



Die logischen Fehler der Optimisten.

Weder Kredit- noch Konjunkturkrise sind vorüber. Anleger sollten sich auf weitere Kursverluste einstellen, meint Bob McKee von Independent Strategy in London: „Dies ist nur eine Rallye im Bären-Markt.“

„Gott sei Dank!“ Die Erleichterung der Akteure an den Kapitalmärkten ist mit den Händen zu greifen. Seit März steigen die Kurse wieder. Und die Konjunktur-Frühindikatoren signalisieren eindeutig, dass wir alle eben nicht im schwarzen Loch von Schulden und Deflation versinken werden.

Diese Erleichterung ist nachvollziehbar. Wir bei Independent Strategy haben übrigens nie an dieses schwarze Loch geglaubt. Doch nun schon auf den Beginn eines neuen Hausse-Zyklus am Aktienmarkt und auf eine schnelle, V-artige Konjunkturerholung zu setzen, ist ebenso falsch. Ein neuer Boom kann erst dann beginnen, wenn die Sünden der Vergangenheit gebüßt sind. Doch das ist noch nicht der Fall.

Problem Nummer eins: Die übermäßige Verschuldung der privaten Haushalte in den USA, in Großbritannien und einigen europäischen Ländern sowie deren exzessiver Konsum hat die Basis für die Kreditkrise und die globalen Ungleichgewichte gelegt. Diese Fehlentwicklung ist noch nicht korrigiert.

Erinnern Sie sich? Die Sparquote sank in den USA auf null, weil niemand mehr sparen musste, da steigende Preise für Vermögenswerte diesen Job erledigten. Heute liegt die Sparquote bei etwa vier Prozent. Damit das Verschuldungsproblem der Haushalte gelöst werden kann, muss sie weiter auf etwa zehn Prozent steigen. Für die US-Wirtschaft ist dies ein Problem. Denn mehr sparen bedeutet weniger Konsum. Dies wäre nur dann leicht zu verkraften, wenn die Einkommen deutlich zunehmen würden. Im zweiten Halbjahr werden aber der positive Effekt stimulierender Steuer-senkungen und Regierungs-Schecks auslaufen. Danach wird das Einkommen der US-Haushalte bestenfalls stagnieren. Und jede Zunahme der Sparquote den Konsum reduzieren. Selbst noch höhere Staatsschulden werden den daraus resultierenden dämpfenden Effekt nicht abmildern können. Der Internationale Währungsfonds hat nachgewiesen, dass die Wirksamkeit der Fiskalpolitik stark abnimmt, wenn die Staatsverschuldung über einer Grenze von 60 Prozent des

Sozialproduktes liegt. Denn als Staat Geld auszugeben, das man nicht besitzt, führt nur dazu, dass die Bürger in Erwartung zukünftig höherer Steuern und geringerer Renten selbst noch mehr sparen. 2010 werden die Verschuldungsquoten in den USA und in Großbritannien zwischen 90 und 100 Prozent, in Euroland um 75 Prozent liegen.

Problem Nummer zwei: Viele hoffen, die Schwierigkeiten des Finanzsektors seien mittlerweile zum größten Teil beseitigt. Dabei sind sie immer noch ungelöst.

Noch heute glauben die Regierungen, die Finanzkrise sei auf einen Mangel an Liquidität zurückzuführen, der die Preise vieler Vermögenswerte unter ihren „echten“ Wert gedrückt habe. Entsprechend fluten sie die Märkte. Doch wir haben es mit einem Problem der Zahlungs(un)fähigkeit zu tun, nicht mit einem Problem der Liquidität. Um dies zu lösen, brauchen die Banken noch viel frisches Eigenkapital – viel mehr Kapital, als uns zum Beispiel die Regierungen glauben machen wollen.

