

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 82, Mai 2012

Lateineuropa und der Eisvogel

„Der Eisvogel soll, um sich vor der Jagd durch Menschen zu schützen, auf Klippen am Strande nisten. Als also seine Zeit zum Eierlegen kam, flog einer auf ein Vorgebirge, sah einen Felsen am Meer und baute dort sein Nest. Als er dies einmal auf Nahrungssuche verließ, begab es sich, dass das von heftigen Stürmen aufgewühlte Meer bis an den Felsen schwall, ihn überspülte und die Jungen tötete. Als der Eisvogel zurückkam und dies sah, sprach er ‚Wehe mir, der ich mich vor den Gefahren des Festlandes sichern wollte und an diesen Ort floh, der sich als viel unzuverlässiger erwiesen hat!‘“

Aesop



Dr. Georg Graf von Wallwitz

Die Krise ist nach einer kurzen Mittagspause wieder zurückgekehrt und hat sich diesmal vorgenommen, die Spanier zu verspeisen, nachdem die Italiener sich einer besseren Regierung besonnen haben. Die Spanier haben, wie sich nun herausgestellt hat, mit falschen Bilanzen hantiert.¹ So breitet sich die alte Verzweiflung aus und die Versicherungsprämien gegen den Ausfall Spanischer Staatsanleihen (CDS) sind auf ein neues Rekordhoch gestiegen. Die Kapitalflucht aus Italien, Spanien und neuerdings auch Frankreich geht unvermindert weiter.²

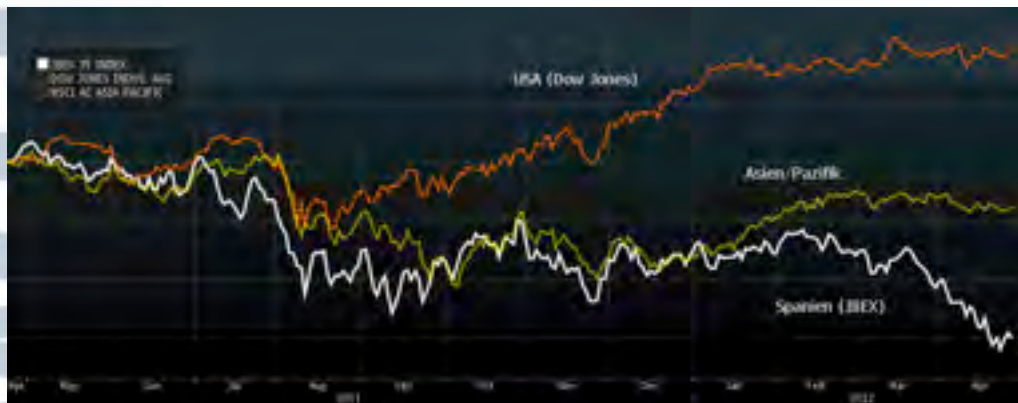
Etwas ist aber doch anders: Die Europäischen Aktienmärkte

Die wohlige Wärme, die der Geldsegen der EZB den Märkten im ersten Quartal gebracht hat, ist lau geworden, bevor man sich so richtig daran gewöhnen konnte.

haben sich entkoppelt vom Rest der Welt. Während der Spanische Aktienmarkt wieder auf den Tiefstständen des Jahres 2009 angekommen ist und der DAX ebenfalls knapp 10% verloren hat, sind die Asiati-

¹ Die Schulden lagen nicht in Madrid, sondern in den Regionen, was die Staatsverschuldung hat niedriger aussehen lassen als sie eigentlich war. Dass die Bilanzbuchhaltung in Spanien auch unter der neuen Regierung dynamisch angegangen wird, wird schon dadurch unterstrichen, dass der ehemalige Spanien-Chef von Lehman Brothers nun in der neuen Regierung Wirtschaftsminister geworden ist. Ein Arbeitsloser weniger!

