

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 62, Januar 2010

Agenda 2010

Demut ist ja nichts Schlechtes für den, der damit umzugehen weiß. Es ist eine durch und durch Christliche Tugend, die in der Antike zunächst gering geachtet wurde. Während Griechen und Römer mit dem Begriff der Demut (*humilitas*) eher eine Sklavenmoral verbanden, verstanden es die Christen, der Demut einen tieferen Sinn abzugewinnen. Der Demütige erkennt und akzeptiert aus freien Stücken, dass es etwas für ihn Unerreichbares, Höheres gibt. Die Existenz eines Unendlichen und Uneinholbaren zu akzeptieren ist intellektuell nicht schwer, aber emotional fast unverdaulich.

Demut sollte das erste Gelübte sein, das jeder Börsenguru ablegt. Die Zukunft vorherzusagen ist offensichtlich unmöglich. Und selbst mit Wahrscheinlichkeiten zu arbeiten ist ein gefährliches Unterfangen, weil die Streuung der Ereignisse zu breit ist, um eine vernünftige Basis für Berechnungen abzugeben.¹ Das Problem bei Prognosen ist nicht die Unwahrscheinlichkeit bestimmter Ereignisse, sondern die

Humilitas in der Darstellung von Pietro Lorenzetti (1316)



Unsicherheit, mit der jede Aussage über die Zukunft befrachtet ist. Die Verwechslung von Unsicherheit und Unwahrscheinlichkeit ist einer der Hauptfehler von Prognostikern, welche die Grundlagen der Statistik nicht verstanden haben.

Lord Keynes, der Mathematiker und Philosoph war, bevor er sich den Wirtschaftswissenschaften zuwandte, formuliert das Problem in aller Deutlichkeit: „Our knowledge of the factors which will govern the yield of an investment some years hence is usually very slight and often negligible. If we speak frankly, we have to admit that our basis of knowledge for estimating the yield ten years hence of a railway, a copper mine ... a building in the City of London amounts to little and sometimes to nothing; even five years hence.“²

Als Beispiel mag die Börsenstatistik des ablaufenden Jahrzehnts dienen. Gold hat mit +10,7% p.a.

(in Euro) sogar indische und chinesische Aktien geschlagen, deutsche Staatsanleihen waren mit +5,5% p.a. ein ausgespro-

¹ Für die Freunde des Fachjargons: Die Konfidenzintervalle zu einem gegebenen Konfidenzniveau werden rapide größer, je weiter man sich in die Zukunft bewegt.

² John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Kap. 12,3.

BÖRSENBLATT
FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE
Nr. 62, Januar 2010

chen gutes und sicheres Investment und deutsche Aktien haben mit -2,1% p.a. Geld vernichtet. Uns ist keine langfristige Prognose des Jahres 1999 bekannt, die auch nur annähernd die Realität abgebildet hat.

Demut ist also die Haltung des statistisch geschulten Christenmenschen bei der Abgabe einer Jahresprognose. Auch im Jahr 2009 gab es reichlich Gelegenheiten, falsch zu liegen: Bis ins Frühjahr zeigten der Welthandel, die Industrieproduktion, der Auftragseingang - alle wesentlichen Indikatoren - steiler nach unten als in der Weltwirtschaftskrise Anfang der 30er-Jahre. Es war keineswegs ausgemacht, dass eine erneute Depression abgewendet werden kann. Die Aktienindices waren für ein solches Szenario empfänglich und haben entsprechend noch einmal 25% verloren. So nahm der Untergang seinen Lauf, bis eines Tages im März, der S&P 500 stand bei ominösen 666 Punkten, die Citigroup mitteilte, im ersten Quartal des Jahres wohl gut Geld zu verdienen. Das war Anlass genug den Trend umzukehren und einen der größten Kursaufschwünge der Geschichte einzuleiten. Unser ganzer Re-

spekt gilt den Analysten, die dies vorher-sagen konnten. Von den damals sehr zahl-reichen Untergangspropheten hören wir heute nicht mehr viel.

Bei unseren eigenen Vorhersagen Ende letzten Jahres (im Börsenblatt Nr. 53) lagen wir im Wesentlichen richtig. Nach der langen Vorrede über die Demut ist uns das ein wenig peinlich und wir betonen an dieser Stelle, dass sicher eine Menge Glück im Spiel war und dass wir den plötzlichen Aufschwung im März völlig verpasst haben. Die Aussagen zu Dollar, Wandel- und Unternehmensanleihen haben es aber genau getroffen und können uns darüber hinwegtrösten, dass wir nur eine neutrale Aktiengewichtung empfohlen haben. Die Wahrscheinlichkeit einer Erholung der Wirtschaft im Lauf des Jahres 2009 hatten wir mit 75% angegeben, uns die darauf folgende Aktienrallye aber nicht vorstellen können.

