

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 44, Dezember 2007 / Januar 2008

Der Anfang vom Ende der alten Ordnung

Wenn Unordnung in die Welt gerät, lässt sich das von den empirischen Wissenschaften oft leicht feststellen. Sie können sinnvolle Handlungsanweisungen geben, wie die Unordnung beseitigt werden kann. Die sinnstiftenden Wissenschaften Philosophie und Theologie können sogar sagen, wie sie aufgelöst werden sollen.

Es ist am Ende aber immer wieder überraschend, wie der Übergang von der Unordnung in die Ordnung dann tatsächlich stattfindet. Er ist in der Regel weder vernünftig (wie es die Empiriker sich vorstellen) noch moralisch (im Sinne von Philosophie und Theologie). Hegel ist daher auf die Idee verfallen, die Vernunft in den menschlichen Angelegenheiten im Nachhinein einzufordern. Was *ex ante* keinem vernünftigen Menschen eingefallen wäre, lässt sich *ex post* doch meist irgendwie rechtfertigen, wenn man nur dialektisch geschult ist.

Beispielsweise wäre 1780 niemand auf die Idee gekommen, dass es eine gute Idee ist, das Problem der politischen Partizipation des Bürgertums zu lösen, indem man eine

Revolution in Frankreich macht und anschließend einen Krieg von 20 Jahren Dauer hat, dessen Schlachtfelder zwischen Moskau und Gibraltar kaum zu zählen sind.

Und wozu? Die Ordnungen des Wiener Kongresses oder der Industriellen Revolution (insbesondere nach 1848) waren gewiss nicht das, was den Handwerksmeistern in ihren Zünften von 1780 vor-schwebte. Nur der spät

geborene Karl Marx konnte da eine Vernunft erkennen. Das Problem der Prognose von menschlichen Angelegenheiten zerfällt in zwei Aspekte: Es ist oft leicht zu sagen, dass eine bestimmte Struktur nicht tragen kann. Dass der Absolutismus in Frankreich nicht von Dauer sein konnte, war in

den gebildeten Ständen jedem klar. Es ist aber ein völlig Anderes, vorherzusagen, wie es nach dem Ende der alten Ordnung weiter geht.

Die Vorhersagen von Philosophie und Theologie sind aus gutem Grund abstrakt und beziehen sich auf ferne Zeitpunkte. Professionen, die der Realität unmittelbar ausgesetzt sind, haben hingegen ein Problem, wenn die bisherige Ordnung



Dr. Georg Graf von Wallwitz

zusammenbricht. Sie müssen sich zur nahen Zukunft verhalten. Und der Ort, an dem der Glaube an die Entwicklung der Wirtschaft in der nahen Zukunft ausbuchstabiert wird, ist die Börse.

Kontext der Jahresprognose

Wir wollen an diesem Punkt unsere eigene Unsicherheit nicht verhehlen, was die Entwicklung des nächsten Jahres angeht. Die Anzahl der Unbekannten in der Gleichung ist höher als die Anzahl der Bekannten. Darüber sollte man sich bei der **Jahresprognose** keine Illusion machen. Vor dem Raten über den weiteren Verlauf steht aber das Sammeln der Fakten zu den Themen Wachstum, Währungen, Inflation/Zinsen und Bewertung.

Das Sammeln der Fakten steht im **Kontext zweier grundsätzlicher Unordnungen**, die mit einander zu tun haben, aber nicht vermengt werden dürfen. Die eine Unordnung haben die Asiaten gestiftet durch ihren unbedingten Willen zum wirtschaftlichen (und politischen) Aufstieg. Die andere Unordnung ist entstanden durch das Versagen der wesentlichen Risikomechanismen in der westlichen Finanzordnung. Vieles deutet darauf hin, dass die (Un)Ordnung, unter der die Weltwirtschaft in den letzten fünf Jahren operiert hat, zu Ende geht. Was an deren Stelle tritt ist aber noch völlig unklar.

