

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 53, Dezember 2008/Januar 2009

Lehren aus der Krise

W*ise men learn by others' harms, fools scarcely by their own*
Benjamin Franklin, Way to Wealth

Die Lehren, die aus der Krise zu ziehen sind, sind nicht wirklich neu. Die Wichtigste ist vielleicht die Einsicht, dass die Lehren der Vergangenheit nur bedingt für die Zukunft taugen.

Lehre Nr. 1: **Sometimes it's different**

An der Börse heißt es, die teuersten vier Worte seien: *This time it's different*. Aber manchmal ist eben alles anders und die hohe Kunst ist es, zu realisieren, wenn sich die Umstände so sehr ändern, dass es eben nicht beim Alten bleibt.

Die Krise von 2008 hat einen so starken Effekt gehabt, weil die Marktteilnehmer die Veränderung des Gleichgewichts aus einer ganz anderen Richtung erwartet haben, als sie gekommen ist. Alle haben sich darauf eingestellt, dass die Schwellenländer eine immer größere Rolle spielen, dass die Zinsmärkte zunehmend von Staatsfonds bestimmt werden, dass die Volatilität der Märkte abnimmt durch die immer weitere Verbreitung von Derivaten.

Statt des Aufstiegs der Schwellenländer kam es aber zum Abstieg der Westlichen Welt. Nordamerika und Europa erlebten mit dem

Einfrieren (vulgo: dem Zusammenbruch) des Finanzsystems eine klassische Schwellenländerkrise. Die faktische Verstaatlichung der Banken und die Hilflosigkeit der Zentralbanken passten nicht wirklich fugenlos in das Bild, das man sich bis zum Sommer 2007 von der Welt gemacht hatte.

So war es 2008 tatsächlich anders als sonst. Die Märkte haben sich nicht stabilisiert, sie haben nicht in alten (gedachte) Gleichgewichtszustände zurückgefunden.

Lehre Nr. 2: **Es zählt der rechte Augenblick**

Yogi Berra sagt, *In theory there is no difference between theory and practice. In practice there is.*

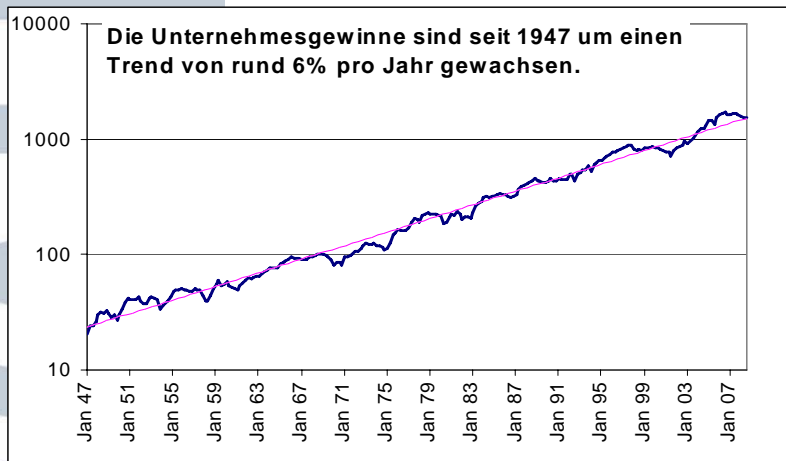
Das Jahr 2008 hat reichlich Beispiele geliefert für diese dezidiert anti-kantianische Auffassung.

In der Theorie kann nicht viel passieren, wenn man ein gut diversifiziertes Portfolio, bestehend aus Aktien und Anleihen von Standardwerten hat. In der Praxis haben solche Depots 30% verloren.