² Technische Fußnote: Die Kapitalflucht lässt sich an den so genannten Target-Salden der Bundesbank ablesen. Im Februar und März sind die Verpflichtungen Spaniens gegenüber dem Target-Salden-System der EZB um € 55 Mrd. gestiegen und belaufen sich nun auf knapp € 200 Mrd. Italiens Minus liegt im Februar und März bei € 76 Mrd. und das der Franzosen sieht mittlerweile auch nicht mehr gesund aus. Vgl. Hans-Werner Sinn in <http://www.project-syndicate.org/commentary/a-crisis-in-full-flight>



Entkopplung: Aktienmärkte der USA, Asiens und Spaniens

schon und Amerikanischen Märkte nicht sehr beeindruckt. Deren Angst bestand wohl darin, dass es im Europäischen Bankensystem zu einer Kernschmelze kommt, was zweifellos zu einer globalen Krise geführt hätte. Aber die EZB hat demonstriert, dass sie unter ihrer neuen Führung nicht gewillt ist, für die Stabilität der Währung die Stabilität von allem anderen zu opfern. Die Bereitstellung des Eine-Billion-Geldtopfes (LTRO) hat nicht nur das Liquiditätsproblem der Banken gelöst, sondern sie auch noch in die Lage versetzt, Anleihen ihrer Heimatländer zu kaufen, sowie einen erklecklichen Teil in Deutschland zu horten. So ist der Rest der Welt erleichtert, aber der Kern des Europäischen Problems, der Mangel an Wettbewerbsfähigkeit in Lateineuropa bleibt ungelöst. Daran ändert auch die kürzlich erfolgte Aufstockung der Mittel des IWF nichts.

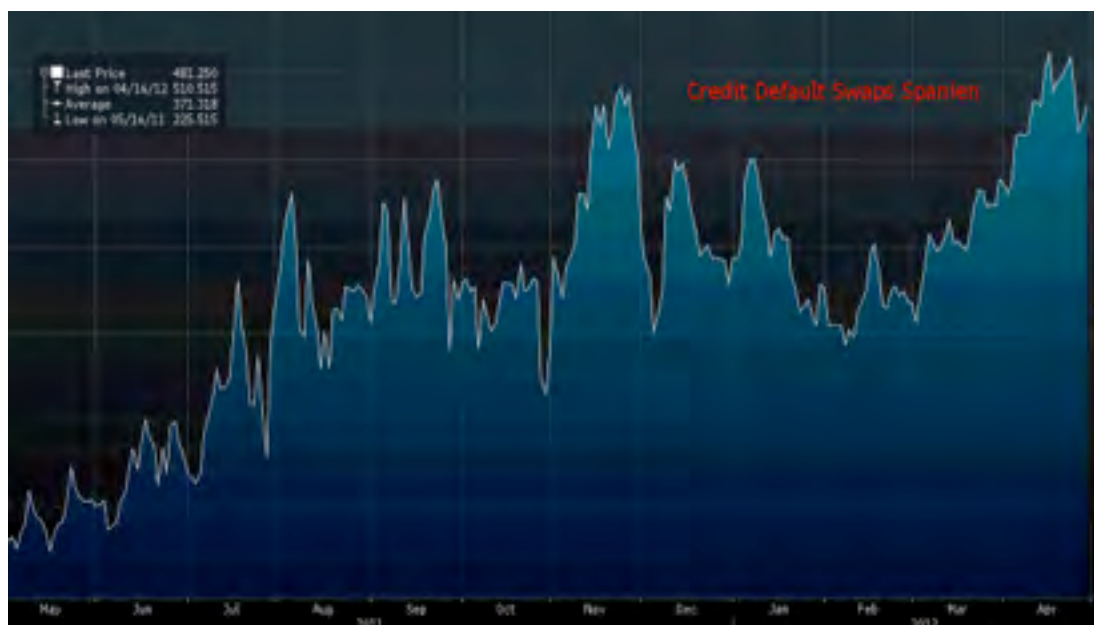
1. Finanzielle Unterdrückung

Wir befinden uns in einer Welt, in der es zu viele Schulden gibt. In den Ländern der entwickelten Welt sind entweder die Staaten oder die privaten Haushalte und oft beide Sektoren mit ei-

nem Schuldenberg konfrontiert, den sie kaum bedienen können. In dieser Situation werden normalerweise, sehr sehr grob gesagt, die Gläubiger zur Ader gelassen. Das geschieht direkt, indem der Schuldner einfach nicht mehr zahlt (Griechenland, viele amerikanische und bald auch spanische Immobilienbesitzer). Meistens aber indirekt durch sogenannte *Finanzielle Unterdrückung*: Den Kapitalbesitzern wird das Geld aus der Tasche gezogen, ohne dass es hierzu einen offiziellen Beschluss gäbe.