Wenn wir also mit der Prognose für das Jahr 2009 im Wesentlichen richtig lagen, so sollte das den Leser des Folgenden misstrauisch machen: Es ist eher unwahr-scheinlich, dass wir auch in diesem Jahr wieder richtig liegen.

Big Picture

Das große Bild sieht etwa folgendermaßen aus: Wir gelangen langsam ans Ende einer großen Bankenkrise - es ist zwar erst die Hälfte der faulen Kredite abgeschrieben, aber das Problem droht nun nicht mehr ausser Kontrolle zu geraten. Finanzkrisen dauern im allgemeinen



Die 10-Jahresperformance, die sich niemand vorstellen konnte

lang und sind auch nach ihrer Entschärfung nicht ausgestanden.³ Im Durchschnitt steigen die Staatsschulden um 86% innerhalb der ersten drei Jahre nach einer Bankenkrise. Die Zunahme der Staatsverschuldung hat ihren Grund nicht so sehr in direkten Stützungsmaßnahmen für den Bankensektor, sondern im Wegbrechen der Steuereinnahmen. Gewöhnlich kommt es nach solchen Krisen zu einer Inflation, die den Staaten bei der realen Reduktion ihrer Schulden hilft und daher inoffiziell auch gewollt ist. Die Abwertung der entsprechenden Währung ist die logische Konsequenz der Inflation.

Im Verlauf einer Finanzkrise fällt die Wirtschaftsleistung um durchschnittlich 9%. Entsprechend verlieren alle Arten von Aktiva an Wert: Immobilien um 35% über sechs Jahre, Aktien um 56% über dreieinhalb Jahre. Wenn man die Größenordnungen der Vergangenheit zum Maßstab nimmt, haben wir also das Meiste hinter uns. Faule Kredite allerdings belasten die Bankbilanzen noch wesentlich länger, da die Banken alles tun, um die Problemkredite zu verheimlichen und die Bankaufsicht in der Regel mitspielt.

Die spannende Frage für das nächste Jahr ist, auf welchem Weg die Zentralbanken und Finanzministerien sich aus der Schuldenwirtschaft befreien werden. Die Staaten haben einen guten Teil der Verschuldung des privaten Sektors übernommen, aber sie können nicht darauf sitzen bleiben. Im nächsten Jahr werden sie Wege aufzeigen müssen, sonst werden die Zinsen bald erheblich ansteigen. Wenn die Zinsmärkte realisieren, dass die Staaten kein einleuchtendes Rezept zur Schuldenreduzierung haben und dass es auf Restrukturierung der Schulden, Inflation oder Bankrott (oder eine Kombination aus diesen) hinausläuft, kann der Markt für

Staatsanleihen erheblich ins Rutschen kommen. Das würde auch die Aktien- und Rohstoffmärkte deutlich belasten.

Noch geben sich die Märkte mit dem Versprechen zufrieden, dass die Staaten ihre Haushalte in den Griff kriegen werden. Aber es sollte sich niemand der Illusion hingeben, dass es sich bei der gegenwärtigen Krise um einen tieferen Einschnitt als gewöhnlich handelt. Sie ist tiefer als alle Rezessionen seit dem zweiten Weltkrieg und sie hat ein globales Ausmaß. Die Höhe des Schuldendienstes bedeutet, dass es auf Jahre hinaus ein schwächeres Wachstum geben wird, als in den 80er- und 90er-Jahren. Es fehlen die lockeren Kredite als Wachstumstreiber, die Konsumenten müssen sparen. Hinzu kommt die langsam einsetzende Detonation der Demographischen Bombe, die die Staatshaushalte weit mehr belasten wird, als die Sanierung der Banken.

Agenda 2010

Wir würden **Staatsanleihen** im nächsten Jahr meiden, insbesondere die längeren Laufzeiten. Selbst wenn keine Inflation sichtbar wird im nächsten Jahr, so würde es uns doch sehr wundern, wenn die Sorge um die Inflation nicht wenigstens Zeitweise die Zinsen nach oben und die Anleihenurse nach unten treiben würde. Die Probleme, die wir heute in Dubai und Griechenland beobachten können, dürften sich im nächsten Jahr noch deutlich ausweiten.

