? Der Normalzustand der Wirtschaft ist eigentlich Deflation. Über lange Zeiträume hinweg – gerade im 19. Jahrhundert – herrschte geringe Deflation und hohes Wirtschaftswachstum. Fundamental lässt sich das auch erklären. Die Unternehmen entwickeln immer neue Wege, um Güter kostengünstiger herzustellen. Studien der amerikanischen Notenbank Fed zeigen, dass Deflation keineswegs mit einer negativen Wirkung auf das wirtschaftliche Wachstum verbunden sein muss. In einem Umfeld hoher Schulden allerdings haben wir es mit einer anderen Art der Deflation zu tun. Diese ist nicht Folge effizienterer Produktionsmethoden, sondern Ergebnis eines Entschuldungsprozesses. Dabei wirkt die Deflation krisenverstärkend, weil sie die reale Schuldenlast steigert. Wenn das Nominalwachstum der Wirtschaft unter dem Nominalzins liegt, wird es den Schuldnern schwer gemacht, die Schulden abzutragen. Die negative demografische Entwicklung und die geringer werdende Produktivität in den Industrieländern sind weitere Risikofaktoren.

Die abschließende und wohl entscheidende Frage bleibt dann, wie man denn Deflation verhindern kann? Die meisten Marktbeobachter glauben, dass die Zentralbanken der westlichen Welt in der Lage sind, durch diverse stimulierende Maßnahmen, den Druck von der Deflation zu nehmen. Doch hier sind starke Zweifel angebracht. Seit fünf Jahren bekämpfen die Notenbanken der westlichen Welt die Finanz- und Wirtschaftskrise. Insbesondere die amerikanische und die japanische Notenbank haben ihre Bilanzen massiv ausgeweitet. Gleichwohl haben diese Maßnahmen nicht zu der erhofften Inflation geführt. Nur in England kommt es zu steigenden Inflationsraten. Schaut man genauer hin wird klar, dass nur in England das Kreditvolumen an die Realwirtschaft wieder wächst. Damit ist auch die Hauptvoraussetzung für Inflation klar: wachsende Kredite. Ohne diese ist Inflation nicht möglich. Wenn nun aber alle sparen, also versuchen bestehende Schulden abzutragen, ist Deflation das Thema, nicht Inflation. Dann fließt das "frische Geld" der Notenbanken eben nicht in die Realwirtschaft, sondern in die Finanzmärkte. Billiges Geld hilft nur dann, wenn die potentiellen Schuldner noch über beleihbares Eigentum verfügen und diese auch bereit sind, ihr Eigentum zu beleihen, weil sie attraktive Investitionsmöglichkeiten sehen. Die Geldpolitik wirkt somit nicht im Umfeld der Überschuldung. Alles was sie erreichen kann, sind weitere Steigerungen bei den Vermögenspreisen, deren deutlicher Rückgang eine noch erheblichere Deflationsgefahr bedeuten würde. Damit würde die Geldpolitik das befördern, was sie eigentlich verhindern möchte.

Wer allerdings nach weiterer aggressiver Notenbankpolitik ruft, muss zusätzlich nach aggressiver Neuverschuldung rufen. Und diese kann nur vom Staat kommen. Nur dieser kann sich ohne Rücksicht auf die eigentlichen Schuldner seiner Schulden – die Steuerzahler – in weitere Schulden stürzen. Dann direkt finanziert von den Notenbanken. Die Folgen wären klar: mit der Zeit kommt es zu einer Inflation. Und angesichts der derzeit niedrigen Umlaufgeschwindigkeit – ein Euro oder Dollar wird viel weniger pro Jahr eingesetzt als im historischen Durchschnitt – ergibt sich ein deutliches Inflationspotential. Dieses ist insofern realistisch, da es wahrscheinlicher ist, dass die Verantwortlichen weiterhin auf Zeit spielen werden, anstatt die Überschuldungskrise in Form von geordneter Schuldenrestrukturierung zu lösen.

Für die Geldanlage müssen wir uns damit abfinden, dass uns diese Ungewissheit über die künftige große volkswirtschaftliche Richtung weiterhin begleiten wird. Aber, wir müssen trotzdem investieren und wir sollten uns an den Parametern orientieren, die wir beurteilen können, wie z.B. bei den Aktien die Qualität und der Wert.

31.03.2014 Mirko Kohlbrecher Spiekermann & CO AG