Die *Finanzielle Unterdrückung* nimmt derzeit zwei Formen an: Erstens liegen die Zinsen deutlich unter der Inflationsrate. Zweijährige Deutsche Staatsanleihen bringen 0,1% p.a. bei einer Inflationsrate von etwa 2%. Damit verliert das Vermögen des Sparers/Gläubigers/Kapitalinhabers jedes Jahr an Kaufkraft und der Schuldner kann sich freuen. Real sinken seine Verbindlichkeiten: Die 100, die der Staat heute schuldet, sind in zwei Jahren dank der Inflation

Das Spanische Risiko



nur noch etwa 96 wert, und solange fast keine Zinsen gezahlt werden, fallen für diesen Vermögenszuwachs auch kaum Kosten an. Die Sparer können dieser Situation kaum entkommen, denn die anderen „sicheren“ Staatsanleihen werfen ebenfalls kaum Zinsen ab und haben (außer Japan) dasselbe Inflationsproblem (in der Schweiz entsteht es gerade). Dem Sparer geht es also wie dem Sicherheit suchenden Eisvogel aus Aesops Fabel, der vor der Unsicherheit des einen Felsens in die vermeintliche Sicherheit des anderen flüchtete. Egal, wo man heute investiert, sei es in Gold, in Staatsanleihen oder Immobilien, die Sicherheit ist nur scheinbar.

Am folgenden Beispiel kann man sich veranschaulichen, wie es in der Praxis läuft: Man stelle sich jemanden vor, der viel verdient hat im Leben und zwei Millionen Euro auf die Seite schaffen konnte. Von den Zinsen plant er zu leben und er möchte keine Risiken eingehen. Das Zinsniveau ist derzeit so, dass er von den Staatsanleihen mittlerer Laufzeit, die er nun kauft, etwa € 20.000 im Jahr vor Steuern als Einkommen hat. Das dürfte eine herbe Enttäuschung sein für einen Millionär, der sich eben noch für wohlhabend hielt. Das Leben eines Millionärs ist damit weniger attraktiv als das eines durchschnittlichen Rentners, der mehr Geld aus einer ebenso sicheren Quelle erhält.

Die zweite Form der *Finanziellen Unterdrückung* besteht in der Besteuerung. Die Steuern werden steigen, insbesondere für mittlere Vermögen und Immobilien. Immobilien sind schön im Wert gestiegen und können nicht weglafen. Das wird der Staat sich nicht entgehen lassen, warum

sollte er auch, schwingt doch das Pendel der öffentlichen Meinung allgemein hin zum Staat, weg von den Privaten. In Frankreich kann man gewählt werden mit dem Versprechen, 75% von den Spitzenverdienern zu nehmen, und auch in Deutschland ist „Steuersenkung“ zu einem Wort geworden, mit dem man Wahlen verliert. So eine Gelegenheit ist einmalig für die gebeutelten Finanzminister. Da ist es auch völlig egal, dass das Haushaltsdefizit der Eurozone von 6,2% im Jahr 2010 auf 4,1% im Jahr 2011 gefallen und eigentlich auf gutem Wege ist.

2. Deleveraging

Nicht nur die *Finanzielle Unterdrückung* wird auf Jahre hinaus den Wert von Aktien, Anleihen und Immobilien drücken, sondern auch der notwendige allgemeine Schuldenabbau.

