

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 60, Oktober/November 2009

Das Niveau zählt

Thukydides ist ein Meister der Generalisierung, der sich stets bemüht, die tieferen, strukturellen Gründe der Ereignisse freizulegen. Er „erstrebt eine klare Erkenntnis des Vergangenen und damit auch des Künftigen, das wieder einmal nach der menschlichen Natur so oder ähnlich eintreten wird“.¹ Es ist die etwas resignative Grundannahme des Begründers der Geschichtsschreibung, dass die Natur des Menschen sich nicht ändert und dass er daher seine Fehler immer wieder begehen wird.

In seiner Beschreibung des Peloponnesischen Krieges arbeitet Thukydides dennoch immer heraus, zu welchen Zeitpunkten es eine Niveauverschiebung im Geschehen gibt. Denn auch wenn der Mensch und seine Laster sich nicht ändern, gibt es doch Ereignisse, die den Gang der Dinge so nachhaltig beeinflussen, dass die Akteure immer wieder Bezug darauf nehmen müssen. Wenn das Stück auch das selbe ist, so wird es doch nicht nur mit wechselnden Schauspielern gegeben, sondern auch vor unterschiedlicher Kulisse. Der Tod des Perikles, die Belagerung von Pylon, die Sizilianische Expediti-

on, um nur einige zu nennen. Es gibt Geschehen, welche die Mechanik der Ereignisse verändern. Diese Ereignisse verdienen unbedingt Beachtung.

Nun ist es eine der wesentlichen Vorsichtsregeln an der Börse, mit der Proklamation eines Paradigmenwechsels eher vorsichtig zu sein. Kreationen wie der *Neue Markt* sind schon vom Namen her suspekt. *This time it's different* gilt als der teuerste Satz an der Wall Street. Das hätte auch Thukydides bestätigt, wenn die Wall Street damals nicht noch ein Dschungel gewesen wäre (wir bitten, wie so häufig, den billigen Witz zu entschuldigen).

Durch die Große Rezession der Jahre 2008 und 2009 sieht die Welt ein wenig anders aus. Die Oberflächliche Veränderung ist klar: Schwellenländer wie Brasilien, China und Indien haben gut funktionierende Bankensysteme, geringe Verschuldung, tiefe Kapitalmärkte und hervorragende Wachstumsperspektiven. Sie sehen aus wie die Gewinner der Krise des Westens. Aber letztlich wurde in der Großen Rezession lediglich ein Prozess beschleunigt,



Dr. Georg Graf von Wallwitz

¹ Thukydides, Peloponnesischer Krieg, 1,22,4

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE
Nr. 60, Oktober/November 2009

der sich seit Langem angebahnt hat: Europa befindet sich ja spätestens seit 1789 im Niedergang. So gesehen hat sich hier nicht viel verändert.

