
Allgemeiner Marktkommentar

München, 24.10.2008

Doppeltief oder neuer Aktien-Absturz? Historisch einmalige Lage erfordert vorsichtige Strategie

Prognosen für die Gesamtmärkte sind weiterhin in ungewöhnlich hohem Maße von Entscheidungen der Politiker und der Zentralbanken abhängig. Voraussagen hinsichtlich der Entwicklung von Einzelaktien sind derzeit besonders schwierig, weil die Märkte ähnlich wie 2002 oder 1998 in keiner Weise auf fundamentale Daten reagieren, zumindest nicht auf positive. Dies passierte in der Vergangenheit immer in solchen Zeiten, in denen einerseits Aktienfonds ganz massiv zurückgegeben wurden und die Fondsmanager ohne Ansehen der Qualität der Aktien verkaufen müssen, um ihre Rückgaben bewältigen zu können. Andererseits waren dies Perioden, in denen die Unternehmensgewinne generell stark fielen und somit eine schlechte "Visibilität" (das heißt auch Vorhersagbarkeit) zukünftiger Gewinne möglich war. Entsprechend schwer fällt es, einen klaren Kurs durch das augenblickliche Unwetter zu steuern. Immerhin erscheint das größte Problem ("wie sicher ist mein Geld bei meiner Bank?") zunächst einmal gelöst bzw. aufgeschoben zu sein. Verschlechtert sich die Konjunktur jedoch rapide (was zu erwarten ist), so könnten in einem halben Jahr neue Probleme bei den Banken (faule Kredite!) auf dem Tisch liegen.

In den nächsten Monaten könnte es eine Teilerholung an den Aktienmärkten geben. Jedenfalls ist die Markttechnik so gut wie nie, seit wir entsprechende Daten in unseren Statistiken erheben. Von den Tiefs haben die Märkte allerdings schon wieder prozentual fast so viel zugelegt, wie bei den anderen Erholungen dieses Jahres. Niemand weiß, ob die Märkte jetzt wirklich schon Boden gefunden haben. Auch nicht aus dem Blickwinkel der Bewertung, die zum Teil sehr niedrig ist. Nicht nur absolut liegen einige Aktien (beispielsweise die Deutsche Bank) unter ihren Tiefstkursen von 2002/03 und auch viele internationale Indizes nähern sich diesen Tiefständen vor sechs Jahren an. Selbst im 10-Jahres-Vergleich ist an den meisten Aktienmärkten nichts gewonnen, wenn man die Kaufkraftentwertung hinzurechnet, sogar erheblich verloren worden.

Nach zehn per Saldo dürrer Aktienjahren und sehr niedrigen Bewertungen sind antizyklische Käufe zuletzt von einer Reihe von Investoren propagiert worden. Fondsmanager (die in der Vergangenheit durchaus richtig lagen, wie Faber oder Möbius - dort hauptsächlich Asien-Optimismus!) und der immer noch als "Wunderinvestor" von den Medien propagierte Warren Buffett, haben antizyklische Käufe (z.B. bei General Electric und Goldman Sachs) in Milliarden-Größenordnung vorgenommen und letzterer hat gleichzeitig "patriotisch" angekündigt, daß er dabei ist, sein privates Konto von 100% US-Staatsanleihen auf 100% US-Aktien umzustellen. Sind solche Signale zusammen mit Stimmungsindikatoren, die im Grunde nicht besser sein könnten, ein Zeichen, daß die Märkte nun ihre Tiefstkurse erreicht haben?

Europäische Aktien werden gegenwärtig vielfach mit dem 7- bis 8-fachen Gewinn bewertet. Wenn man aber die plötzlichen Verschlechterungen der Gewinnprognosen (z.B. bei Electrolux) heranzieht, so verdoppeln sich zum Teil PEs von heute 6 auf morgen (Gewinne des nächsten Jahres) ca. 12 im Hinblick auf kommende Gewinnhalbierungen.

Zyklische Branchen, wie Automobilhersteller oder von der Finanzkrise getroffene Banken und Versicherungen, dürften weiterhin vor extremen Gewinnbelastungen stehen, so daß hier angeblich niedrige Kurs/Gewinn-Verhältnisse kaum eine realistische Orientierung sein dürften. Zugleich gibt es Gesellschaften, wie die großen deutschen Versorger, die oft schon ihre Umsätze für 2010 weitgehend im Trockenen haben und dadurch eine gute "Visibilität" der Gewinne besitzen und gleichzeitig Dividendenrenditen aufweisen, die voraussichtlich zwischen 7% und 10% (am höchsten RWE Vorzüge) betragen.

Auch andere Gesellschaften, wie Bilfinger Berger, spüren die Kreditkrise bisher noch in keiner Weise und sind extrem niedrig bewertet z.B. bezogen auf Bauleistung, Gewinn, Cash-Reserven in der Bilanz (Nettoliquidität entspricht ca. einem Viertel des Börsenwertes) und einer erwarteten Dividendenrendite von ca. 7%. Solche Bewertungen bei erstklassigen Unternehmen wären vor einem Jahr noch vollständig undenkbar gewesen.