Seit den 80er-Jahren des letzten Jahrhunderts ist das Geld billiger und leichter verfügbar geworden und damit sind die Preise von allem gestiegen. Geld war einfach zu haben und damit stieg die Bewertung von allem, was sich für Geld kaufen ließ. Dieser Prozess dreht sich nun um. Der Hebel ist nicht mehr verfügbar (der Prozess heißt im Englischen anschaulicher *Deleveraging*). Der IWF hat in seinem letzten Financial Stability Report geschätzt, dass allein die Europäischen Banken ihre Bilanzen um etwa € 2.000 Mrd. schrumpfen lassen werden. Das bedeutet, dass für diese Summe Wertpapiere verkauft bzw. Kredite nicht verlängert werden. Wo sollen da allgemeine Wertsteigerungen herkommen?³

³ Der Effekt der Verkürzung der Bankbilanzen wird derzeit zu einem großen Teil durch die Bereitschaft der Zentralbanken aufgehoben, selbst ihre Bilanzen aufzublähen. Darauf haben wir immer einmal hingewiesen. Es gibt aber noch einen weiteren Aspekt, der die Effekte des Europäischen Deleveraging aufheben könnte: Wenn China seine Kapitalverkehrskontrollen aufhebt (derzeit wird damit in Wenzhou experimentiert), können Chinesen ihr Geld nicht mehr nur in chinesischen Aktien, chinesischen Wohnungen und Gold anlegen, sondern auch in Deutschen Staatsanleihen und Aktien von Französischen Luxusgüterherstellern. Angesichts dieser Geldschwemme würden die Bewertungen an den Europäischen Märkten insgesamt deutlich steigen.

Das bedeutet nicht, dass sich an den Börsen gar nichts mehr verdienen lässt. Aber die durchschnittlichen Renditen werden sinken und es wird immer mehr darauf ankommen, die „richtigen“ Papiere zu finden, die sich auch in einem allgemein mäßigen Umfeld, in dem der Kredit weniger wird, gut entwickeln.

3. Inflation

Teil der *Finanziellen Unterdrückung* ist der Effekt der Inflation. Je höher die Inflation, desto leichter tun sich die Staaten beim Abbau der Schulden. Lateineuropa kann bei Preisstabilität die Wettbewerbsfähigkeit nur zurückgewinnen, indem die Löhne sinken. Das ist besonders schmerzlich, wenn man verschuldet ist, denn die Schulden bleiben und das Einkommen, aus dem sie bedient werden sollen, fällt. Wenn es aber eine Inflation von drei bis vier Prozent gibt, werden die verschuldeten Länder wieder wettbewerbsfähig, wenn sie nur ihre Löhne und Schulden stabil halten. Das ist wesentlich einfacher und weniger schmerzhaft.

Deutschland und die Bundesbank werden sich mittelfristig in der EU immer stärker isolieren, denn die Mehrheitsmeinung wird dahin gehen, dass es jetzt der falsche Zeitpunkt ist zum Sparen, dass man erst einmal die Wirtschaft in Schwung bringen muss, bevor man dann, ganz sicher, versprochen, den Gürtel wieder enger schnallt.

Eine moderate Inflation macht das Leben in Lateineuropa leichter und wer kann da schon etwas dagegen haben? Italien produziert etwa 10% zu teuer, bei Lohnzurückhaltung und einer Inflationsrate von 4% ist das Problem nach zwei oder drei

Jahren gelöst. Nur für die Deutschen sind dann die Zinsen viel zu niedrig. Das heißt, dass hier der Immobilienboom weiter geht wie vor 10 Jahren in Irland und Spanien, als dort die Zinsen viel zu niedrig waren und für Deutschland zu hoch.

Inflation ist eben eine Umverteilung von den Sparern zu den Schuldnern, von den Alten zu den Jungen. Die Kaufkraft der Lebensversicherungen, der Ersparnisse, der Renten sinkt. Jetzt demonstriert die Jugend Lateineuropas, weil sie sich ihrer Perspektiven beraubt sieht. Demnächst dürften die Alten Nordeuropas auf die Straße gehen, weil sie sich ihrer schönen Hoffnungen für das Alter beraubt sehen.