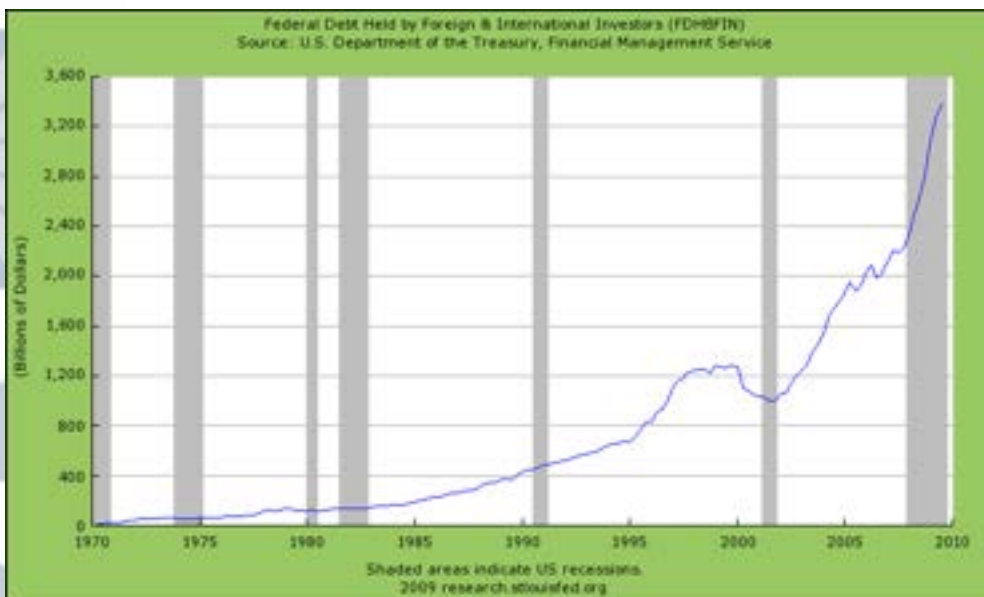
Die Veränderung, auf die wir uns im Westen einstellen müssen, besteht vielmehr darin, dass wir uns noch **an das neue Niveau gewöhnen müssen, auf das wir in der Großen Rezession geraten sind**. Alle sind froh, dass aus der Rezession keine Depression geworden ist und die Wirtschaft im zweiten Halbjahr 2009 wieder Wachstum ausweisen wird. Aber dieses Wachstum ist nicht dasselbe, was es vor der Krise war. Mervyn King, Gouverneur der Bank of England, hat das kürzlich vor dem Haushaltsausschuss in Westminster in aller Deutlichkeit auf den Punkt gebracht: "It is very important not to lose sight of the fact that growth rates don't tell the story. It is the levels that really matter. The depth of the recession is great and it will continue even if we get a small positive growth rate over the next few quarters."

Es sind im Wesentlichen **drei Niveaushiftungen**, auf die King angespielt hat. Alle drei werden derzeit vom Markt weitgehend ignoriert, da sie implizieren, dass wir in der gegenwärtigen Situation von den

gängigen Erklärungsmustern abweichen müssen. Das aber würde eine Mühe erfordern, die wir uns gerne sparen.

Erstens ist das Problem der **Verschuldung** nur verlagert, nicht gelöst worden. Allen heroischen Sparversuchen in den USA und Großbritannien zum Trotz ist der Konsument noch lange nicht in einer Situation, in der er neue Kredite in nennenswertem Umfang bekommen würde, oder in dem er sich, angesichts seiner persönlichen finanziellen Situation, irgendwie in Kaufleute reden könnte. Hinzu kommt, dass sich in den USA das Verhältnis von Verschuldung zu Wirtschaftsleistung sogar noch weiter verschlechtert hat. Die Schuldenlast im System ist gestiegen. Der private Sektor hat jetzt zwar weniger Schulden als noch vor einem Jahr, aber der Staat macht schneller Schulden, als der Konsument sie abbaut. Der Staat hat durch das neue Niveau der Verschuldung seinen Handlungsspielraum verloren. Die enormen Kosten, die der demographische Wandel verursacht, werden die Situation in den nächsten Jahren eher noch verschärfen.

Zweitens sind die **Bankbilanzen** heute zwar nicht mehr so stark gehebelt wie noch im Jahr 2007 und die Tendenz zum Schuldenabbau ist auch hier uneingeschränkt zu loben. Aber das Verhältnis von Eigenkapital zu Fremdkapital ist nach wie vor auf einem schwindelerregenden Niveau. In diesem Herbst kommt beinahe jede Woche eine Bank an die Börse und bittet um eine Kapitalerhöhung mit der treuherzi-



Amerikanische Staatsschulden beim Ausland. Es ist unklar, ob das Ausland aus Zwang oder aus Mitleid kauft.

gen Versicherung, das Geld eigentlich gar nicht zu benötigen und dass man in Zukunft selbst sein Geld verdienen wolle. Allerdings sind die Banken nach wie vor äußerst zurückhaltend bei der Kreditvergabe (was wir ihnen angesichts des Zustandes ihrer Schuldner nicht verübeln wollen). So passt ihr Verhalten weniger zu ihren Worten als zur Schätzung des IWF, wonach bis heute noch nicht einmal die Hälfte der faulen Kredite in den Bankbilanzen abgeschrieben sind. Von den verpufften \$ 2.800 Milliarden haben sich die Banken bislang erst zu \$ 1.300 Milliarden bekannt. Bankaktionäre werden in den nächsten Jahren noch ganz stark sein müssen.

