



Unsere Sicht auf die Märkte:

Auf dem Weg in die Realität

Sehr geehrte Dame, sehr geehrter Herr,

das 3. Quartal war wieder ein Quartal des „Zusammenzuckens“. Im Verlangen nach positiven Meldungen und Ereignissen führt bereits das Hören von Begriffen wie „Griechenland“, „Bankenrettung“, „Euro“, „Überschuldung“, „Staatsdefizite“, „Rettungsschirm“ oder „Schuldenschnitt“ zu einem reflexartigen Zusammenzucken. Selbst Abkürzungen wie EZB, IWF, ESM oder ESFS hinterlassen inzwischen ungute Gefühle - auch wenn mancher (völlig zu Recht) gar nicht weiß, was das alles zu bedeuten hat - geschweige denn, wie das funktionieren soll.

Wie diese Institutionen zu wirken haben oder ob sie überhaupt funktionieren, dass wissen offenbar nicht einmal deren intellektuell mehr oder weniger begabte Schöpfer. Doch sie scheinen jedenfalls noch an ihre künstlichen Gebilde zu glauben, auch wenn diese jegliche Logik des menschlichen Handelns und somit einer gesunden Ökonomie und des funktionierenden Systems „Markt“ konterkarieren.

Apropos „glauben“. Im September war Papst Benedikt zu Gast in Deutschland und sprach am 22. September sogar im Deutschen Bundestag. Bemerkenswert war die Antwort von Bundestagspräsident Lammert auf die Frage, welche Erkenntnisse die Papstrede bei ihm hinterlassen habe. Zwei Botschaften waren es, die er anführte. Erstens: Mehrheiten definieren nicht unbedingt Wahrheiten. Und zweitens: Die Manipulation der Natur und des menschlichen Daseins sei wohl (auf Dauer) der falsche Weg. Er fügte noch an, dass er gerade bei diesen Aspekten eine besondere Nachdenklichkeit im Plenum gespürt hätte. Macht sich da etwa ein neuer politischer Realismus breit? Wenn ja, rührt dieser etwa aus dem aktuell so präsenten Thema der Staaten-Banken-Kontoguthaben-Rettungsaktionen? Eher nicht! Doch würde man diese Erkenntnisse darauf übertragen, welche Rechtfertigung bekäme diese Politik in der ethischen Konsequenz?

Dieser Kommentar bleibt ganz sicher einer des Marktes und wird keiner der Politik. Doch es ist heute bedauerlicherweise mehr denn je Aufgabe der Marktbewertung gerade die politischen Verhältnisse möglichst richtig einzuschätzen und deren Maßnahmen richtig zu antizipieren. Denn wir sind in einem Stadium des Systems „Markt“ angekommen, in dem dieser in immer kürzeren Zyklen und immer stärker durch politische Intervention manipuliert wird bzw. auch scheinbar werden muss. Doch ist das notwendig? Bringt das wirklich etwas? Und warum kann ein Markt nicht einfach der Logik des menschlichen Handelns und dem selbstregulierenden Prinzip des Preises (aufgrund der freien Präferenzen von Angebot und Nachfrage) überlassen werden? Sind wir etwa Bestien oder haben wir den Verstand bei Vater Staat abgegeben? Nein, natürlich nicht!

Die Wahrheit ist vielmehr: Die Märkte durften seit Jahrzehnten nie frei funktionieren. „Frei funktionieren“ schließt im Übrigen einige ganz klare Spielregeln, die dauerhaft Freiheit und Eigentum sichern, mit ein! Die Interventionen gingen im Wesentlichen vom für die Realwirtschaft so entscheidenden Geldmarkt aus. Auf dem Geldmarkt wurde nämlich der Zins als Preis des Geldes „von oben“ politisch zentral durch einige wenige Wissensträger der Zentralbank bestimmt. Die Marktteilnehmer (Sparer und Unternehmer) wurden nicht für fähig gehalten, diesen Preis frei über die Banken als Intermediär zu bestimmen. Es erscheint den mächtigen Systemlenkern bis heute nur allzu

logisch, den Preis (Zins) des Geldes für ein ganzes Währungsgebiet zentral festzulegen. Sozialismus statt Kapitalismus lautet also weiterhin die Devise für den Geldmarkt - und das trotz aller praktischen Erfahrungen mit dem kläglichen Scheitern der Planwirtschaften rund um die Welt.