Bretton Woods II

Die erste Unordnung ist aus dem Grundmuster entstanden, wie heute die Weltwirtschaft funktioniert. Dieses System heißt *Bretton Woods II*¹, und funktioniert

derzeit ungefähr so: Asien ist zur Werkbank der Welt geworden und produziert immer höherwertigere Waren. Dies ist von der dortigen Politik so gewollt. Da Asien (außer Japan und Samsung) nach wie vor nicht über starke Marken verfügt, konkurriert es über den Preis. Um die Preise niedrig zu halten, werden die Währungen manipuliert und zum Dollar künstlich niedrig gehalten.

Es werden also massenhaft Dollars gekauft und im Gegenzug auf Konsum verzichtet. Diese Dollars werden in US-Staatsanleihen angelegt. Das hält die Zinsen in den USA künstlich niedrig. Durch die zu niedrigen Kreditzinsen in den USA sind dort die Immobilienpreise stark gestiegen (um 127% in den letzten 10 Jahren), ebenso wie die Aktienkurse. Das hat den Konsum am Laufen gehalten, von dem wiederum Asiens Exporteure stark profitiert haben. Die Asiaten haben also den Konsum der Amerikaner finanziert. Beide Seiten sind damit gut gefahren. Die Asiaten können ihre Wirtschaft auf „Weltniveau“ bringen und haben ein enormes Wachstum (welches die ganze Weltwirtschaft auf Kurs hält), während die Amerikaner es sich gut gehen lassen. Die Amerikaner haben das Geld anderer Leute ausgegeben (was immer schön ist), glaubten aber es sich durch steigende Immobilienpreise hart erarbeitet zu haben (was ein gutes Gefühl gibt).

Alle haben sich in diesem System, in dem die USA den Konsum besorgen und der Rest der Welt die Produktion übernimmt, gut eingerichtet. Das Problem ist, dass auf diese Weise Unordnung in die Welt gekommen ist und jede Unordnung zu einer neuen Ordnung finden muss.

Der erste Schritt zur Ordnung wäre, dass die

¹ Im System vom *Bretton Woods* wurden nach dem Krieg die Wechselkurse fixiert. Der Dollar wurde an das Gold gekoppelt (\$35 für eine Unze) und die wesentlichen Währungen an den Dollar. Aber es kamen immer mehr Dollars in Umlauf, die nicht durch Gold gedeckt waren und als 1971 Frankreich von den Amerikanern verlangte, seine Dollars in Gold zu tauschen, waren die USA zahlungsunfähig und das System der festen Wechselkurse brach zusammen

Amerikaner ihre Schulden an den Rest der Welt zurückzahlen. Weil jeder weiß, dass die Amerikaner ihre Schulden nicht zurückzahlen können, **fällt der Dollar**. Schon heute bedeutet der Dollarverfall den größten Kreditausfall aller Zeiten. Die Amerikaner haben sich in guten teuren Dollars verschuldet und werden dem Ausland die Schulden aber in schlechten billigen Dollars zurückzahlen. Wenn ein Europäer dem amerikanischen Staat vor sieben Jahren 100 Dollar geliehen hat, so musste er dafür 118 Euro aufwenden. Und heute erhält er 68 Euro zurück. So viel sind die 100 Dollar heute wert. Aber da es die Ausländer trifft, finden die Amerikaner diese Enteignung unproblematisch.

Was sie nicht unproblematisch finden, ist der Verfall der Immobilienpreise, den sie seit einem knappen Jahr erleben. Das ist für viele Eigenheimbesitzer existenzbedrohend. Ebenso wie für die Banken, die das billige Geld an die Konsumenten verteilt haben und nun feststellen, dass die Sicherheiten für ihre Kredite nicht so gut sind wie es ihnen die Ratingagenturen immer gesagt haben. Sie haben tatsächlich an das ewig billige Geld geglaubt. Je weiter sie von der ökonomischen Realität entfernt waren, desto intensiver war der Glaube: bei der Sachsen-LB, bei der UBS, bei der IKB war der Glaube stark, aber eben nicht stark genug um Berge zu versetzen.