Drittens hat die **Arbeitslosigkeit** in den USA ein Niveau erreicht, das den Konsum, der über 70% der amerikanischen Wirtschaftsleistung ausmacht, nachhaltig dämpfen wird. Die Arbeitslosenzahlen werden in den USA nach Kräften manipuliert: Wer die Suche nach einer Arbeit unterbrochen hat, weil er krank ist oder es sowieso keine Jobs gibt, wird nicht mehr gezählt. Dennoch wird die Arbeitslosenquote deutlich über 10% steigen und auf hohem Niveau verharren. Die offiziellen

10% entsprechen einer inoffiziellen Arbeitslosenquote von etwa 16%. Konsum und Investitionen werden in einem solchen Umfeld anämisch bleiben und die von Keynes beschworenen *animal spirits* kommen nicht auf.

So wird das wirtschaftliche Umfeld bis auf weiteres von Schuldenreduktion und stärkerer staatlicher Regulierung geprägt sein. Die Banken werden Risiken nur sehr selektiv eingehen können. Das ist kein Umfeld, in dem man mit hohen Wachstumsraten bei den Unternehmensgewinnen rechnen kann.

Die Märkte

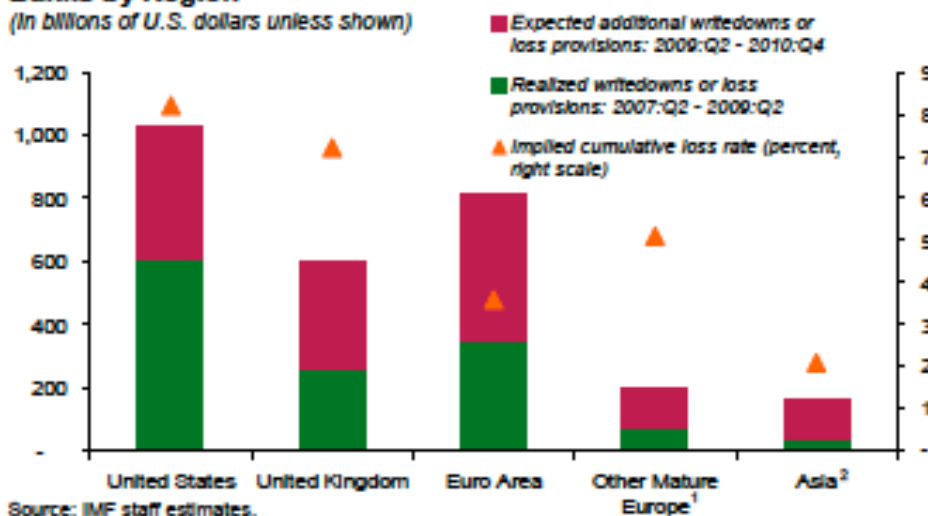
Die Aktienmärkte gehen aktuell aber nicht davon aus, dass so arg kommen wird. Die Gewinnschätzer von Beruf gehen davon aus, dass bereits im Jahr 2011 das Ertragsniveau von 2007 überholt und ein neuer Rekord erzielt wird. Die Kurse spiegeln diesen Optimismus wieder: Der DAX handelt aktuell auf dem 16,3-fachen der für das Jahr 2010 geschätzten Gewinne, der S&P 500 sogar auf dem 18-fachen.