Der massive dauerhafte Eingriff von oben bzw. außen führte dazu, dass sich ein natürliches Marktgleichgewicht für Kredite nie einstellen konnte. Durch stets zu niedrige Zinsen war das Kredit- bzw. Geldangebot viel zu groß. Diese ersten Interventionen ufernten zwischenzeitlich in eine Interventionsspirale aus, die sich immer schneller dreht. Denn ist das sich selbst organisierende System „Markt“ mit dem Regulator „Preis“, der durch die freiheitlich gebildeten Präferenzen der Marktteilnehmer entsteht, einmal gestört, so ist auch das natürliche Regelwerk, der Code in Form der Beziehungen der Marktteilnehmer zueinander und die Operationen in diesem rekursiven Prozess nachhaltig gestört. Die Effizienz des Systems ist zerstört.

Doch der Markt hat als System immer die Fähigkeit zur Wiederherstellung der natürlichen Ordnung. Das erfordert aber die Akzeptanz von Bereinigungen. Übersetzt heißt das: Rückführung des Kredit- bzw. Geldüberangebots, was konkret mit Rezession, erhöhter Arbeitslosigkeit, Firmen- und Bankenkrisen verbunden sein wird. In einer demokratischen Gesellschaft ist die Politik jedoch stets gewillt, so etwas zu vermeiden und interveniert erneut. Doch je weiter sich der durch Interventionen und Folgeinterventionen geschaffene Zustand vom Urzustand des natürlich funktionierenden Systems entfernt, desto stärker werden die Störungen im System bzw. im Markt und desto schneller braucht es scheinbar neue Interventionen (z.B. noch größere Rettungsschirme oder Konjunkturprogramme). Der Zustand wird immer instabiler. Das Ausmaß der potentiellen Korrekturen nimmt zu.

In den vergangenen Marktkommentaren wurde wiederholt die Geld- und Konjunkturtheorie der Österreichischen Schule der Nationalökonomie zur Herleitung der wahren Krisenursachen genutzt. Mit der eben skizzierten Systemtheorie taugt sogar ein naturwissenschaftlicher Ansatz zum ökonomischen Transfer und zur Erklärung der tatsächlichen Krisenursache. Die daraus ableitbaren Handlungsempfehlungen würden ein Ende der Rettungsschirm-Politik und einen grundlegenden Neuanfang bedeuten. Selbiges ergäbe sich übrigens auch aus einem Transfer der zweiten Lammert'schen Erkenntnis aus dem Papstbesuch.

Doch bis Politik und Wähler erkennen, dass die Zentralbanken die eigentliche Wurzel der Instabilität sind, und der Begriff des „Währungshüters“ eine bemerkenswerte Dreistigkeit darstellt, wird noch etwas Krise nötig sein. Die Tatsache, dass bspw. ein US-Dollar von vor hundert Jahren heute nur noch 4 Cents wert ist, reicht für derartige Erkenntnisgewinne noch nicht aus. Es bleibt nur inständig zu hoffen, dass diese Erkenntnis überhaupt einmal beim Wahlvolk ankommt. Sollte sich hingegen die Propaganda über die „bösen Märkte“, die an der Krise schuld sind, durchsetzen, wird das dauerhaft nur noch mehr staatliche Regulierung einhergehend mit weniger Freiheit des Einzelnen legitimieren.

Doch nun endlich, wie gewohnt, in den Berichtsmodus:

Welche Ergebnisse zeigten die Märkte im dritten Quartal? Und welche Rückschlüsse ergeben sich?

