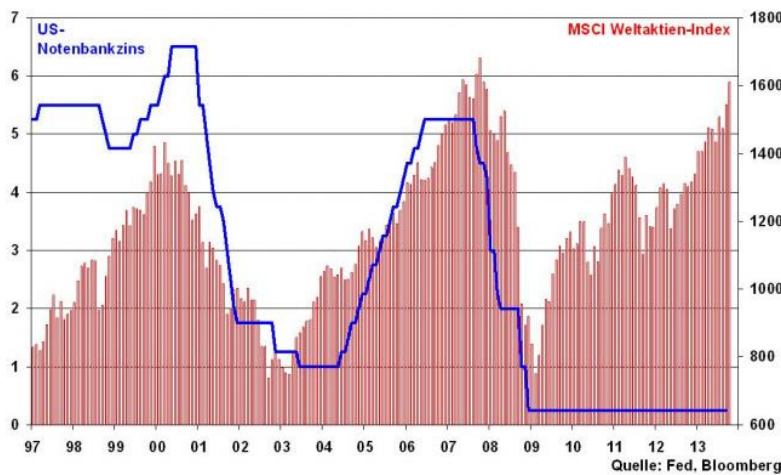


Marktkommentar Januar 2014

Anlageperspektiven 2014

Jedes Jahr wieder macht es Sinn, eine aktuelle Bestandsaufnahme zu erarbeiten und daraus Zukunftsperspektiven bzw. -szenarien abzuleiten. Doch in der aktuellen Situation, die einem Ausnahmezustand gleich kommt, ist dieses schwieriger denn je. Die Basis dieses Ausnahmezustandes bilden die historisch tiefen Zinsen. Im Verständnis klassischer und neoklassischer Wirtschaftswissenschaftler erfüllt der Zins (und allgemein das Kapitaleinkommen) eine wichtige Funktion als Allokationsmechanismus, also als Mechanismus, der Messungen erlaubt und daher Entscheidungshilfe bietet, für die Allgemeinheit ebenso wie für die Investoren. Nach der Liquiditätspräferenztheorie von John Maynard Keynes beruht der Zins auf der besonderen Begehrtheit des Geldes. Nach ihm ist der Zins die Belohnung für die Aufgabe von Liquidität über einen bestimmten Zeitraum oder – was das Gleiche ist – für die Nichthortung von Geld. Doch der Zins kann mittlerweile viele dieser Funktionen nicht mehr erfüllen.

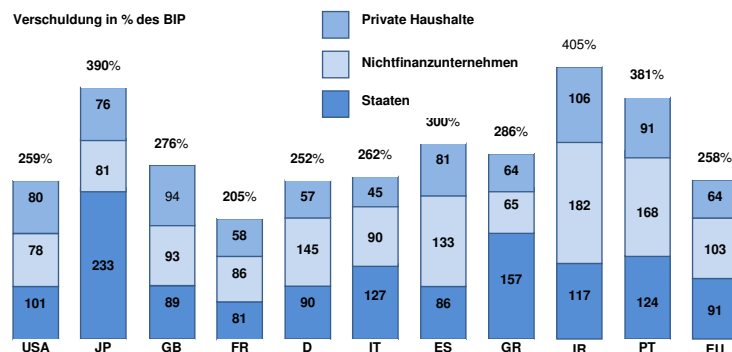


Ebenso sehr ist das Gefüge aus Zinsen, Konjunkturerholung und Börsenkursen aus dem Tritt geraten, das verdeutlicht die folgende Abbildung: „Normalerweise“ geht ein Wirtschaftsaufschwung mit steigenden Aktienkursen und ebenfalls steigenden Kapitalmarktzinsen einher. Bis zum Jahr 2009 war das auch so: Die Leitzinsen der US-Notenbank (blaue Linie) haben Auf- und Abstiege der Weltbörsen begleitet. Die rot schraffierte Fläche zeigt den Verlauf des MSCI Weltaktienindex. Doch seit 2009 ist nichts mehr „normal“.

Auch kurz- bis mittelfristig bleibt es unwahrscheinlich, dass die Zinsen im großen Stil steigen werden. Warum ist das so? Hintergrund ist die massive Überschuldungskrise der westlichen Welt und die damit einhergehende stark gestiegene Zinslast. Seit den 80er Jahren hat sich die Verschuldung in Westeuropa, Nordamerika, Australien und Japan relativ zur jährlichen Wirtschaftsleistung, dem Bruttoinlandsprodukt, mehr als verdoppelt. Inflationbereinigt haben Nichtfinanzunternehmen mehr als dreimal, Staaten mehr als viermal und private Haushalte mehr als sechsmal so viele Schulden. Dass der Finanzsektor auf diesem Schuldengebäude ein großes spekulatives Rad dreht, verschärft die Situation zusätzlich.