4. Konsequenzen für die Anlagepolitik

Dem Sicherheit suchenden Anleger geht es derzeit wie dem Eisvogel. Es gibt keinen sicheren Felsen in der Brandung. Es hilft nur das intelligente Abwägen von Risiken und die gelegentliche Bereitschaft zu unkonventionellen Lösungen. Aus dem gesagten ergibt sich für die Anlagepolitik:

- a. Anleihen mit langer Laufzeit sind zu meiden. Das Inflationsrisiko ist zu hoch.
- b. Aktien von Wachstumswerten, deren Gewinne erst in ferner Zukunft zu erwarten sind, braucht man ebenfalls nicht.⁴
- c. Immobilien werden in Deutschland noch eine Weile im Wert steigen, es läuft derzeit nach dem Irischen Modell. *Enjoy it while it lasts.*
- d. Gold ist derart hoch gestiegen, dass die drei bis vier Prozent Inflation nicht ausreichen werden, um diese Preise zu rechtfertigen. Auch dieser Rausch wird nicht mehr lange dauern.

⁴ Technische Fußnote: Man kann Aktien ebenso eine Duration zuordnen wie Anleihen. Wachstumsaktien sind Aktien mit besonders langer Duration. Lange Durationen sind aber nicht erstrebenswert in einem Umfeld, in dem höhere Inflationsraten zu erwarten sind. Anders gewendet: Wenn der Unternehmenswert weitgehend im „Terminal Value“ des Dividend-Discount-Modells liegt, dann sinkt er mit steigender Zinserwartung für die fernere Zukunft.

ern. Ebenfalls, um es diesmal aber mit Letizia Bonaparte zu sagen, *Pourvu que ça dure*.

- e. Der Euro sollte sich eher abschwächen, weil die Inflationserwartungen für die Eurozone nach oben gehen werden. Das würde Lateineuropa gewaltig helfen, weil dort die Leistungsbilanz sich dadurch entscheidend verbessern könnte. Ein schwacher Euro wäre auch für die EZB eine elegante Lösung.
- f. Kaufen kann man in dieser Situation Anleihen von asiatischen Schwellenländern, deren Währungen gegenüber dem Dollar künstlich niedrig gehalten werden und damit gegenüber dem Euro erst recht unterbewertet sind. Die Kreditrisiken sind in diesen Ländern aktuell sehr überschaubar (was weder für Lateinamerika noch für Lateineuropa gilt).
- g. Kaufen kann man ebenfalls Aktien von Unternehmen, die ein wenig zyklisches Geschäft betreiben, ordentliche Dividenden zahlen und global aufgestellt sind.

Es heißt, an der Börse zu investieren sei einfach, aber nicht leicht. Einfach, weil die Regeln im Prinzip überschaubar und einleuchtend sind. Wenn etwas billig ist, soll man es kaufen, wenn etwas teuer ist, soll man es verkaufen. Wann der Zeitpunkt gekommen ist, lässt sich aber nicht leicht sagen. Der Druck auf den Anleger ist sehr hoch wenn ein teures Wertpapier weiter steigt und ein billiges weiter fällt. Warum sollte man auch ein Papier kaufen, das heute zwar billig aber morgen noch billiger ist? Vielleicht hat ja doch die Masse recht und übertreibt nicht?

Der Eisvogel hat sein Nest verloren, weil er den Blick auf der Suche nach der Sicherheit auf einen einzigen Aspekt verengt hat. In einer ähnlichen Gefahr sind heute auch viele Anleger. Kapitalerhalt wird mit den gängigen Mitteln immer schwerer, was früher risikolos war, ist es heute nicht mehr. Aber glücklicherweise haben wir ja Aesop, um aus seinen Geschichten zu lernen, uns nach anderen Mitteln umzusehen.

Dr. Georg v. Wallwitz, CFA
+49-89-255 466-0

DISCLAIMER: Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement. GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und ist kein Anlagevorschlag bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quelle für die Grafiken ist, so weit nicht anders vermerkt, Bloomberg.