Realgüter-Märkte im Überblick – 3. Quartal 2011 in jeweiliger Landeswährung

Aktien	S&P 500 (USA) -15,5%	FTSE 100 (UK) -14,4%	Euro Stoxx 50 (EU) -23,1 %	DAX -25,4 %	Nikkei (JAP) -11,8 %	Bovespa (BRA) -17,5 %	Hang Seng (HK) -21,5%
Rohstoffe (in USD)	Gold +9,3 %	Silber -11,5 %	Kupfer -18,9 %	RIC Agriculture -10,6 %	RIC Energy -16,2 %	Öl (Crude) -19,1 %	

Belastungsfaktor Überschuldung

Im abgelaufenen Quartal belasteten zwei Themen ganz erheblich zunächst die Aktienmärkte und mit Zeitverzögerung auch die Rohstoffmärkte. Das eine Thema war die Überschuldung der westlichen Welt. Die daraus abzuleitende Gefahr ist der drohende Zahlungsausfall der Schuldner (Staaten, Banken) mit seinen Folgewirkungen bis in die Realwirtschaft und die Privatvermögen hinein. Zahlreiche Unterthemen lassen sich hierunter zusammenfassen: Die Unsicherheit über die Erhöhung der amerikanischen Verschuldungsgrenze, die historische Rating-Herabstufung der USA nach 70 Jahren Top-Bonität, Herabstufung Italiens, Herabstufung zahlreicher großer Geldinstitute in den USA und Europa, die schwelende Griechenland-Krise, stark steigende Refinanzierungskosten für Spanien und Italien auf 6 % für 10-Jahres-Schuld-papiere oder die Unruhen und Streiks in den genannten Ländern als Reaktionen auf die Politik und deren Sparbemühungen.

Das Thema der Überschuldung war bzw. ist zuvorderst ein enormer Belastungsfaktor für die Banken. Denn Zahlungsausfälle bedeuten empfindliche Verluste bei vielerorts viel zu schwacher Liquiditäts- und Eigenkapitalausstattung. Um diese dünne Ausstattung nicht zeitnah aufzuzehren, werden klassisch definierte Risikopositionen (Aktien, Rohstoffe) aufgelöst. Zwei Faktoren verschärfen diesen Mechanismus. Der erste Faktor besteht darin, dass der Interbankenmarkt, auf dem sich die Banken Geld untereinander leihen, inzwischen wieder von erhöhter Unsicherheit geprägt ist. Daher brauchte es nach 2008 wieder das Versprechen der Notenbanken, die Banken ggf. mit uneingeschränkter Liquidität zu versorgen. Der zweite Faktor findet sich in den völlig überholten Risikomodellen zahlreicher Großinvestoren (auch Pensionskassen, Versicherungen oder Fondsgesellschaften). Bei fallenden Aktien- und Rohstoffnotierungen werden die Risikobudgets aufgebraucht und es muss automatisch in fallende Kurse hinein verkauft werden.

Risiko Staatsanleihen als vermeintlich sicherer Anlagehafen

Stattdessen werden die als vermeintlich risikolos definierten Staatsanleihen z.B. aus den USA und Deutschland gekauft. Die Kurse dieser Papiere stiegen in der Folge, was die Renditen und somit die Zinsen für diese Anleihen auf Tiefststände sinken ließ (10-jährige Staatsanleihen der USA und Deutschland 1,74 % nominal), obwohl objektiv betrachtet das Risiko zugenommen hat. Als möglichst objektive Maßstäbe dafür seien die Aberkennung des US-amerikanischen AAA-Ratings oder die erreichten Höchstpreise für die Kreditausfallversicherungen dieser Länder genannt. Hier zeigt sich wieder ein sehr anschauliches Beispiel dafür, dass selbst so mancher professionelle Marktteilnehmer manche Realität noch beharrlich ignoriert. Der Weg in die Realität wird noch zu einem krassen Umdenken führen.

Übrigens auch bei den privaten Gläubigern der Banken – den Sparern! Sie tragen auch mit ihren Sichteinlagen, das sind alle kurzfristig verfügbaren Bankguthaben, in der Konsequenz das volle Risiko der Bankbilanzen. Es ist das Geld der Sparer, das in Griechenland, Italien usw. investiert ist – ohne dass sie es wissen. Auch die stillen Reserven inkludiert, haben die Banken im Durchschnitt viel zu wenig eigenes Kapital, als dass sie die auf uns zukommenden Verluste bei den Staatsanleihen auffangen könnten.