Nach dem Fall der Mauer und dem Eintritt Chinas in den Welthandel wuchs der Druck auf die Arbeitnehmer in den Industrieländern. Die möglicherweise bessere politische Antwort auf diesen Kostenvettbewerb wäre gewesen, mehr in Bildung und Innovation zu investieren. Aber das dauert, bis es wirkt, und ist zudem unbequem. Einfacher war es, fehlende Einkommen durch Kredite zu ersetzen. In

Untragbare Schuldenstände



den USA für den Traum von der eigenen Immobilie, in Europa durch Sozialtransfers auf Kredit. Die Einführung des Euro fachte den Kreditboom zusätzlich an, ausgelöst durch tiefe Zinsen der Europäischen Zentralbank (EZB). Und als sich abzeichnete, dass auch Immobilienpreise nicht unendlich steigen, brach das Schuldengebäude zusammen – fast. Denn Regierungen und Zentralbanken haben kühn eingegriffen. Die Staatsverschuldung stieg seit 2007 weltweit um rund 18 Billionen Euro

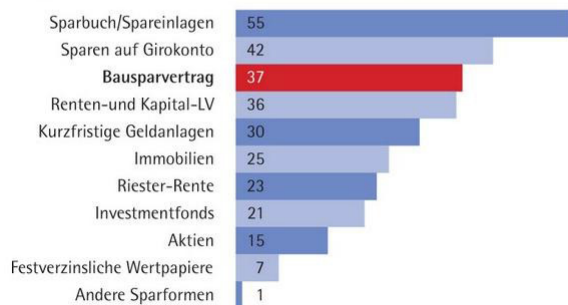
Zur Beachtung: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung dar, eine Haftung ist ausgeschlossen.

und die Bilanzen der Notenbanken haben sich vervielfacht. Im Jahr 5 nach Krisenausbruch kauft die US-Notenbank immer noch Wertpapiere im Umfang von einer Billion Dollar pro Jahr und die Zinsen verharren auf Rekordtiefs. Eine Krise, ausgelöst durch zu viele Schulden, wurde mit noch mehr Schulden bekämpft! Die EZB erwägt derzeit sogar mit negativen Zinsen die Kreditvergabe zu steigern. Die Banken sollen demzufolge einen Teil ihrer Einlagen nicht mehr bei der EZB parken. Eine „Strafgebühr“ soll das verhindern und die Liquidität in Kredite an die Wirtschaft lenken. Als ob noch mehr Kredite die Situation verbessern würden. Es steht zu befürchten, dass negative Zinsen oder auch neue Langfristkredite ein anderes Ziel verfolgen: Die Banken sollen mit dem Geld Staatsanleihen kaufen und somit die Regierungen finanzieren. Statt „Strafzinsen“ zu zahlen, könnten die Banken somit Zinsen für Staatsanleihen kassieren, für die sie noch nicht mal Eigenkapital vorhalten müssen (diese Eigenkapitalhinterlegung wird zwar derzeit gefordert, sie ist jedoch sehr unwahrscheinlich). Im Zeitalter der „finanziellen Repression“ sind Regierungen, Zentralbanken und Geschäftsbanken zu einem Komplex verschmolzen, der auf ein Wunder wartet, dass sich die Schulden in Wohlgefallen auflösen.

Vielleicht ist aber auch der große Blickwinkel falsch. Mit hoher Wahrscheinlichkeit ist nicht das heutige schwache Wachstum ungewöhnlich, sondern das hohe Wachstum der goldenen 90er Jahre. Die Ursachen damals: offenere Märkte, mehr Erwerbsbeteiligung von Frauen, mehr Arbeitskräfte durch die Babyboomer-Generation und zunehmende Verschuldung von Haushalten. Folgt man dieser Logik, ist die eigentliche Gefahr darin zu sehen, dass Regierungen weiterhin ein falsches Ziel, nämlich das der Wachstumsausweitung, mit falschen Maßnahmen, nämlich mehr Kredit, zu erreichen versuchen. Vor dem Hintergrund einer wahrscheinlich länger anhaltenden Stagnation der Wirtschaft in den Industrienationen wäre eine geordnete Schuldenkonsolidierung sinnvoller.