Günstig wäre dies nicht einmal für den Fall, dass die Vorhersagen für das nächste Jahr sich als realistisch herausstellen sollten.

Wenn die Gewinne derzeit dennoch sprudeln - die Gewinnausweise des zweiten Quartals waren erfreulich, die des dritten lassen sich gut an - so ist dies in erster Linie den dramatischen Kosten-

Figure 2. Realized and Expected Writedowns or Loss Provisions for Banks by Region

(In billions of U.S. dollars unless shown)



Source: IMF staff estimates.

¹Includes Denmark, Iceland, Norway, Sweden, and Switzerland.

²Includes Australia, Hong Kong SAR, Japan, New Zealand, and Singapore.

Schätzung der Abschreibungen der Banken. Aus dem *Global Financial Stability Report* des IWF, Oktober 2009.

senkungen des letzten Jahres zu verdanken. Wer heute noch im Geschäft ist, ist sehr schlank aufgestellt. Am Aktienmarkt interessiert die Qualität der Gewinne derzeit niemanden, Hauptsache sie steigen wieder. Dort nährt die Hausse sich selbst und die Erleichterung über das Ende der Großen Rezession ist Grund genug für höhere Kurse.

Von konjunktureller Euphorie ist derzeit am **Anleihenmarkt** nicht viel zu spüren. Dort scheint man es mit Thukydides halten zu wollen: „Leichtsinnig sind die Meisten bei der Erforschung der Wahrheit und geben sich mit den ersten besten Nachrichten zufrieden.“² Die Bondmärkte sind in kritischer Laune und gehen von sehr niedrigen Inflationsraten für die kommenden drei Jahre aus. Aus den Kursen der inflationsgeschützten Anleihen lässt sich eine erwartete Geldentwertung von 0,75% ablesen. Darüber hinaus steigen die Kurse der langlaufenden Staatsanleihen seit Juni wieder, was ebenfalls kein gutes Zeichen für die Konjunktur ist. Die starken Preissteigerungen beim **Gold** würden wir daher auch nicht so sehr als Ausdruck eines unmittelbar bevorstehenden Inflationsdrucks werten, sondern vielmehr als ein Misstrauensvotum gegenüber der Konjunktur. Es ist auch nur logisch, dass Gold und Staatsanleihen parallel laufen, seit die Verzinsung für letztere weitgehend abgeschafft wurde.

Die Schuldenlast der USA, die nur noch mit Hilfe des Auslands finanziert werden kann, lässt immer mehr Marktteilnehmer darüber nachdenken, wie wohl eine Welt aussähe, in der der **Dollar** nicht mehr die Leitwährung ist. Es besteht eine reale Gefahr, dass die Welt sich auch ohne die

USA erholt. Einer Welt, welche die USA nicht für ihr Wirtschaftswachstum benötigt, hätte endgültig keinen Grund mehr, Dollars zu halten. Der Lebensstandard der Amerikaner wäre dann perdu. Sie sollten daher beten, dass es in den Schwellenländern bald wieder zu einem Einbruch kommt und dass der Westen nicht mehr lange alleine traurig dasteht.

Vorerst sind die Überlegungen der Volkswirte aber irrelevant. Selbst wenn der Dollar weiter schwächelt, müsste noch ein **gleichzeitiges Abrutschen der Treasuries** hinzukommen, um die Laune nachhaltig zu drehen. So lange aber nur der Dollar fällt und Staatsanleihen eher steigen, wird der Bullenmarkt weiter gehen. Mit jedem guten Quartalsergebnis werden weitere Marktteilnehmer zum Kaufen animiert. Das begrenzt, trotz hoher Bewertungen, das Verlustrisiko und lockt immer mehr Anleger. Die Karten werden wohl erst im nächsten Jahr neu gemischt und die Party kann vorerst weiter gehen.

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.

² Thukydides, Peloponnesischer Krieg, 1,20,3