Schattenbanken

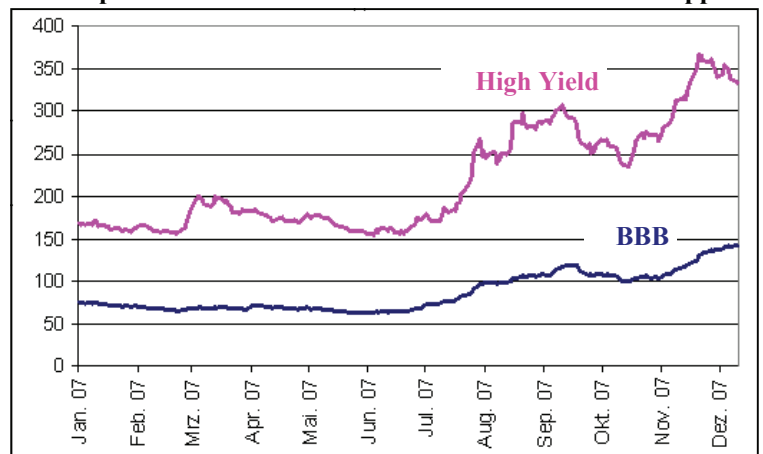
Das bringt uns zur zweiten großen Unordnung in der Weltwirtschaft: dem **Schattenbankensystem**. So nennen wir die Schöpfer des billigen Geldes, die den Boom der letzten Jahre allererst ermöglicht haben. Das Schattenbankensystem hat zu einer erheblichen Fehlbewertung von Risiken im Finanzsystem geführt. Diese Entwicklung wird nun unter erheblichen

Schmerzen korrigiert und es weiß heute niemand, was am Ende der Therapie für ein Ergebnis steht.

Das Schattenbankensystem funktioniert ungefähr so: Am Anfang des Systems stehen Fonds, die sich für ihre Investitionen in enormen Mengen Geld ausleihen, bzw. Banken, die Kredite vergeben, von denen sie hoffen, dass sie sie bald weiterverkaufen können. Diese **Ninja-Kredite** (No income, no job, no assets) werden zusammengefasst, mit einem Gütesiegel der Ratingagenturen versehen und weiter verkauft (Asset backed securities „ABS“). Da diese Kreditpakete eine hohe Bonität haben, können sie von anderen Fonds („Hedge-Fonds“) bzw. Banken („SIV“) gekauft und als Sicherheit bei den Banken hinterlegt werden.

Die Fonds hebeln diese als völlig sicher angesehenen Kreditpakete so weit es irgend geht. Diese Fonds bzw. SIVs agieren somit einerseits als Kreditgeber (bei ihnen liegen ja die Forderungspakete), andererseits befinden sie sich außerhalb des Bankensystems, unterliegen also auch nicht der Bankenaufsicht und können daher eine fast **beliebig dünne Kapitaldecke** haben. Wenn, wie in den letzten Monaten, etwas schief läuft, bricht das Schattenbankensystem schnell zusammen, weil Kapital nur für schönes Wetter vorgehalten wird. Am Ende dieser auch für Fachleute völlig unverständlichen

Risikoprämien für Unternehmensanleihen mehr als verdoppelt



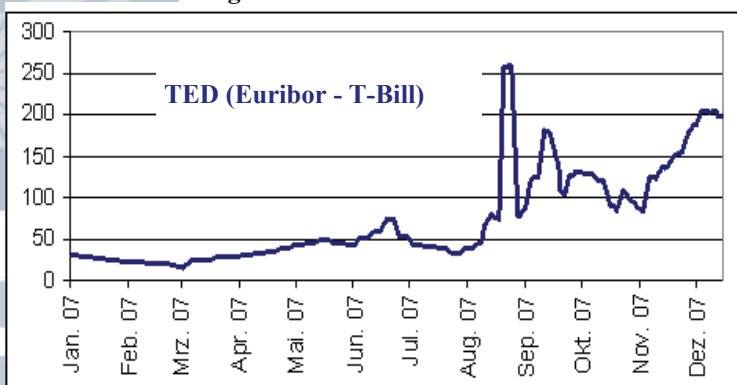
Geschichte steht die Einsicht, dass die Risiken wie so oft nicht bei denjenigen hängen geblieben sind, die sie am ehesten Schultern können, sondern bei denjenigen, die sie am wenigsten durchschauen.