Geldanlagen der Bundesbürger 2013

Angaben in % – Mehrfachnennungen möglich



Quelle: tns Infratest

...doch was bedeutet das für den Anleger?

Der Begriff der „finanziellen Repression“ fällt immer wieder in vielen Beiträgen rund um die Anlagemärkte. Doch was ist diese „Finanzielle Repression“? Verkürzt sind es Maßnahmen, durch die Regierungen Gelder zu sich selbst leiten, um den realen Wert von Schulden sowie die Kosten zur Bedienung der Schulden zu reduzieren. Finanzielle Repression ist im Grunde eine Steuer für Sparer zugunsten von Kreditnehmern. Das Tragische ist die Tatsache, dass 75% des deutschen Geldvermögens in niedrig verzinslichen Sicht-, Spar-, Termin- und sonstigen unproduktiven (Versicherungen, Bausparkassen) Einlagen stecken. Jahr für Jahr wird damit massiv Geld vernichtet.

werden. Nicht nominal, aber real. Die Zahlen sind gewaltig! Es geht dabei um Anlagegelder in Höhe von fast 4 Billionen Euro! Hinzu kommt das große Risiko der „Altersvorsorge“, das ebenso einseitig auf „Zinsansprüchen“ aufgebaut ist.

Für den Großteil der Anleger wären daher dauerhaft niedrige Zinsen das größte Risiko, da die geringen Zinsen die steigenden Preise nicht mehr kompensieren könnten. Immer wieder wird zwar geschrieben bzw. argumentiert, dass die Inflation ja sehr niedrig sei, doch das bedarf einer genaueren Betrachtung. Die Inflation, gemessen am Konsumentenpreisindex, ist derzeit sehr niedrig, doch wir wissen, dass der Warenkorb laufend so verändert wird, dass er nicht die effektive Wahrheit wiedergibt. Schaut man zudem auf die Inflationierung der Sachwerte wie beispielsweise Immobilien, Aktien, Kunstgegenstände usw., so wäre die Geldentwertung sichtbar.

Daher muss sich der Großteil der Deutschen dem entscheidenden Thema widmen: Diversifikation!

Dabei geht es sowohl um die Diversifikation aus klassischer Sicht als auch um die Diversifikation, die vor künftigen Repressionen Risiken verteilen soll.

Von klassischer Diversifikation wird bei Investitionen in Finanzprodukte gesprochen, wenn laufende Spar- oder einmalige Vermögensbeträge nicht vollständig in eine Einzelanlage fließen, sondern auf unterschiedliche Anlageformen (z. B. Aktien, Anleihen, Gold, Immobilien, Währungen...) verteilt werden. Hintergrund dieser verbreiteten Investmentstrategie ist eine Risikodiversifikation, d. h. die Vermeidung eines größeren Verlustes durch gleichzeitiges Investieren von Teilbeträgen in alternative,

unterschiedlich riskante Anlageformen, so dass das Gesamtvermögen in diverse Titel gestreut wird. Der gewünschte Effekt der Risikoreduzierung wird dadurch bewirkt, dass zwei oder mehr Wertpapiere, die untereinander eine niedrige Wechselbeziehung (Korrelation) aufweisen, miteinander in einem Depot kombiniert werden. Die so gewonnene Vermögensstruktur hat insgesamt ein geringeres Risiko als die jeweiligen Einzelpapiere. Voraussetzung für diesen Effekt ist, dass die zugrundeliegenden Wertpapiere nicht 100 % positiv korreliert sind.

Doch Diversifikation hat auch einen neuen relevanten Aspekt. Die aktuelle Wirtschaftswoche (50/2013) titelt: „Angriff auf Ihr Geld – was bleibt nach Minuszinsen, Steuern, Vermögensabgabe“. Ausgehend von einer für die Leser dieser Seiten nicht überraschenden Analyse der Verschuldungssituation der westlichen Welt, dekliniert die Wiwo die Optionen durch, die der Politik verblieben sind:

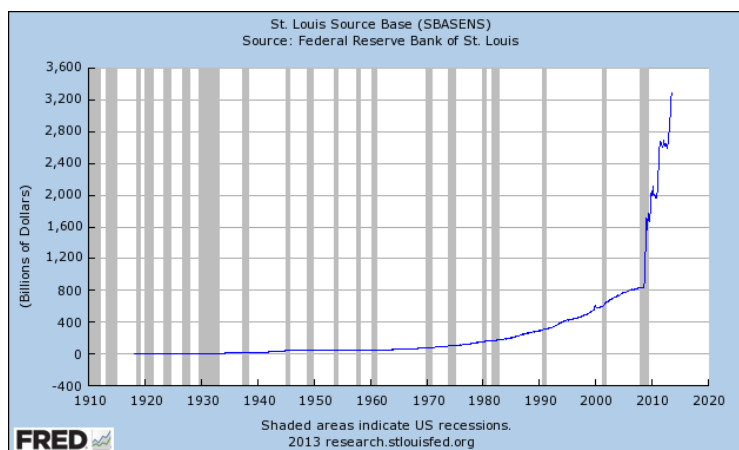
- Negativzinsen
- Einmalige Vermögensabgabe
- Mehr Steuern
- Eingriff in die Vertragsfreiheit
 - darunter wird dann der Rest subsumiert, also Zwangsanleihen, Sondersteuern auf Immobilien usw.

Im Kern sind es eigentlich nur Steuern, um die es geht und die in unterschiedlicher Form erhoben werden – geht es doch um die Beseitigung von Schulden im großen Stil, was auch einen Abbau von Vermögen voraussetzt.

Diversifikation ist daher unter verschiedenen Aspekten ein sinnvolles Instrument, um unterschiedliche Risiken vernünftig zu streuen. Klar ist aber auch, dass Diversifikation in einigen Marktphasen, wo sich eine Anlageklasse besonders gut entwickelt, Rendite kosten wird.

Aktien: Höhere Schwankungen einkalkulieren

Die Aktienmärkte der Industrienationen haben ein positives Jahr 2013 abgeschlossen, während die aufstrebenden Nationen, zusammengefasst als Emerging Markets, nahe ihrer Jahresanfangsstände notieren bzw. deutlich verloren haben und damit erheblich schwächer abschnitten. Die letzten Wochen des Jahres 2013 haben allerdings sämtliche Aktienmärkte wieder eine deutlich höhere Schwankungsbreite incl. Kursrücksetzern gezeigt. Dieses resultiert aus den Ängsten der Anleger über die künftige Politik der Notenbanken, insbesondere die der amerikanischen Fed. Unbestreitbar ist ein starker Zusammenhang zwischen dem Wachstum der Geldmenge M0 (M0 oder Geldbasis: Die Geldbasis wird definiert als die Summe aus Bargeldbestand und Guthaben der Geschäftsbanken bei der Zentralbank)



in den USA, die der durch massive Staats- und Hypothekenanleihekäufe aufgepumpten Zentralbankbilanz der US-Notenbank Fed entspricht, und dem Anstieg der Aktienkurse der Industrienationen. Auch in Europa wirkt der Effekt: Als die EZB im November überraschend den Leitzins auf 0,25% halbierte, gab es eine positive Börsenreaktion. Auf der anderen Seite kam es immer wieder zu Kursverlusten, wenn es Anzeichen dafür gab, dass Fed-Chef Bernanke das Tempo der Anleihekäufe drosseln könnte. Dieses Wechselspiel der Gefühle dürfte in 2014 zu erhöhter

Schwankungsbreite an den Märkten führen. Wir gehen aber davon aus, dass sich an der grundsätzlichen Geldpolitik nichts ändern wird. Tiefe Zinsen dürften die Aktienmärkte grundsätzlich unterstützen. Das Problem sind die Alternativen, die sehr viel schmerzlicher sind, als der von den Notenbanken künstlich geschaffene Niedrigzins.

Somit bleibt die Aktie langfristig ein wesentlicher Baustein für jedes auch an Sachwerte orientierte Vermögen. Gleichwohl sollte die Bewertung der einzelnen Aktienmärkte bzw. einzelner Aktien kritisch geprüft werden. Der starke Liquiditätsfluss hat einige Aktienmarktsegmente besonders begünstigt, andere haben noch gar nicht oder nur wenig profitiert. Folglich kann man nicht die verallgemeinernde

Aussage treffen, dass die Aktienmärkte mittlerweile zu teuer sind, für einzelne Segmente gilt dies gleichwohl.

Starker Euro bremst andere Währungen aus



An den Währungsmärkten war sicherlich der starke Euro neben dem sehr schwachen Yen das Hauptthema. Der Euro hat in 2013 quasi gegenüber allen wichtigen Währungen zulegen können. Die Grafik zeigt beispielhaft den Anstieg gegenüber der Norweger Krone seit Mitte 2012. Dieser Anstieg resultierte sicherlich aus dem nachlassenden Stress in der Eurozone. Doch wie gesichert ist dieser Anstieg?

