

War's das schon?

Die Indikatoren sind vielversprechend. Möglicherweise ist das Schlimmste überstanden. Ein Blick auf frühere Banken Krisen zeigt aber, dass wir die Ausläufer der Krise noch lange spüren werden.

Von Christian Kempe

Die Worst-Case-Szenarien sind erst einmal in der Schublade verschwunden

Alle wollen, dass die Krise schnell vorbeigeht. Die Entwicklung der Rohstoffpreise und der Aktienmärkte in den vergangenen Monaten machte Hoffnung. Doch ein Blick auf frühere Banken Krisen zeigt, dass die Auswirkungen auf die Realwirtschaft meistens viele Jahre lang spürbar sind.

Nach dem Annus horribilis 2008 begann das neue Börsenjahr zunächst schwierig. Vom Jahresanfang bis zum Tiefpunkt am 9. März verloren die europäischen Aktienmärkte 26 Prozent ihres Wertes. Seit März hat sich die Lage jedoch aufgehellt; sowohl die Aktienkurse als auch die Rohstoffpreise und nicht zuletzt die Renditen sind seitdem gestiegen. Aufgrund der veritablen Kursrallye bei europäischen Aktien stehen die Kurse wieder ungefähr auf Vorjahresschlussniveau.

Modellierung der jetzigen Krise

Der Aktienmarkt hat eine gute Spürnase für die gesamtwirtschaftliche Perspektive und damit für die Entwicklung der Unternehmensgewinne. Aktienkurse erreichen ihren Höhepunkt vor der Realwirtschaft. Umgekehrt gilt: Der Aktienmarkt erreicht einen Tiefpunkt, bevor sich die Realwirtschaft in ihrer schwächsten Verfassung zeigt. Sollte es sich bei dem Stand im März dieses Jahres um einen Tiefpunkt gehandelt haben, wurde das Tief 14 Monate nach dem Start der Rezession in den USA im Januar 2008 erreicht. Dies würde damit einen neuen Maximalwert in dieser Statistik darstellen.

Die Tabelle zeigt die einem Aktienmarkt tiefpunkt folgende Entwicklung am Beispiel des US-Aktienindex S&P 500. Vom 9. März bis 9. Juni 2009 betrug die Performance beachtliche 39 Prozent. Unterstellt man ein Ende der US-Rezession und nimmt gleichzeitig an, dass der 9. März 2009 ein Tiefpunkt im S&P 500 war, mögen Chancen für einen weiteren Anstieg der Aktiennotierungen bestehen. Dennoch: Die Bäume wachsen nicht in den Himmel. In acht von zehn Fällen wies der Aktienmarkt genau ein Jahr nach seinem Tiefpunkt ein geringeres Niveau auf als die 2009 in nur drei Monaten erzielte Wertentwicklung.

Allerdings darf nicht vergessen werden, dass die Rezessionen in Amerika immer erst im Nachhinein durch das NBER (National Bureau of Economic Research) ermittelt werden. Die beiden zurückliegenden kurzen Rezessionen 1990/1991 und 2001 ermöglichten dem Investor damit nicht, sich der Lage bewusst zu werden und Vergleiche wie diese hier anzustellen.

Die Daten in der Tabelle stimmen positiv, denn das zeitliche Ausmaß der jetzigen Rezession spricht für ihr baldiges Ende. Dennoch könnte diese Betrachtung in die Irre führen: Eine Studie von Kenneth S. Rogoff und Carmen M. Reinhart untersuchte 22 Banken Krisen, darunter auch die jüngsten fünf Banken Krisen in den Industrieländern.

Eine der wesentlichen Erkenntnisse ist, dass die negativen Effekte auf die Realwirtschaft nach einer Banken Krise massiv sind und vor allem lange andauern. Die Wirtschaftskraft pro Kopf fällt im Durchschnitt um mehr als 9 Prozent innerhalb von

Ein Blick in die Historie zeigt, nach Banken Krisen fiel die Wirtschaftskraft um mehr als 9 Prozent

knapp zwei Jahren. Die negativen Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt sind dagegen noch länger spürbar. Die Arbeitslosenquote steigt im Durchschnitt innerhalb von 4,8 Jahren um absolut 7 Prozentpunkte an. Demnach könnten die USA in einigen Jahren durchaus Arbeitslosenquoten von 11 bis 12 Prozent sehen (aktuell: 9,4 Prozent).