Aktien haben in diesem Szenario den entscheidenden Vorteil, staatsfern zu sein und eine inflationsgeschützte Einnahme zu versprechen. Sektoren mit hohen und sehr stabilen Dividendenrenditen wie **Pharma, Versorger und Nahrungsmittel** sind im Jahr 2009 stark zurück geblieben und der Charme der Tugend sollte im nächsten

³ Im Folgenden stützen wir uns auf die Untersuchungen von Kenneth Rogoff & Carmen Reinhart in *This Time It's Different – Eight Centuries of Financial Folly*

Jahr wieder entdeckt werden. Prominente Deutsche Versorger werfen 7% Dividendenrendite ab, während fünfjährige Anleihen derselben Unternehmen nur 4% bringen. Das sieht uns nach einer besonderen Kaufgelegenheit aus. Während Aktien insgesamt eine schwerere Zeit mit teilweise erheblichen Korrekturen in der Mitte des Jahres haben dürften, kann man sich in den genannten Sektoren wohl bis auf Weiteres wohl fühlen.

Der **Dollar** dürfte gegenüber dem Euro ein gutes Jahr haben, denn der negative Konsens ist fast universal. Die globalen Ungleichgewichte, die zum Verfall des Dollar geführt haben (insbesondere das Leistungsbilanzdefizit und die geringe Sparquote der privaten Haushalte), werden langsam ausgebügelt und irgendwann tritt wieder die Kaufkraftparität in den Vordergrund, von der wir uns mittlerweile weit weg bewegt haben.

Ein besonderes Augenmerk sollte dem Verhältnis der USA und China gelten. Die Chinesen haben mit ihrer Währung auch ihre Zinspolitik an die USA gekoppelt. Das gegenwärtige Zinsniveau der USA ist für das chinesische Wachstum aber viel zu niedrig und es wird dort eher früher als später zu einem erheblichen Inflationsdruck kommen. Die einfachste Möglichkeit, dieser Entwicklung zu entgehen, wäre eine Aufwertung des Renminbi. Dies würde den Aufwertungsdruck gegenüber dem Euro reduzieren und der Europäischen Wirtschaft ausgesprochen gut tun. Asiatische Aktien hingegen könnten in diesem Fall eine gewisse Durststrecke vor sich haben, bis sich die Unternehmen an die neue Realität eines fairen Wechselkurses gewöhnt haben.

Unternehmens- und Wandelanleihen hatten ein tolles Jahr, aber 2010 wird hier wesentlich weniger zu holen sein. Die

Spreads der Investment-Grade-Anleihen haben sich normalisiert und es ist unklar, woher hier noch nennenswerte Gewinne kommen sollen. Im spekulativen Bereich (im Deutschen liebevoll „Ramschanleihen“ genannt) liegen die Risikoaufschläge aktuell bei 5% und sollten sich noch auf 3,5% einengen, d.h. hier erwarten wir noch moderate Gewinne. Derzeit verbessern sich die Finanzen der Unternehmen, und in Zeiten steigender Profitabilität ist Ramsch gesucht.

Gold dürfte 2010 oder 2011 seinen Höhepunkt erreichen. Derzeit kaufen die Zentralbanken fleissig. Wir erinnern uns, dass es die Zentralbanken waren, die bei \$ 250 zu Anfang des Jahrzehnts den Boden des Marktes markiert haben. Wenn sie nun bei \$ 1.250 kaufen, so stimmt uns das nicht optimistisch für die weitere Kursentwicklung. Im übrigen werden Staatsanleihen, wenn sie in den kommenden Jahren wieder nennenswerte Zinsen abwerfen, zu einer echten Alternative zu Gold. Derzeit werfen beide nichts ab und angesichts der Drohung höherer Preise macht es Sinn, das Gold den Staatsanleihen vorzuziehen. Aber in den nächsten beiden Jahren wird sich die Inflationserwartung in den Kursen der Zinspapiere manifestieren und Gold wird dann immer weniger glänzen.

Kurz, wir erwarten - insbesondere für die zweite Hälfte des Jahres - nicht viel Gutes, aber mit den konservativen Sektoren des Aktienmarktes und den gar nicht konservativen Unternehmensanleihen sollte sich auch im Jahr 2010 Geld verdienen lassen.

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