Die Niedrigzinspolitik der EZB zeigt vor allem eines: Die Eurozone ist noch lange nicht über den Berg. Der Druck auf Notenbankchef Draghi die Refinanzierungskosten für die Olivenstaaten weiter zu senken, wächst. Ob die Möglichkeiten der EZB letztlich ausreichen werden die Eurozone dauerhaft zu

stabilisieren, ist jedoch nach wie vor offen. Auch wenn die Krise aus den Medien verschwunden zu sein scheint, ist sie noch lange nicht gelöst; die Verschuldung legt in fast allen Mitgliedsländern unvermindert zu.

Ein Vermögen sinnvoll zu diversifizieren, bedeutet deshalb nicht nur, in verschiedene Anlageklassen zu investieren, sondern auch in verschiedene Währungsräume. Währungen schwanken mitunter kräftig, wie 2013 gezeigt hat. Anleger sollten sich davon aber nicht abschrecken lassen. Wer auskömmliche Renditen sucht, wird in den kommenden Jahren nicht umhinkommen, über die Landesgrenze bzw. den Euroraum hinaus zu schauen. Vielleicht ist dann doch eine Anleihe Norwegens mit einer Schuldenquote von 29% trotz niedrigerem Zins interessanter als eine Anleihe Italiens mit 127% Verschuldung.

Gold: Fällt und fällt...



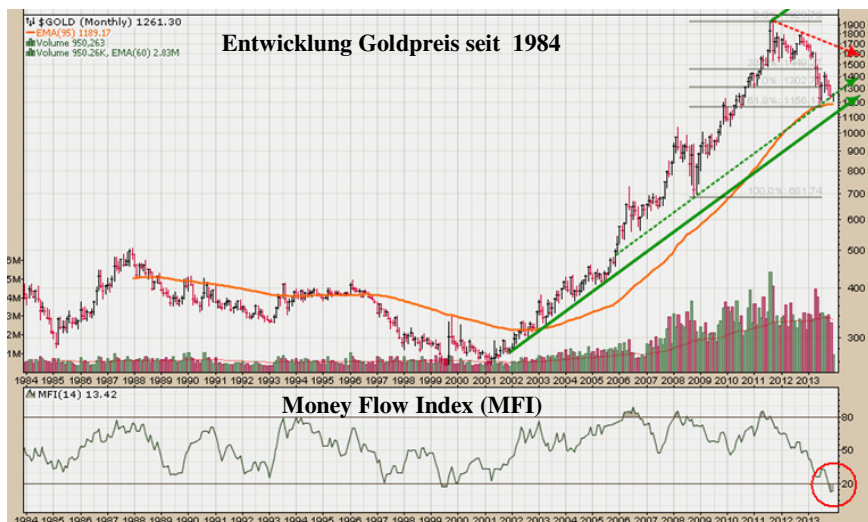
Für Goldanleger waren die letzten zwei Jahre hart. Seit dem Hoch in 2011 hat der Goldpreis über 30% an Wert verloren. Möglicherweise handelt es sich hierbei um eine normale Korrektur, nachdem der Preis zuvor jahrelang gestiegen war. Doch es ist weiterhin interessant zu verfolgen wie die Preisbildung bei Gold funktioniert.

Fünf Banken stellen seit 1919 fest, was eine Unze weltweit kosten soll. Um 10.30 und um 15 Uhr Londoner Zeit entsteht dieses sogenannte Goldfixing. Dieser Goldpreis ist dann der Richtwert für den Goldhandel weltweit. Er bestimmt dann die Erträge von Münzhändlern, Minen und Juwelieren. Investoren und Zentralbanken bewerten mit ihm ihre Bestände und zudem wird der Terminmarkt beeinflusst, an dem Lieferansprüche auf Gold gehandelt werden.