Auch für die Immobilienmärkte muss mit einer langen Durststrecke gerechnet werden. In den untersuchten Banken Krisen dauerte es im Schnitt fünf Jahre, bis die Häuserpreise ihren Tiefpunkt erreicht hatten; dabei fielen die Preise vom Hoch zum Tiefpunkt um 36 Prozent. Auch für die Aktienmärkte fällt das Ergebnis ernüchternd aus: Es dauerte im Durchschnitt 3,4 Jahre, bis die Aktien an ihrem Tiefpunkt angelangt waren. Würde man diese Zeitspanne ansetzen, ergäbe sich ein Tiefpunkt an den Aktienmärkten erst im Jahr 2011.

10- und 30-Jahres-Renditen am Aktienmarkt

Wie ist der aktuelle dramatische Kursverlust im historischen Kontext zu sehen? Bei der Beantwortung

dieser Frage hilft ein Blick auf die realen und damit inflationsbereinigten historischen 10- und 30-Jahres-Renditen des US-Aktienmarktes seit 1901 (siehe Grafik auf S. 32). Dividendenzahlungen wurden nicht berücksichtigt, um den Schwerpunkt auf die reinen Kursschwankungen zu legen. Ein Lesebeispiel: Ein Anfang Mai 1999 getätigtes Investment hätte zehn Jahre später, im Mai 2009, einen durchschnittlichen jährlichen Verlust von 6,2 Prozent ergeben (entspricht 47 Prozent Gesamtverlust). Dies dürfte die Illusion zerstören, nach der ein Aktienanleger mit einem Anlagehorizont von zehn Jahren angeblich immer eine positive Bilanz ziehen kann. Die häufig proklamierte Strategie „Buy and Hold“ müsste vielleicht besser „Buy and Hope“ heißen.

Verwundern mag jedoch ein Blick auf die 30-jährigen Erträge: Ein Anleger, der vor exakt 30 Jahren ein Investment in Aktien tätigte, bilanziert heute einen realen Gewinn von 3,8 Prozent p.a. Das liegt über dem langfristigen Durchschnitt von 1,7 Prozent p.a. Das Wort „über“ dürfte eine Überraschung darstellen. Der heutige Anleger blickt >>

Arbeitslosenquote in den USA von bis zu 12 Prozent wahrscheinlich

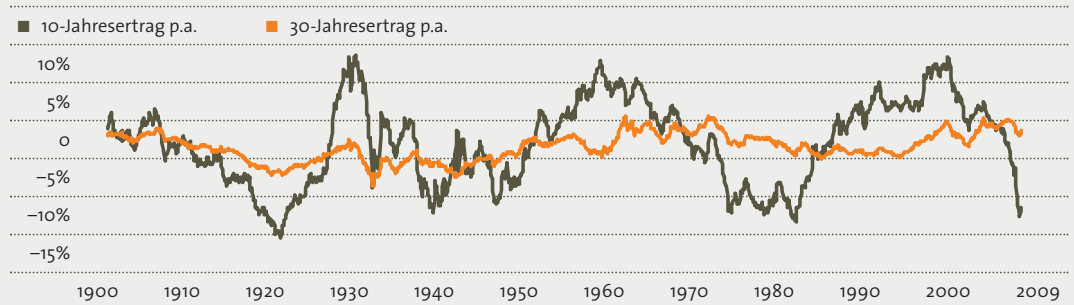
USA: Rezessionen und Aktienmarktentwicklung