In der Theorie ist es nicht möglich, den richtigen Einstiegszeitpunkt zu finden für die Anlage in den Aktienmärkten. In der Praxis bewährt sich die alte Kaufmannsweisheit: **Der Gewinn liegt im Einkauf.** Es macht einen Unterschied, ob man teuer oder billig

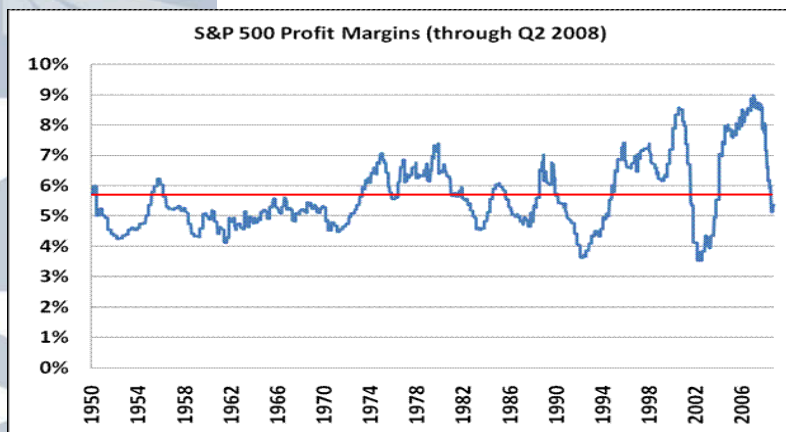
¹ Vgl. Immanuel Kants Schrift von 1793: *Über den Gemeinspruch: Das mag in der Theorie richtig sein, taugt aber nicht für die Praxis.*

einsteigt. Es ist in der Tat keine gute Idee, kurzfristige Marktbewegungen „spielen“ zu wollen. Langfristig ist Market-Timing allerdings sinnvoll und möglich. In einem funktionierenden kapitalistischen System wachsen die Gewinne langfristig um ca. 6% im Jahr. Um diesen Mittelwert schwankt die Gewinnentwicklung, weil die Gewinnmargen schwanken. In guten Zeiten sind die Margen hoch und erregen Neid und Missgunst. Andere wollen ebenfalls etwas vom Kuchen abhaben und Umfang und Intensität der



Konkurrenz verschärft sich. Dadurch sinken die Margen. Sie sinken so weit, dass einige Akteure die Lust verlieren und aufgeben. Der Wettbewerb wird geringer und die Margen steigen wieder und das Spiel kann von neuem beginnen.

Das bedeutet nichts anderes, als dass die Gewinne, die heute knapp unter ihrem Trend liegen, noch ein Stück fallen werden. Es wird



Pleiten geben. Die überlebenden Unternehmen werden sich dann aber mangels Konkurrenz über sieben fette Jahre freuen können.

Daher sollte man die Entscheidung über den Investitionszeitpunkt an den langfristigen Entwicklungen abhängig machen. Wenn die Aktienkurse hoch sind im Verhältnis zu den langfristigen Gewinnen wird man in der Regel wenig Kaufenswertes finden. Wenn die Kurse niedrig sind, ist es umgekehrt.

Lehre Nr. 3: Es gibt Schwarze Schwäne

Nun wussten auch die Autoren der Bibel, dass man mit Market-Timing in der Regel nur Geld verlieren kann. Josef, der das Timing dennoch versucht und den Margenzyklus der sieben fetten und sieben mageren Jahre korrekt vorhersagt², hat daher in der Bibel den Beinamen *Träumer*. Josef versucht es gar nicht erst mit ökonomischer Analyse, sondern verlässt sich auf den göttlichen Beistand.

Die moderne Umdeutung der alttestamentarischen Weisheit von der Vorratshaltung in den fetten Jahren und Einpassung in den spieltheoretischen und finanzmathematischen Kontext hat in jüngster Zeit Nassim Taleb geleistet mit seiner Parabel von den schwarzen Schwänen³. Darin warnt er vor Gewissheiten. So wie für die Europäer der Satz *Alle Schwäne sind weiß* bis zur Entdeckung schwarzer Schwäne in Australien für gewiss gelten konnte und dann als falsch eingesehen werden musste, gilt es an den Finanzmärkten grundsätzlich *alles* für möglich zu halten und nichts auszuschließen.

So wie Josef den Ägyptern die Vorratshaltung anriet, um sich vor dem zu schützen, woran niemand denken wollte, rät Taleb dazu, ein Portfolio jederzeit so zu

² Genesis Kap. 37 ff.