Daher appellieren die Euro-Politiker um Merkel und Schäuble ja auch so inständig an die Parteikollegen, dass alles Mögliche in Bewegung gesetzt werden müsse, um Griechenland und die anderen Patienten zu retten. Würde dies nicht gelingen, wäre der eigentumsrechtliche Skandal bald offensichtlich: Die Banken verwahren die Kundeneinlagen nicht einfach, nein sie verleihen diese mit Risiko weiter und halten lediglich 2 % Reserve. Die verliehenen 98 % landen bei der nächsten Bank, die diese wieder mit 98 %, also 96 % von den 100, verleihen kann. Die Banken schöpfen so selber enorme Mengen Geld und verdienen nicht schlecht daran. Das ist übrigens politisch so gewollt und kann somit nur bedingt den Bankern vorgeworfen werden. Fallen nun plötzlich sicher geglaubte Staatsanleihen aus oder sollten die Bankkunden plötzlich Befürchtungen um ihre Einlagen hegen und diese abheben wollen, dann sollten sie sehr schnell sein. Denn für nur etwa 1 % aller Sichteinlagen steht tatsächlich auch Bargeld bereit.

Belastungsfaktor Konjunktur

Das zweite Thema, das sich als Belastungsfaktor für die Realgüter Aktien und Rohstoffe herausstellte, waren die Konjunkturaussichten. Sämtliche Frühindikatoren aus den USA, Europa oder den Schwellenländern (inkl. China) deuteten auf ein Abschwächen der Wirtschaftstätigkeit hin. Die Rezessionsgefahr ist zurück. Nennenswerte Fortschritte auf dem US-Arbeits- und Immobilienmarkt sind weiterhin als konjunkturstützende Faktoren nicht erkennbar. Das Verbrauchervertrauen in den USA verharret ohnehin seit vielen Monaten im Rezessionsmodus.

Zunehmend schlagen auch die Sparmaßnahmen der öffentlichen Haushalte in Europa auf die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen durch. Die Datenlage lässt aktuell keine echten Wachstumsimpulse erkennen.

Ständiger Überkonsum muss zwangsläufig irgendwann zu Konsumverzicht führen!

Als Ergebnis der zwei genannten Belastungsfaktoren lässt sich zusammenfassen: Übermäßiger Konsum führt früher oder später zu Konsumverzicht. Selbst eine übermäßige Kreditfinanzierung verschiebt diese Realität nur in die Zukunft, hebt sie aber nicht auf. Das wird auch China noch mit voller Wucht zu spüren bekommen. Ein enormes Kreditvolumen, das in Schatten-Gesellschaften versteckt ist, führte dort bereits zu teils aberwitzigen Überkapazitäten bei diversen kapitalintensiven Infrastrukturprojekten (v.a. im Immobilien- und im Transportbereich). China wird weiter wachsen, aber wohl eher mit Wachstumsraten von 4 oder 5 % als mit 8 oder 10 %.

Im Übrigen wäre das Wachstum im OECD-Raum bereits seit 2001 ohne Kreditexpansion jedes Jahr negativ ausgefallen. Wie der renommierte schweizer Vermögensverwalter Felix Zulauf nachweist, wäre das Jahr 2009 gar mit einem satten Minus von 13 % beendet worden – Totalschaden.

Um dauerhaft wieder einen gesunden Boden für ein sich selbsttragendes Wirtschaftswachstum zu schaffen, braucht es in der Breite wieder Nachfrager, die sich ihre Nachfrage leisten können und kreative Anbieter, die mit ihren Produkten einen echten Mehrwert im Vergleich zum bestehenden Stand der Technik liefern. Das Problem ist eher die Nachfrageseite bzw. konkret deren Verschuldungsstand. Solange die Bereinigung – wie immer sie dann auch aussehen mag - private und öffentliche Schulden nicht ganz erheblich reduziert haben wird, steht der zu leistende Schuldendienst einem ausreichenden Sparen und Konsumieren im Wege. Dieses Urteil gilt für ganze Staaten wie z.B. zuvorderst Griechenland, Spanien, USA, Japan oder Großbritannien.