Jetzt, ein Jahrhundert später, untersuchen Aufseher diese intransparente Preisfindung. Rosa Abrantes-Metz kritisiert dieses bedenkliche Fixing. Die Professorin an der Stern School of Business brachte mit einem Aufsatz die Ermittlungen in Sachen Libor-Manipulation mit ins Rollen (Der Libor ist ein weltweiter Referenzzinssatz, der von mehreren Banken zu ihren Gunsten über Jahre beeinflusst wurde). „Was beim wesentlich größeren Zinsmarkt möglich ist, könnte überall klappen, wo Banken Preise aushandeln“, so die Professorin. Auch der Analytiker Dimitri Speck von Staedel Hanseatic hat nachgewiesen, dass bei der Goldpreisfindung so Einiges im Argen liegt. Er hat u.a. ermittelt, dass der Preis seit 20 Jahren gehäuft scharf fällt, bevor in London der Preis festgestellt wird (siehe Grafik, Quelle: Dimitri Speck). Zu erwarten wäre

zudem, dass die Handelsvolumina an der Terminbörse erst anziehen, wenn das Ergebnis vorliegt, der Goldpreis also tatsächlich gefixt ist. Andrew Caminschi und Richard Heaney aber haben das Gegenteil festgestellt, „eine Anhäufung von Handelsgeschäften unmittelbar nach Beginn des Fixings“, so die Professoren der Universität Perth.

Jeder mag sich einen eigenen Eindruck davon machen, was von dieser Art der Preisfestsetzung zu halten ist, bzw. inwieweit es eine Diskrepanz zwischen dem Handel von „Papiergold“ und echtem Gold bzw. Wertpapieren mit Hinterlegungsanspruch gibt. Wichtiger ist aber, dass Gold in den nächsten Jahren auf dem gedrückten Preisniveau wieder eine gute Diversifikation sein kann, um insbesondere vor den Risiken des Dollarverfalls, einer weiteren Finanzmarktkrise oder einer Inflation der Konsumentenpreise zu schützen.



Zudem spricht der große Pessimismus für und nicht gegen Gold. Die Grafik zeigt den Verlauf des Goldpreises seit 1984. Bemerkenswert ist die Beobachtung, dass der Money Flow Index (MFI) mittlerweile ein Niveau erreicht hat, das es selbst während der schweren Goldbaisse der 1980er Jahren nie gegeben hat. Der Indikator misst die Stärke des Umsatzvolumens, das in eine Aktie oder einen Index

hinein- oder daraus abfließt. Die Grafik zeigt nun, dass das Marktbarometer im Herbst/Winter 2013 auf das mit weitem Abstand niedrigste Niveau der vergangenen 40 Jahre (!) zurückgefallen ist (rote Umkreisung). Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass der Pessimismus der Goldanleger heute größer ist als im Jahr 2000, also am Ende einer 20 Jahre währenden Baissephase bei den Edelmetallen. Dieser historisch einmalige Pessimismus beim Gold spricht zumindest dafür, dass man die Versicherung Gold derzeit zu einem sehr interessanten Preisniveau erwerben kann.

Kurz bis mittelfristig allerdings ist eine Goldprognose schwierig, die Argumente pro und contra gleichen sich derzeit aus. Für einen weiterhin fallenden Goldpreis sprechen das Tapering der amerikanischen Notenbank Fed (Rückführung der Staatsanleihekäufe), das wegen der Reformen langsamere Wirtschaftswachstum in China, höhere Deflations- als Inflationsgefahr sowie die bloß moderate Gesamtnachfrage der Notenbanken. Auf höhere Goldpreise weisen hingegen die deutlich steigenden Einkommen in Asien, die Deregulierung des chinesischen Goldmarktes, die rasche Expansion von Schmuckläden und fehlende Investitionsalternativen in China. Dazu kommen die steigenden Cashkosten der Goldproduzenten. Und zu guter Letzt könnte der Goldpreis wieder deutlich ansteigen, wenn Indien, das derzeit durch staatliche Repression die Goldeinfuhr bremst, wieder auf den Goldmarkt zurückkommt.

Fazit

Schulden sind im Grunde nichts Schlechtes, da sie u.a. langfristiges und nachhaltiges Wachstum stützen. Doch die westliche Welt driftet immer mehr in die gefährliche Überschuldung. Sämtliche Anlagemärkte befinden sich daher in einem Ausnahmezustand. Legale Wege, der finanziellen Repression und Zwangsmaßnahmen des Staates zu entkommen, gibt es für Normalbürger nicht. Aber die Diversifikation bietet jedem Anleger Möglichkeiten, Chancen und Risiken zu streuen. Manchmal gehört auch ein wenig Mut dazu, was nicht mit Übermut verwechselt werden sollte. Die Spiekermann & CO AG trägt diesem sinnvollen Streuungsgedanken Rechnung, je nach Mentalität des Anlegers.

06.01.2014 Mirko Kohlbrecher Spiekermann & CO AG