	Rezession					S&P Performance nach Rezessionstief 3/6/9/12 Monate später			
	Startdatum	Enddatum	S&P 500 Tiefpunkt am	Monate später seit Start der Rezession	Monate vor Ende der Rezession	3M	6M	9M	12M
1	Dez 48	Okt 49	13.06.1949	6	4	14,5%	19,2%	26,6%	33,7%
2	Aug 53	Mai 54	14.09.1953	1	8	9,9%	17,7%	27,5%	38,5%
3	Sep 57	Apr 58	22.10.1957	3	6	6,1%	9,8%	19,0%	31,5%
4	Mai 60	Feb 61	25.10.1960	5	4	15,9%	25,2%	27,6%	30,9%
5	Jan 70	Nov 70	26.05.1970	4	6	16,9%	20,8%	38,7%	44,5%
6	Dez 73	Mrz 75	03.10.1974	10	5	13,5%	29,9%	51,5%	34,6%
7	Feb 80	Jul 80	27.03.1980	1	4	18,3%	31,1%	39,1%	37,1%
8	Aug 81	Nov 82	12.08.1982	12	3	37,8%	41,6%	61,1%	57,7%
9	Aug 90	Mrz 91	11.10.1990	2	5	6,7%	28,8%	28,7%	28,8%
10	Apr 01	Nov 01	21.09.2001	5	2	18,0%	17,2%	2,8%	-13,7%
11	Jan 08		09.03.2009 (?)	14		39,3%	?	?	?
Durchschnitt				6	5	17,9%	24,1%	32,3%	32,4%

Quellen: NBER, eigene Darstellung.

Anlagehorizont für Aktien: Zehn Jahre garantieren nicht automatisch eine reale Rendite

Historische annualisierte reale 10- und 30-Jahres-Renditen des S&P-Composite-Index



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Daten von Robert Shiller, www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm.

Gewichtung der Anlageklassen von Bullen- und Bärenzyklus abhängig machen

<< zwar auf eine desaströse Anlageperiode seit dem Jahr 2000 zurück, aber die vorherige Periode war von massiven Kursavancen gekennzeichnet (in den Jahren 1982 bis 2000 stieg der Aktienmarkt um 666 Prozent, was die größte Hausse-Bewegung aller Zeiten darstellte). Die Folge: Das aktuelle 30-Jahres-Performanceergebnis in Aktienanlagen ist trotz der Riesenverluste seit dem Jahr 2000 historisch als überdurchschnittlich einzustufen.

Erkenntnisse aus der Krise

Rohstoffinvestments und Hedgefonds waren 2008 kein Allheilmittel gegen Kursverluste. Dennoch: Die Streuung über mehrere Anlageklassen erscheint unumgänglich, will man Portfolios mit geringeren Risiken konstruieren und diese mit einem relativen Sicherheitsnetz durch widrige Marktverhältnisse steuern. Investoren dürfen jedoch nicht der Illusion erliegen, es gäbe irgendeine risikobehaftete Anlageklasse, die einen konträren Verlauf zu Aktien gewährleiste. Selbst Staatsanleihen, die bisher als sicherer Hafen galten, könnten zukünftig in schwierigen Aktienmarktphasen ein anderes Verhalten zeigen als bisher. Die Diskussion um die kommende Flut an Staatsanleihen hat gerade erst begonnen.

Die in der Finanzbranche dominant vertretene Auffassung, nach der langfristig mindestens 90 Prozent der Performance aus der strategischen As-

set-Allokation herrühren und Market Timing keinen positiven Mehrwert liefert, steht auf dem Prüfstand. Ein Investor sollte durchaus die Gewichtung verschiedener Anlageklassen von der Position der Finanzmärkte im jeweiligen Bullen- und Bärenzyklus abhängig machen.

Anstieg an den Aktienmärkten gerechtfertigt?

Welche Schlussfolgerungen und Prognosen lassen sich aus den vorangegangenen Betrachtungen ziehen? Ganz allgemein ist es aktuell außerordentlich schwierig, wenn nicht gar unmöglich, überhaupt sinnvolle Prognosen aufzustellen. Demut vor den Unwägbarkeiten, die uns die Zukunft bietet, ist allemal angebracht.

Die höhere Risikobereitschaft an den Finanzmärkten, die sich in steigenden Aktiennotierungen und Rohstoffpreisen ausdrückt, wird als Signal für die Gesundung der Weltwirtschaft angesehen. Bestimmte, noch im September und Oktober letzten Jahres herumgereichte Worst-Case-Szenarien sind sicherlich erst einmal ad acta gelegt. Andere, heute noch nicht vorstellbare Schreckensszenarien mögen jedoch im Verlauf des Jahres den Marktteilnehmern wieder aufgetischt werden. Sorglosigkeit erscheint uns nicht angebracht.