Es braucht neues ungedecktes Geld!

Diese Bereinigung wird bisher politisch vermieden. Das ist aus Sicht der aktuell Regierenden im Übrigen gut nachvollziehbar. Doch dann braucht es eben frisches Geld, um Schuldendienst und Konsum parallel über Kredit zu finanzieren. Was, ganz nebenbei erwähnt, zur aktuellen Situation geführt hat.

Im letzten Marktkommentar hatten wir unsere Erwartungshaltung für Konjunktur und Entwicklung der Aktienmärkte richtig antizipiert. In der zaldor-Vermögensverwaltung ist seit Ende Juni der Aktienteil des Portfolios entsprechend gegen Verluste abgesichert gewesen. Die Finanzmärkte und in deren Gefolge die Realwirtschaft brauchen für ein Vermeiden der Deflation bzw. Rezession einen neuerlichen kräftigen geldpolitischen Stimulus. Die bisherigen Versuche der amerikanischen Notenbank FED seit Juni durch verschiedene Maßnahmen lediglich die vorhandene Geldmenge mit dem Versprechen konstanter Niedrigst-Zinsen teilweise auch deutlich länger dem Markt bereitzustellen, blieben recht wirkungslos und enttäuschten durchweg.

Vermutlich ist bei Herrn Bernanke, dem Präsidenten der FED, längst die Erkenntnis gereift, dass es neuer Geldmengen bedarf, um etwas Wachstum zu erzeugen. Doch die Skrupel und somit Widerstände innerhalb des Boards der FED nehmen zu und die Republikaner haben diesbezüglich schon offene Drohungen ausgesprochen.

Doch wie sehr die Märkte eine Art QE 3 (Quantitative Easing) herbeisehnen, zeigt die Interpretation des Handelstags 1. September. Der Indikator ISM stieg, was eine zwischenzeitlich verbesserte Lage im

verarbeitenden Gewerbe anzeigte. Die Aktienmärkte fallen hingegen merklich, weil diese Nachricht die Wahrscheinlichkeit für zeitnahe geldpolitische Impulse der FED deutlich schmälerte.

In Europa hat die Geldflutung der Zentralbanken jedoch bereits begonnen. Die Bank of England entschied sich jüngst, ihr Wertpapieraufkaufprogramm um etwa 75 Mrd. Pfund doch recht aggressiv zu erweitern. Ziel dabei: Frisches Geld für die gefährdeten Banken und möglichst niedrige langfristige (Re)Finanzierungskonditionen trotz hoher Teuerungsraten. Die Europäische Zentralbank EZB hat seit wenigen Tagen die Geldschleusen so weit geöffnet wie wohl nie zuvor und stellt dem europäischen Bankensystem unbeschränkt Geld zur Verfügung mit Laufzeiten von zunächst einem Jahr.

Politische Instrumente im Überblick

Der Groschen ist bei den politisch Handelnden durchaus gefallen: Die Schuldenlast muss grundsätzlich gesenkt werden. Ganz konkret gibt es vier Wege runter vom Schuldenberg.

Erstens: Wirtschaftswachstum und ggf. unterstützende Konjunkturprogramme. Doch nicht kreditfinanziertes Wachstum ist aktuell und prognostisch nur in wenigen Ländern und in zu geringem Ausmaß erkennbar. Und aufgrund der hohen Staatsverschuldung sind Konjunkturprogramme nur noch sehr bedingt realisierbar (siehe USA) und widersprechen zunächst dem grundsätzlichen Ziel der Schuldenreduktion.

Zweitens: Konsolidierung der Haushalte. Das ist ein sehr tugendhaftes Vorhaben, doch die Folgen daraus sind ein Wegbrechen der staatlichen Nachfrage, erhöhte Arbeitslosigkeit, geringere Steuereinnahmen und inzwischen massive Proteste in der Bevölkerung. Das ist politisch auf Dauer nicht durchsetzbar, wie es allein Griechenland aktuell zeigt (weiterhin Defizit > 8 % vom BIP), und kollidiert zudem mit Weg 1.