Die Inkompetenz (oder Gier) der Akteure auf Seiten der Banken, der Fonds und der Ratingagenturen ist so erschütternd, dass es kaum möglich sein wird, das Vertrauen in das Schattenbankensystem wieder herzustellen. Damit könnte aber auch die Ära des billigen Geldes in der gegenwärtigen Zinssenkungsrunde ihr letztes Hurra erleben.

Einschätzungen für 2008

Vor diesem Hintergrund ergeben sich für das Jahr 2008 folgende Einschätzungen: Das **Wachstum** wird sich stärker abschwächen, als es der Konsens derzeit glaubt. Vielleicht sind die USA heute sogar schon in einer Rezession. Die Schwellenländer, die derzeit die Weltkonjunktur im Wesentlichen tragen, werden sie nicht alleine tragen können. Seit mindestens 50 Jahren ist die Rede davon, dass die Weltwirtschaft sich nun bald von den USA abkoppelt. Diese Abkopplung werden wir erst glauben, wenn wir sie sehen.

Mangelndes Vertrauen im Bankensektor



Asien wird mit einer Wachstumsverlangsamung umgehen müssen und es wird interessant werden, wie das ausgeht. Für Europa bedeutet das, dass die

Gewinnschätzungen für das nächste Jahr zu hoch sind. Derzeit geht der Konsens von einer Steigerung von 8% aus. Das ist unseres Erachtens nicht zu schaffen. Das birgt Raum für Enttäuschungen.

Die **Zinsen** in den **USA** werden weiter sinken. Der Zentralbankzins wird wohl auf 3% kommen (das legt die Taylor-Rule nahe). Es sollte aber nicht verwundern, wenn die Fed die Zügel noch stärker lockert aus Angst vor einer Bankenkrise. Mangels Wachstum wird in den USA auch die Inflation kein echtes Problem sein, was Zinssenkungen erleichtert.

In **Europa** sieht es anders aus. Dort läuft die Konjunktur noch und die Inflation ist ein echtes Problem. Sie liegt derzeit bei 3% und ist damit weit oberhalb des Zielkorridors. Daher werden die Zinsen nicht sinken. Eigentlich müssten sie steigen, aber das hält die Währung nicht aus.

In **China** ist die Inflation heute ein echtes Problem. Sie liegt bei 7%. Es wäre natürlich, den Yuan aufzuwerten gegenüber dem Dollar und so den Inflationsdruck zu reduzieren². Das aber würde zu gigantischen Abschreibungen auf die Devisenreserven der Zentralbank führen – so gigantisch, dass sogar subprimegeprüfte Banker noch erleichen³. Die Zentralbank ist in China durch den Inflationsdruck zwischen Scylla und Charybdis geraten. Vermutlich wird sie Kurs halten und vielleicht geht es ja noch zwei Jahre gut. Weiter denkt auch dort niemand.

Der **Dollar** ist für die USA ein Mittel, die Konjunktur einigermaßen am Laufen zu halten. Der Export dort ist angesprungen und angesichts der schwachen Binnenkonjunktur ist das auch bitter nötig. Die OECD schätzt, dass das Wachstum in den USA, nach 2,9% im Jahr 2006 und 1,9% im Jahr 2007, sich im kommenden Jahr weiter auf 1,4%

abschwächt. Dieses Wachstum wird in den Jahren 2007/08 zu einem erheblichen Teil – die OECD schätzt 0,5% bzw. 0,4% - vom Export getragen. Die Nettoexporte der USA steigen erstmals seit langer Zeit wieder. Das liegt an der sich generell abschwächenden Nachfrage in den USA, die in erster Linie die sehr viel teurer gewordenen Importe trifft. Der Rest der Welt fragt hingegen die billig gewordenen Güter aus den USA nach. Dadurch beginnt das Leistungsbilanzdefizit zu schrumpfen, welches der erste Schritt zu einer Gesundung des Dollar ist. Der schwache Dollar wird die USA daher bis auf weiteres nicht interessieren. Der Abwertungsdruck wird hauptsächlich vom Euro getragen, da hier, anders als in Asien, niemand die Bevölkerung zum Konsumverzicht (und zum Kauf von Dollars) zwingen kann⁴. **Wir würden daher im Jahr 2008 nicht mehr gegen den Dollar wetten.** Das Risiko/Rendite-Profil dieser Wette ist nicht deutlich genug erkennbar.