Zugegeben: Die makroökonomischen Aussichten haben sich in diesem Zeitraum verbessert. Wir

Es gibt keine risikobehaftete Anlageklasse, die einen konträren Verlauf zu Aktien gewährleistet

beobachten unter anderem den vom US-Forschungsinstitut Conference Board veröffentlichten Index der vorlaufenden Indikatoren. Dieser stieg sowohl im April als auch im Mai 2009 um jeweils mehr als 1 Prozent. Dies stimmt zuversichtlich, das Ende der US-Rezession ist damit aber noch keineswegs sicher.

Breite Allokation ist Grundprinzip

Die adäquate Frage zum jetzigen Zeitpunkt muss lauten: Rechtfertigt die Aufhellung an der konjunkturellen Front den Anstieg an den Aktienmärkten? Es ist durchaus nicht ungewöhnlich, wenn viele Kommentatoren den Aktienmärkten aktuell ein besseres Chance-Risiko-Verhältnis einräumen als noch vor zwei oder drei Monaten – und das, obwohl beispielsweise der europäische Aktienmarkt vom Tiefpunkt bis Anfang Juni circa 40 Prozent zulegen konnte. Aus reiner Bewertungsicht sind die Märkte heute teurer als vor zwei oder drei Monaten. So werden die für dieses Jahr erwarteten Gewinne im DAX aktuell mit dem 14-Fachen bewertet. Ende März lag dieser als Kurs-Gewinn-Verhältnis

bekanntes Bewertungsmaßstab noch unter 11. Darüber hinaus waren die Aktienmärkte im März-Tief zwar niedrig bewertet, ein wirklich tiefes Ausverkaufsniveau erreichten sie aber nicht.

Wir sehen auf Sicht der nächsten Monate insbesondere dann Probleme auf die Aktienmärkte zukommen, wenn sich die Erwartungen an eine konjunkturelle Erholung nicht erfüllen. Aber selbst wenn es zu einem konjunkturellen Aufschwung kommen sollte, kann es Probleme geben. Steigen die Zinsen weiter und ziehen die Rohstoffpreise nochmals an, wäre dies negativ für die Aktienmärkte. Steigende Rohstoffpreise belasten sowohl die Konsumenten als auch die Industrie. Ein auch zukünftig steigendes Zinsniveau erhöht dagegen die Refinanzierungskosten der Unternehmen und würde insbesondere den auf Pump funktionierenden Immobilienmarkt in den USA belasten.

Wir können uns durchaus ein nochmaliges Testen des März-Tiefs vorstellen. Für die kommenden Monate sind wir aus heutiger Sicht äußerst vorsichtig gestimmt. Dem Grundprinzip der breiten Allokation über verschiedene Anlageklassen (Aktien, Renten, Immobilien, Rohstoffe) räumen wir höchste Priorität ein. ■

Aus reiner Bewertungsicht sind die Märkte heute teurer als vor zwei, drei Monaten

Was Anleger wissen müssen

- >> Aktienmarkt ist der Frühindikator für die Entwicklung der Realwirtschaft.
- >> Studien früherer Banken Krisen zeigen, dass die Auswirkungen auf die Wirtschaft massiv sind und lange andauern.
- >> Sinnvolle Prognosen sind derzeit kaum möglich.
- >> Worst-Case-Szenarien sind erst einmal ad acta gelegt.
- >> Höhere Risikobereitschaft an Finanzmärkten wird als Gesundung der Weltwirtschaft gewertet.
- >> Selbst bei einem konjunkturellen Aufschwung kann es Probleme geben, wenn die Zinsen steigen und die Rohstoffmärkte anziehen.
- >> Nochmaliges Testen des März-Tiefs ist nicht ausgeschlossen.
- >> Völlig unkorrelierte Asset-Klassen gibt es nicht mehr.
- >> Strategie „Buy and Hold“ ist eine Illusion.
- >> Market Timing wird eine Renaissance erleben.
- >> Breite Diversifikation des Portfolios sollte höchste Priorität haben.



Christian Kempe
ist Portfoliomanager
bei der FOCAM AG.