³ Nassim Taleb, *The Black Swan*. Random House 2007.

gestalten, dass es Ereignissen wie Asien-Krise, Dot-Com-Crash, Finanzkrise etc. jederzeit stand halten kann. Ereignisse wie diese hält die Portfoliotheorie zwar für extrem unwahrscheinlich und daher für vernachlässigbar. Aber die unangenehme Wahrheit ist: **Es lohnt, sich dagegen zu versichern – auch wenn es Geld kostet.**

Die Kombination von Schulden und unglaublichen Ereignissen (Schwarzen Schwänen) ist das Problem, an dem die Weltwirtschaft derzeit arbeitet.

Ausblick auf das Jahr 2009

Im Jahr 2009 hängt alles davon ab, ob wir japanische Verhältnisse bekommen. Japan ist dem Westen ziemlich ähnlich, wenn man mal über die Verbeugungen und das lustige Essen hinwegsieht. Japanische Verhältnisse bedeutet: **Liquiditätsfalle**. Das ist der Zustand, in dem auch extrem niedrige Zinsen nicht dazu führen, dass Unternehmen Kredit bekommen und investieren. Entweder weil die Banken zu krank sind, um Kredite vergeben zu können. Oder weil die Unternehmen (meist in einem deflatorischen Umfeld) keinen wirtschaftlichen Nutzen darin erkennen, zu investieren.

Falls die westliche Welt japanische Verhältnisse bekommt, wird man in den nächsten 10 Jahren nie wieder eine Staatsanleihe verkaufen dürfen. Die Wahrscheinlichkeit dieses Szenarios würden wir mit 25% einschätzen. Weder Aktien noch Rohstoffe noch Immobilien sind in diesem Falle attraktiv, weil alle realen Werte verlieren. Attraktiv sind ausschließlich sichere zinsbringende Anlagen.

Um die Liquiditätsfalle zu vermeiden, müssen die Zentralbanken einen guten Teil ihrer **Glaubwürdigkeit bei der Inflationsbekämpfung verlieren**. Nur durch eine höhere Inflationserwartung kommt man

aus der Falle. Angesichts eines verfallenden Geldwerts gibt jeder gerne etwas mehr aus. In Japan ist es der Zentralbank nie gelungen, wirklich unseriös zu wirken. Die Amerikaner dürften auf dem Gebiet der Unseriosität den Japanern aber einiges voraus haben.

Darüber hinaus gibt es unkonventionelle Maßnahmen, die die Japaner nie ausprobiert haben, vor denen die Amerikaner aber wohl nicht zurückschrecken würden. Beispielsweise kauft die Fed bereits in erheblichem Umfang Anleihen von Fannie Mae und Freddie Mac und druckt auf diese Weise faktisch Geld. Oder es könnten tatsächlich negative Zinsen ausprobiert werden: Man zahlt für das Privileg, Geld bei der Bank zu haben. Oder die Fed fängt an, Aktien zu kaufen ... Das Jahr 2009 wird jedenfalls eine Ausweitung des Maßnahmenkatalogs der Zentralbanken sehen.

Mit 75% würden wir die Wahrscheinlichkeit beziffern, dass die Weltwirtschaft sich nach einer sehr schweren Rezession wieder erholt und letztendlich wieder auf einen Wachstumspfad zurückfindet.

Andererseits wird die Erholung, die ins Haus steht, keine Rückkehr in die alte Zeit bedeuten. Erstens ist die Zeit des billigen Geldes endgültig vorbei. Ein guter Teil der Gewinne wurde in den letzten Jahren aber mit Hilfe billigen Geldes erwirtschaftet. Dieser Teil der Gewinne wird verloren bleiben. Zweitens werden die Regierungen die Banken erheblich schärfer kontrollieren und entsprechend wird es weniger Geld für riskante Investitionen geben. Auch dies wird auf die Gewinne drücken. Schließlich werden wir noch lange Jahre die Zeche zahlen müssen für das Desaster der Jahre 2007/08. Die Unternehmenssteuern werden steigen. Irgendjemand wird die neuen Schulden tragen müssen und es wird wahrscheinlich diejenigen treffen, wo am meisten zu holen ist.

Wenn also die Rezession eines Tages vorbei ist, wird der Aufschwung bei den Gewinnen (und damit den Aktienkursen) nicht so kräftig sein wie nach den letzten Rezessionen.