In so unsicheren Zeiten spielt die **Bewertung von Wertpapieren** eine immer größere Rolle. Wenn das billige Geld, das durch das Schattenbankensystem und Bretton Woods II in die Welt gekommen ist, weniger wird, dann werden auch die Preise fallen, die gezahlt werden können für Immobilien, Anleihen, Aktien etc. Das betrifft in erster Linie Anlagen, bei denen die Einnahmen in keinem vorteilhaften Verhältnis zum Marktpreis stehen. Z.B. Wohnimmobilien in London, bei denen die Mietrendite bei 1% liegt. Oder Unternehmensanleihen, die bis

vor Kurzem kaum mehr abgeworfen haben als Staatsanleihen.

Die Bewertungen der Aktienmärkte sind teilweise hoch (z.B. Indien, China, MDAX), teilweise optisch moderat (DAX, Eurostoxx 50, S&P 500). Optisch moderat bedeutet: Die Verhältnisse der Kurse zu den Gewinnen sind nur niedrig, wenn man davon ausgeht, dass die derzeit extrem hohen Gewinnmargen der Unternehmen auch in Zukunft beibehalten werden können. Das aber ist eher unwahrscheinlich, da die Kosten für Kapital, Löhne und Rohstoffe steigen und Preiserhöhungen in wirtschaftlich unsicheren Zeiten nur schwer durchsetzbar sind.

Konkret heißt dies, dass es klug sein wird, von Unternehmensanleihen und teuren Immobilien Abstand zu halten und bei den Aktien auf Blue Chips zu setzen, die nur unwesentlich auf Fremdkapital angewiesen sind und deren Geschäftsmodelle krisenerprobt sind. Wir gehen davon aus, dass die Aktienmärkte im ersten Halbjahr 2008 noch einmal einen Abschwung nehmen werden, bis die Bankenkrise (vermutlich über eine Reihe von Kapitalerhöhungen) verdaut ist. Dann allerdings ist es gut möglich, dass wir ein starkes zweites Halbjahr haben werden, angesichts dann niedriger Zinsen, einer verdauten Krise und eines weiterhin robusten Wachstums aus den Schwellenländern. Den Beginn eines strukturellen Bärenmarktes (wie von 2000 bis 2003) sehen wir nicht.

² Wie ernst es den Chinesen mit der Inflation ist, konnte man im November beim örtlichen Tesco-Supermarkt in Shanghai beobachten. Der Supermarkt hatte als Werbemaßnahme angekündigt, 3.000 Flaschen Speiseöl zum halben Preis zu verkaufen. Hunderte von Käufern fanden sich am nächsten Morgen vor den Toren des Marktes ein. Bei der Panik nach der Öffnung der Tore wurden 19 Menschen, in der Mehrzahl Hausfrauen, krankenhausreif getrampelt. Ebenfalls im November wurden drei Menschen zu Tode getrampelt, nachdem Carrefour in Chongqing Rapsöl 20% billiger angeboten hatte. (FT vom 13.11.2007, S. 9)

³ China hat wohl mindestens 1.000.000.000.000 Dollar auf der Hohen Kante. Der Rest ist in Euro, Yen, Pfund, etc. angelegt.

⁴ Man könnte aus diesem Zusammenhang eine Art Demokratie-Index konstruieren: Je demokratischer ein Land, desto stärker ist in den letzten Jahren die Währung gegenüber dem Dollar gestiegen. Danach ist etwa China demokratischer als Saudi Arabien, aber deutlich weniger demokratisch als Südkorea.

Den können wir erst verkünden, wenn wir wissen, wie die neue Ordnung aussieht. Aber davon sind wir noch ein gutes Stück entfernt. Auch im Jahr 2008.

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

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 sollte nicht als ein Anlagevorschlag gesehen werden 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 nichts anderes vermerkt ist, Bloomberg.