Drittens: (selektiver) Schuldenschnitt. Diese Option wird in Kürze gestartet werden, bedingt durch die Erfahrungen aus den ersten beiden Wegen. Das ist jedoch eine heikle Mission, weil die Folgen im international stark vernetzten Bankensektor nur bedingt abgeschätzt werden können. Dieser Weg wirkt deflationär (Geldwerte werden vernichtet). Um dabei nicht zahlreiche Banken und Spareinlagen zu vernichten und Turbulenzen auszulösen, braucht es - so der politische Wille - als Ausgleich neues frisches Geld (Weg Nummer 4).

Vorkehrungen für diese Maßnahme an Griechenland werden gerade gestrickt (Stichworte „Hebeloption des Rettungsschirms“, „unbegrenzte Liquidität für Bankensystem“), brauchen aber die nationalen Zustimmungen oder die Bereitschaft der EZB. Die Widerstände dafür sind u.a. in Deutschland zugunsten der Steuerzahler erheblich gestiegen. Ein Schuldenschnitt wird daher in naher Zukunft wohl nur sehr vorsichtig und schrittweise getestet werden. Vermutlich tritt daher in der Konsequenz doch die EZB als letzte monetäre Instanz auf. Besonders standhaft in Bezug auf ihre eigenen Positionen zeigte sie sich jedenfalls in der Vergangenheit nicht. Von ihr und den anderen Zentralbanken werden die Schulden mit großer Wahrscheinlichkeit ohnehin irgendwann wieder absorbiert. Hierzu gibt es im Übrigen bereits mehrere spannende und durchaus auch konstruktive Lösungsvorschläge.

Viertens: Financial Repression. Hier ist zuerst die Inflationierung (Schöpfung neuen Geldes durch die Zentralbank) zu nennen. Dieser Weg ist der für die Politik angenehmste Weg und mit dem größten Erfolgshebel versehen. So konnten die USA dank Financial Repression von 1945 bis 1951 in nur wenigen Jahren ihre Staatsschulden von 140 % des Bruttoinlandsprodukts auf nur 66 % absenken.

Die Gefahren dieses Weges sind eine erhöhte Teuerung (umgangssprachlich „Inflation“) und steigende Zinsen. Da die Teuerungsgefahren weltweit noch immer sehr akut sind, sind geldpolitische Maßnahmen vergleichbar eines QE3 noch nicht gezogen worden. Es braucht wohl noch schlechtere Daten bzw. Stimmungen aus Finanz- und Realwirtschaft, um den Preis einer höheren Teuerung weltweit als gerechtfertigt zu sehen und um die inzwischen zweifelnden Zentralbanker, wie in den USA, umzustimmen.

Dieser Weg führt jedoch nur zum Ziel, wenn tatsächlich ausreichend Geld vorhanden ist, der Zins kleiner als das Nominalwachstum und idealerweise sogar real (nach Abzug der Teuerungsrate) negativ

ist. Um für ausreichend Geld vor Ort zu sorgen, werden auch die begleitenden Werkzeuge Kapitalverkehrscontrollen, Zinskontrollen, Anlagevorschriften (Bsp. Solvency II), Zwangsanleihen, Sondersteuern (auf Transaktionen und/oder Vermögensteile wie Immobilien) oder gar Besitzverbote bestimmter Vermögensgegenstände wahrscheinlicher.

Weg Nummer 4 wird der aus den genannten Gründen am stärksten beschrittene sein. Und darauf sollten die Anlageentscheidungen mit Augenmaß vorbereitet sein.

Gerade für die zuletzt gelisteten und aus heutiger Sicht vielleicht teilweise surreal anmutenden Maßnahmen braucht es den politischen Umsetzungswillen. Der Druck in der Bevölkerung, der sich in gewisser Weise zurecht gegen das Financial Establishment aufbaut, könnte solche Instrumente in gar nicht allzu ferner Zukunft tatsächlich möglich machen. Zu beobachten ist besonders die wachsende Bewegung „Occupy Wall Street“ in den USA, die bereits prominente Fürsprecher gefunden hat.