Im jüngst veröffentlichten Stresstest für die US-Banken wurde zum Beispiel mit viel zu positiven Annahmen gerechnet. Unter anderem wurde für das Jahr 2009 insgesamt eine Arbeitslosenquote unterstellt, die in den USA heute schon längst erreicht ist. Wird realistischer gerechnet, zeigt sich schnell: Die 19 größten US-Banken werden nicht 75 Milliarden, sondern im besten Fall 169 Milliarden Dollar frisches Kapital benötigen. Im schlechtesten Fall sind es 320 Milliarden. Werden Europas Banken an ähnlichen Maßstäben gemessen, zeigt sich ein Kapitalbedarf von 340 Milliarden Dollar. In beiden Fällen gilt: Diese Summen können nicht von der Finanzindustrie aufgebracht werden. Weitere Hilfe durch den Staat ist nötig. Wenn Investoren dies realisieren, werden sie ihre Bankaktien enttäuscht verkaufen. Für das Solvenz-Problem gibt es nur eine vernünftige Lösung: Die schlechten Vermögenswerte sind auf ihren Marktwert abzuschreiben, der Verlust des Bank-Eigenkapitals muss akzeptiert und die Institute müssen – wenn nötig – verstaatlicht werden. Danach sollten die Banken dann

HALB LEER



schnell rekaptalisiert und reprivatisiert werden. Halten die Banken weiter Giftmüll auf ihren Büchern und schreiben diesen nicht ab, werden sie zu Zombies – lebenden Toten, die nicht in der Lage sein werden, der Realwirtschaft durch ausreichende Kreditvergabe zu helfen. Werden die schlechten Vermögenswerte dagegen vom öffentlichen Sektor übernommen – zum Beispiel über bad banks –, bedeutet das nur, dass die Lasten vom Privatsektor auf den öffentlichen Sektor übergehen. Die Staatsdefizite steigen, die Zinsen steigen. Privatinvestitionen werden verdrängt. Das Wirtschaftswachstum würde dann lange Zeit signifikant niedriger ausfallen, als wenn wir die bittere Medizin jetzt schlucken.

Damit kommen wir zum dritten Problem: Die viel zitierten grünen Triebe der Konjunkturindikatoren signalisieren noch keine echte konjunkturelle Erholung.

Als die Rezession die Industrie traf, wurde die Produktion schlagartig gestoppt. Die bestehende Nachfrage wurde aus den Lagerbeständen bedient. Mittlerweile sind diese extrem gering. Deshalb muss die Produktion natürlich wieder zu-

nehmen, um eine Nachfrage auf niedrigerem Niveau zu befriedigen. Diese Erholung kann in den Statistiken kurzfristig sehr dramatisch aussehen. Vergessen Sie aber nicht: Ein anhaltender Aufschwung kann aus einem Lagerzyklus nur geboren werden, wenn dies zu mehr Investitionen, Jobs und Einkommen führt. Das ist noch nicht der Fall. Die Auslastung der Kapazitäten ist niedrig und wir sehen keine anhaltende Verbesserung der Endnachfrage. Sondern zunächst nur Anpassungen beim Güterangebot.

Die Konsequenz: Erst wenn die Arbeitslosenquote in den USA ihren Höhepunkt erreicht hat und die Hauspreise dort nicht mehr weiter fallen, ist mit einer wirtschaftlichen Trendwende in den USA – und damit in der Welt – zu rechnen. Das könnte im ersten Quartal 2010 der Fall sein. Die Aktienmärkte werden diese Wende ein paar Monate vorher antizipieren. Aktuell hat die Welle der Erleichterung die Optimisten allerdings zu weit getragen. Kommen sie auf den Boden der Tatsachen zurück, dürften die Aktienkurse noch einmal deutlich nachgeben – bevor dann ein neuer Zyklus beginnen kann. □



Die Geschichte wiederholt sich doch.

„Dieses Mal ist alles anders“, ist der teuerste Satz am Aktienmarkt“, meint Hans Peter Schupp, Vorstand der Fidecum AG in Frankfurt. Für Schupp ist klar: Der neue Hausse-Zyklus hat schon begonnen.