Auch wurde darauf gesetzt, daß es immerhin Teilabkoppelungen von dem Immobilien-Desaster in den USA und der dortigen Finanzkrise geben würde. In Asien gibt es gleichfalls viele Aktien, die zweistellige Dividendenrenditen haben - bei fehlenden Schulden und Barreserven in der Bilanz, die oft über den halben Börsenwert hinausgehen. Allerdings kauft im Moment so gut wie niemand, außer oft Großaktionären und dem eigenen Management.

Die Haupt-Aktienkäufer weltweit waren in den vergangenen Jahren die Unternehmen bei ihren eigenen Aktien. Diese Zahlen gingen bis 700 Mrd. \$ in den USA (netto Aktienrückkäufe minus Kapitalerhöhungen der Unternehmen). Beim heutigen Börsenwert von rund 11.400 Mrd. \$ für den gesamten US-Aktienmarkt waren dies immerhin ca. 6% der US-Börsenkapitalisierung. Eine entsprechende Nachfrage dürfte aber in Zukunft weitgehend wegfallen. Selbst Unternehmen, die bisher massiv eigene Aktien gekauft haben, wie General Electric, sind nun plötzlich gezwungen, den Aktionär um eine Kapitalerhöhung (siehe Warren Buffett) anzugehen, um flüssig zu bleiben. Auffälligerweise ausgerechnet Unternehmen, die eine halbe Bank sind, wie General Electric.

Ob solche Käufe antizyklisch (mittel- und längerfristig) wirklich ratsam sind, stellt sich mit der Frage, ob die Konjunkturwende in den USA (wie von Warren Buffett erwartet) im nächsten Halbjahr bevorsteht. Man muß sich aber vor Augen halten, daß selbst die stärkste monetäre Ankurbelung, die die USA unter Greenspan erlebt haben (ab 1. Halbjahr 2001), erst rund zwei Jahre später gewirkt hat. Gegenwärtig könnten die üblichen Zeitverzögerungseffekte (die in der Vergangenheit im Durchschnitt nur bei sechs Monaten lagen) sogar noch länger dauern, da Unternehmen wie Verbraucher die verbesserten Kreditmöglichkeiten nicht oder nur teilweise annehmen könnten. Es ist also höchst zweifelhaft, ob selbst Erfolginvestoren, wie Warren Buffett, diesmal Recht bekommen oder nicht einfach eine gute Tat für das eigene Land ("buy American") vollbringen wollen - genauso wie die milden Altersgaben in die Gates-Stiftung. Der Versuch der Bankensanierungen ist eine weltweite konzertierte Aktion, die es in ähnlichem Ausmaß noch nie gab: Die einmalige Aktion aus Zinssenkungen, Garantierung der Kontenguthaben und Staatsbeteiligungen (bei dieser dringend notwendigen Maßnahme führten die Briten, die allerdings auch die größten Bankprobleme haben). Während Deutschland von Weltwirtschaftswachstum, Globalisierung und Industrie abhängig ist, steht und fällt Großbritannien mit seinem Londoner Finanzplatz. Das systemische Risiko wird damit (zunächst) zwar vermieden, aber wie sich eine konjunkturelle Besserung oder gar eine Steigerung der Unternehmensgewinne ergeben soll, ist nicht nur unklar, sondern eher unmöglich. Der Öffentlichkeit soll verdeutlicht werden, wie schnell heute agiert wird und wie wenig dies 1929 in den USA oder ab 1990 in Japan der Fall war.

Allerdings:

Tatsächlich stehen diesmal die Bankenprobleme schon am Anfang der Krise, während sie in den USA erst 1932 begannen, als die Anleger in großem Umfang Bargeld von den Banken abhoben und (wie heute) kurzlaufende Staatsanleihen kauften. Dies dürfte daran liegen, daß die Verschuldungsprobleme (die Ursache der Krise, keineswegs nur der US-Immobilienmarkt) viel größer sind als 1929. Damals lag die US-Verschuldung bei ca. 150% des BIP, heute bei ca. 350%. Der Unterschied zu 1929 liegt also nicht darin, daß man heute "flexibler" reagiert, sondern daß die Probleme um ein Vielfaches größer sind und auch mit allen möglichen Maßnahmen zum Überdecken oder Verschieben der Verschuldungsprobleme (beseitigen kann man sie ohnehin nicht) das Problem nicht geschickt "weggemanagt" werden kann.

Impressum

Der Allgemeine Marktkommentar ist kostenlos und erscheint einmal wöchentlich elektronisch. Der Inhalt (inkl. aller Zahlenangaben) ist ohne Gewähr. Kein Teil des Allgemeinen Marktkommentars darf (auch nicht auszugsweise) ohne unsere ausdrückliche vorherige schriftliche Zustimmung reproduziert werden.