Konkret wird man im Jahr 2009, solange die Gefahr japanischer Verhältnisse besteht, einen gewissen Teil der Anlagen in Staatsanleihen behalten.

Die Unternehmensgewinne und damit die Kurse werden wahrscheinlich nicht so bald die Höchststände des Jahres 2007 erreichen, aber das müssen sie auch nicht, um kräftige Gewinne abzuwerfen. Die zu erwartenden zwischenzeitlichen kräftigen Ausschläge nach oben zu „spielen“, ist aber nur etwas für die seltene Spezies der Spekulanten, die noch Risikokapital haben. **Insgesamt wird das Jahr 2009 weder ein besonders gutes noch ein besonders schlechtes Aktienjahr.**

Anders sieht es bei **Unternehmensanleihen** aus. Solange es nicht zum Äußersten kommt, ist man hier in der glücklichen Lage, mit relativ geringem Risiko zwischen acht und zehn Prozent Rendite per Annum erwirtschaften zu können. Breit diversifizierte Unternehmensanleihendepots müssten 2009 ein sehr gutes Jahr haben. Das gilt in noch größerem Maße für **Wandelanleihen**, die im vergangenen Jahr aus technischen Gründen noch stärker gefallen sind als Unternehmensanleihen.

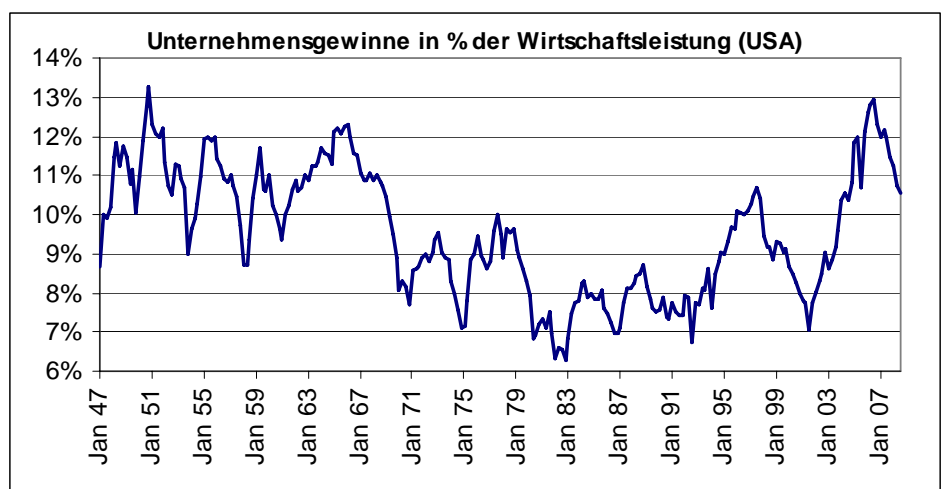
Da der Federal Reserve der Sturz in die Unseriosität (die Rettung vor der Liquiditätsfalle) deutlich besser gelingen wird als der doch sehr bieder-deutschen Europäischen Zentralbank,

gehen wir für das Jahr 2009 wieder von einem **fallenden Dollar** aus (nachdem wir letztes Jahr einen verbesserten Dollar vorhergesagt hatten).

Die große Spekulation des kommenden Jahres ist die Entwicklung der Rohstoffmärkte. Langfristig werden Rohstoffe wieder deutlich teurer werden. Die Nachfrage aus den Schwellenländern wird nicht geringer werden und über Kurz oder Lang die Preise, die 2008 dramatisch gefallen sind, wieder nach oben treiben. Ob dies schon 2009 der Fall sein wird, bleibt abzuwarten. Dies ist eine Gleichung mit zu vielen Unbekannten. Jedenfalls bleiben Rohstoffe die beste Art, vom Aufstieg der Schwellenländer etwas abzubekommen.

Insgesamt gibt es bei aller Vorsicht derzeit keinen Grund, das Jahr 2009 bereits verloren zu geben. Genau genommen blicken wir optimistisch in das kommende Jahr. Das ist angesichts der Schuldenkrise richtig und wichtig, *For industry pays debts, while despair encreaseth them*, wie schon Benjamin Franklin wusste.

Dr. Georg von Wallwitz, CFA
Tel.: +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 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.