Manchmal ist es ganz interessant, sich an Gedanken zu erinnern, die vor Jahren gedacht wurden. Weil sich die Geschichte zwar nicht exakt wiederholt, die Abläufe sich aber ähneln. Folgende Analyse habe ich im Herbst 2005 für den Verlag Fuchs-Briefe geschrieben:

„Aufschwung, Boom, Abschwung, Rezession – die Konjunktur folgt Zyklus für Zyklus ähnlichen Mustern. In ihrem Windschatten schwingen die Aktienkurse zwischen Phasen der Angst und Phasen der Gier. Diese Abläufe sind nicht immer identisch zu denen der Vergangenheit. Aber sie sind im Grundmodell vergleichbar. Ein typischer Börsenzyklus verläuft – theoretisch – in vier großen Abschnitten.

In Zeiten schwacher Konjunktur öffnen die Zentralbanken die Geldschleusen. Die Zinsen sinken. Ziel ist es, die Unternehmen zu Investitionen zu bewegen, um die Konjunktur anzukurbeln. Angesichts unsicherer Wachstumsaussichten gelingt dies zunächst nicht. Das überschüssige Kapital fließt an die Finanzmärkte. Nach einer Zeit des völligen Desinteresses treiben die Hoffnung auf eine Ertragswende bei den Firmen und die reichliche Liquiditätsausstattung die Kurse. Phase eins ist deshalb immer eine Liquiditätshausse.

Darauf folgt in der Regel eine Zeit des Nachdenkens. Noch fehlt das Vertrauen der Anleger in den konjunkturellen Aufschwung. Werden die Gewinne der Unternehmen tatsächlich wieder steigen? Beweise sind gefragt. Doch widersprüchliche Ergebnisse unterschiedlicher Unternehmen erschweren die Einschätzung. Die langfristige Verbesserung der Fundamentaldaten wird angesichts der Fülle an Information nicht wahrgenommen. Optimisten und Pessimisten liefern sich ein zähes Ringen. Die Kurse am Aktienmarkt schwanken in einem engen Korridor. Auf die Liquiditätshausse folgt ein Seitwärtstrend.

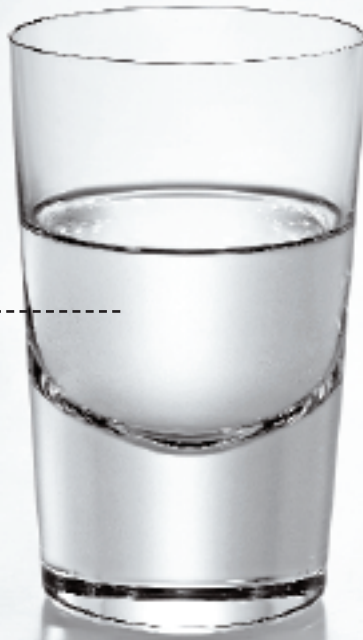
Allen Risikofaktoren zum Trotz steigen die Gewinne der Unternehmen dann tatsächlich an. Der Schlüssel dazu ist die verbesserte Auslastung der Kapazitäten und die mitt-

lerweile sehr schlanke Kostenstruktur, die selbst bei geringen Umsatzzuwächsen deutliche Ertragssteigerungen ermöglicht. Das Vertrauen der Anleger wächst. Nun nehmen auch die Bewertungen, die Kurs-Gewinn-Verhältnisse, zu. Phase drei, die ertragsinduzierte Hausse, nimmt Fahrt auf. Steigende Kurse ziehen immer mehr Anlegergruppen an. „Die Überzeugung wächst, dass nun auch die einfachen Leute reich werden können“, beschreibt der britische Ökonom Kenneth Galbraith diese Phase im Zyklus. Die gleichzeitige langsame Verschlechterung der wirtschaftlichen Rahmendaten wird nicht wahrgenommen. Und dann ist plötzlich alles vorbei.