Als warnendes Beispiel für solch kompromisslose staatliche Regulierungen sei an dieser Stelle das Vorgehen der Schweizerischen Nationalbank (SNB) erwähnt, die den Franken vor einigen Wochen an den Euro praktisch mit festem Wechselkurs gekoppelt hat. Die Ausfahrt Schweizer Franken als vormals stabile Währung zum Vermögenserhalt ist erst einmal gesperrt. Unsere Prognose: Die SNB wird das nicht dauerhaft halten können, was insgesamt fatale Auswirkungen auf die Schweiz haben wird.

Edelmetalle zum Ende von Quartal 3 in enormem Spannungsfeld

Gerade Gold hat bis Mitte September die Funktion eines Anti-Aktien-Trades erfüllt und stiftete so (auch in der zaldor Vermögensverwaltung) Kompensation für fallende Aktiennotierungen. Gold, mit Abstrichen auch Silber, sind zudem eine Absicherung gegen den Verfall der staatlichen Bonität und den Wertverlust staatlichen Geldes. Genannte Faktoren katapultierten den Goldpreis für kurze Zeit auf über 1.900 USD. Das Umfeld für Gold und Silber war und ist sehr gut. Die Realzinsen sind vielerorts negativ (auf Basis 10-jähriger Staatsanleihen und offizieller Teuerungsraten: UK -3 %, China -2,8 %, USA -2,6 %, Deutschland -1,2 %). Es gibt also keine Opportunitätskosten für Edelmetallhalter. Die Saisonalität wirkt aktuell unterstützend. Die Staatsverschuldung wird zunehmen. Nur einigermaßen nachhaltige Kurszuwächse am Aktienmarkt könnten zur kurzfristigen Belastungsprobe werden.

Bis zum 20. September bewegte sich der Goldpreis in der Spanne zwischen 1.800 und 1.900 USD bei fallendem Euro zum USD. Vom 21. bis 28. September rutschte die Goldnotierung dann trotz hoher Verluste bei Aktien binnen weniger Tage um 11 % ab. Der Anti-Aktien-Trade war vollständig durchbrochen. In der Spitze ergab sich ein Verlust von 17 %. Silber verlor in diesen Tagen über 26 % und durchschlug förmlich seine technischen Unterstützungsniveaus.

Woran lag das, trotz des scheinbar günstigen Umfelds? Durch die Verluste an fast allen Märkten (Ausnahme AAA-Anleihen und US-Dollar) waren viele Marktteilnehmer bedingt durch ihr Risikomanagement plötzlich gezwungen, auch ihre Edelmetallpositionen an den Futuresmärkten aufzulösen. Und das zu einem Zeitpunkt ausgedünnter Edelmetallnachfrage im Futuresmarkt. Weitere Stopploss-Verkäufe wurden ausgelöst. Genau diese Gefahrenquelle hatten wir im letzten Marktkommentar beschrieben. Die ausgedünnte Nachfrage im Futuresmarkt (ganz im Gegensatz zum physischen Handel!) war zudem ein Resultat erhöhter Anforderungen an die Sicherheitshinterlegung für Gold und Silber. Das wirkt negativ auf die Renditen und steigert den Liquiditätsbedarf im Edelmetall-Futureshandel.

Wer die Studien zur staatlichen Manipulation des Gold- und Silberpreises seit den 1970ern kennt, die übrigens in ihrer stichhaltigen Beweisführung keinen Zweifel zulassen, könnte mutmaßen, dass das Marktumfeld dieser Tage wie geschaffen war, um weiteren Verkaufsdruck zu erzeugen. Jedem sollte klar sein: Die Edelmetalle sind kein Hort der Sicherheit! Bleibt ja im Geld bzw. im US-Dollar investiert. Der US-Dollar war auch das einzige, was in diesen Tagen gestiegen war.

Doch der Weg aus der Schein(geld)welt der Kreditexpansion in die Realität wird zu steigenden Edelmetallpreisen führen – zumindest mittelfristig. Wieder einmal gilt es, Eugen von Böhm-Bawerk zu zitieren: „Keine politische Macht vermag das ökonomische Gesetz (dauerhaft) außer Kraft zu setzen.“

Was erwarten wir von den Märkten?