So, oder zumindest so ähnlich, laufen Börsenzyklen immer ab. Stellt sich natürlich die Frage: Warum nutzen so wenige Anleger dieses Wissen? Ich denke: Investoren überinterpretieren die aktuellen Daten und schreiben daraus resultierende Trends zu lange fort. Passen aktuelle Daten nicht mehr zu den langfristigen Erfahrungen, wird mit Strukturbrüchen argumentiert: Dieses Mal ist alles anders.

Dabei war es noch nie anders. Einer Übertreibung nach oben setzt langfristig die wirtschaftliche Realität Grenzen. Und Übertreibungen nach unten übersehen, dass sich Unternehmer und Wirtschaftspolitiker aktiv auf neue Situationen einstellen können. Die Geldpolitik reagiert auf den Konjunkturabschwung mit Zinssenkungen. Unternehmer reduzieren ihre Kosten. Und der Zyklus beginnt von Neuem.“

2005 hatte ich diesen Text verfasst, weil massives Misstrauen gegenüber der zukünftigen Ertragsperspektive der Unternehmen herrschte. Diesmal ist es anders, unkten die Pessimisten und führten als Belege an: den Ölpreisanstieg, die Defizite in der US-Leistungsbilanz, die Wachstumsschwäche in Euroland. Da müsse künftig doch eher mit einer starken konjunkturellen Abschwächung gerechnet werden. Da könnten die Unternehmensgewinne doch gar nicht weiter steigen. Kurze Zeit später begann Phase drei im Zyklus – die ertragsorientierte Hausse.

HALB VOLL

Heute wird wieder einmal mit Strukturbrüchen argumentiert. Die Argumente scheinen tatsächlich einleuchtend. Erleben wir nicht die schärfste Rezession seit dem Zweiten Weltkrieg? Ist nicht eine enorme Verschuldungsblase geplatzt? Müssen diese Schulden nun nicht unweigerlich auf Jahre hinaus jede wirtschaftliche Erholung ersticken?

Aber: Auf die schärfste Rezession hat die Wirtschaftspolitik eben auch mit den massivsten Konjunkturprogrammen reagiert. Wie immer schleusten die Notenbanken massiv Kapital in den Kreislauf. Milliarden, die in der Wirtschaft nicht benötigt wurden. Und wie immer startete deshalb beinahe aus dem Nichts eine Liquiditäts-Rallye.

Ich glaube, das war der Beginn eines neuen Zyklus. Diese Liquiditätshausse kann nun durchaus noch eine Weile anhalten. Schließlich sind noch immer kaum Anleger investiert. Große Gruppen, die ihre Aktienquoten im letzten Jahr massiv zurückgefahren hatten, stehen nun an der Seitenlinie und hoffen auf einen Rückschlag – um dann einsteigen zu können.

Außerdem: Macht nicht schon längst wieder die Furcht vor Inflation die Runde? Wird nicht allenthalben der Tausch von Geldwerten in Sachwerte empfohlen?

Langfristig sind erstklassige Unternehmen eindeutig die besten Sachwerte. Beginnen Investoren damit, ihre – meines Erachtens stark überbewerteten – Anleihen in Aktien zu tauschen, erhält die Liquiditätshausse einen zusätzlichen, starken Schub.

Später – vielleicht noch in diesem, sicherlich aber im nächsten Jahr – dürfte sich an diese erste Phase der typische Seitwärtstrend anschließen. Die Zeit des Zweifels. Dann wird es wirklich spannend. Können die Unternehmen wirklich zu ihrem langfristigen Ertragstrend zurückkehren? Oder ist diesmal vielleicht doch alles anders?

Ich persönlich habe ja eine Vermutung. Doch darüber sollten Sie sich heute noch keine Gedanken machen. Diese Diskussion werden wir erst in ein bis zwei Jahren führen. Lehnen Sie sich zurück und genießen Sie die Liquiditätshausse. □