Der Marktmechanismus drückt, trotz aller Interventionen, die schlechten Schuldner nach und nach an die Oberfläche. Deren Zinskosten steigen dadurch, ihre Zahlungsunfähigkeit rückt allmählich näher. Das ist der Megatrend der über allen anderen Entwicklungen liegt. Um das Weltfinanzsystem am Laufen zu halten, werden sich die politischen Gegenmaßnahmen, wie beschrieben, beschleunigen und in ihrem Ausmaß weiterhin enorm wachsen. Man darf dabei nicht vergessen, dass es neben der Stabilität des Finanzsystems auch für die gesellschaftliche Stabilität ein Mindestmaß an nominellem Wachstum bedarf. Auch dafür wird vielerorts die Finanzierung über frisches Geld notwendig. Doch die dafür notwendigen politischen Mehrheiten sind inzwischen wackelig, die staatlichen Schuldenstände auf dem Weg zum Limit. Die Ära der staatlichen Kreditschöpfung nähert sich dem Ende. Die Bedeutung der Notenbanken als letzte Finanzierungsinstanz nimmt somit stark zu - dank ihrem Status des quasi allmächtigen Geldschöpfers aus dem Nichts.

In den kommenden Wochen wird vermutlich der Abschwung der Weltwirtschaft bestätigt. Ob schlechtere Unternehmensberichte bereits in den jetzigen Kursen ausreichend eingepreist sind, wird man sehen. Unterstützend für den Aktienmarkt wirken aber sicherlich die Negativzinsen am Anleihemarkt bei sich verschlechternder Zahlungsfähigkeit. Dagegen liefern zahlreiche Aktien schon jetzt attraktive Dividendenrenditen (z.B. Nestle, Novartis, K+S > 4%, RWE > 8 %). Das gilt selbst für den Fall anstehender Korrekturen.

Der zweite große Belastungsfaktor für Aktien, nämlich aktuell primär Griechenland und die Bedingungen im Bankensektor, erfahren gerade erhebliche politische Entlastung. Die offene Frage ist jedoch, ob Spanien und Italien vor dem Hintergrund der wirtschaftlichen Entwicklung negative Überraschungen liefern werden. Bis Jahresende rechnen wir - Stand Mitte Oktober - mit seitwärts gerichteter Aktienmarktentwicklung bei erhöhter Schwankung.

Leichte Aufwärtstendenzen sehen wir bei den Edelmetallen und den ebenfalls einigermaßen konjunkturunabhängigen und knappen Agrarrohstoffen. Die konjunkturabhängigen Rohstoffe (z.B. Öl, Industriemetalle) werden erst nach den Aktien wieder eine klare Aufwärtstendenz zeigen. Im Rentenbereich (AAA) wird die Luft für weitere Kursgewinne immer dünner. Die Kurse der schwächeren Schuldner bleiben unter Druck.

Fazit:

Die Orientierung auf nachhaltige reale Werte bleibt für zaldor substantieller Beratungs- und Gestaltungsansatz. Der Fokus ist hier aktuell auf möglichst konjunkturunabhängige Investments (Edelmetalle, Agrarrohstoffe, Wohnimmobilien, Aktien aus Lebensmittel-, Pharma- oder Versorgerbereich) gelegt. Flankiert werden diese Anlagen auch weiterhin mit Anleihen aus Währungsräumen guter Bonität und mit Unternehmensanleihen. Durch die vor Kurzem gestarteten Maßnahmen der BoE und der EZB sehen wir die deflationären Gefahren sinken, aber für die kommenden Wochen immer noch nicht als gebannt an.

Mit schlechter werdender Nachrichtenlage steigt die Wahrscheinlichkeit eines neuerlichen geldpolitischen Stimulus in den USA, was die Preise von ausgewählten Sachwerten treiben und bei Geldwerten weiterhin zu schleichenden Verlusten führen wird.

Wir stehen mit passenden Lösungen zum Erhalt Ihres Vermögens bereit.

Jörg Haldorn, CFP

Hofheim am Taunus im Oktober 2011