
Allgemeiner Marktkommentar

München, 21.11.2008

Beginnender Durchbruch nach unten?

Die zu erwartenden Konjunkturprogramme sind hinsichtlich ihrer prozentualen Höhe in Relation zum Bruttoinlandsprodukt besonders in den USA mit zweistelligen Größenordnungen (also über 10%) imponierend. Man fragt sich allerdings nur, ob die Solvenzprobleme der Verbraucher und der Finanzbranche (Banken, Versicherungen, Schattenbankensystem, wie Hedge-Fonds) verschoben werden auf ein Solvenzproblem des Staates. Wenn international vom Staat zu viele Kredite aufgenommen werden, ist es denkbar, daß die Anleger sich weigern, Staatsanleihen zu zeichnen und allein deshalb die langfristigen Zinsen erheblich steigen. Eine solche Entwicklung in der ohnehin sehr ungünstigen Konjunkturlage hätte zweifellos extrem negative Folgen. Kurzfristig sind solche Überlegungen aber noch nicht realistisch.

Steil abwärts geht es mit dem Schattenbanken-System, wo besonders die Hedge-Fonds zu nennen sind. Diese weltweit etwa 11.000 Fonds verwalteten in der Spitze ca. 2.000 Mrd. \$, wozu nach Schätzungen noch viele tausend Dollar Milliarden-Kredit hinzukamen (teilweise wurde bis zu 30-fach mit Fremdkapital gehebelt). Inzwischen zeichnet sich aufgrund von Anteils-Kündigungen und Wertrückgängen ab, daß die Vermögenswerte der Branche im 4. Quartal um rund ein Viertel auf ca. 1,3 Billionen Dollar fallen werden. Ähnlich wie viele Investment-Fonds (Rückgaben von Aktienfonds in noch nie dagewesener Größenordnung) lösen auch die Hedge-Fonds-Rückgaben einen Teufelskreis aus, da die Verkäufe der Fonds zu rückläufigen Anteilspreisen führen, die wiederum neue Rückgaben auslösen. Ohne die Hedge-Fonds wäre der Preisverfall an den Aktienbörsen und den Rohstoffmärkten sicherlich nicht im bisherigen Tempo verlaufen, und die Volatilität an den Devisenmärkten wäre nicht so groß gewesen wie in den vergangenen Monaten.

International, besonders aber in den USA, schlug die Stimmung der Öffentlichkeit massiv um - gegen die Hedge-Fonds-Manager, die zum Teil (wie bei Schwarzmans Blackstone oder bei GLG) ihre Aktien noch kurz vor den Aktienmarkteinbrüchen zu astronomischen Preisen (bis 40% des verwalteten Vermögens als Börsenwert) losschlugen. In der vergangenen Woche mußten fünf US-Fondsmanager, die jeweils über 1 Mrd. \$ im vergangenen Jahr verdient hatten, in Washington unter Eid aussagen, wobei viele den Hedge-Fonds-Managern die Schuld an der Intensivierung der Finanzkrise zuwies. Tatsächlich ist es fraglich, ob Lehman (zumindest so schnell) ohne die massiven Leerverkäufe (David Einhorn) einiger Hedge-Fonds zusammengebrochen wäre. Bisher sind die Hedge-Fonds praktisch nicht reguliert und können somit die Kurse nach unten manipulieren, was zu entsprechenden Unternehmenskonkursen führen kann.

Natürlich sind genauso bei einem systematischen Aufkauf von Aktien (z.B. über Optionen) absurde Kurssteigerungen nach oben möglich, wie dies bisher nur am Neuen Markt in Deutschland zu sehen war. Die Neue Markt-Fondsmanager mußten damals allerdings ihre nach oben manipulierten Aktien später (bei Fondsrückgaben) wieder verkaufen. Wenn jedoch ein Unternehmen ein anderes Unternehmen aufkauft und dessen Aktien nie wieder verkaufen muß, sind Manipulationsmöglichkeiten natürlich noch mehr Tür und Tor geöffnet.

Werden einerseits Aktien (z.B. durch angloamerikanische Hedge-Fonds-Verkäufe) auf absurd niedrige Niveaus gedrückt, während andererseits Hedge-Fonds aber Aktien auf das 10-fache des vermutlich fairen Preises (bei VW-Orientierung z.B. die Volkswagen-Vorzugsaktie) "hochziehen", so kann man sich vorstellen, welcher Schaden hier wiederum (ähnlich wie am Neuen Markt) bei der deutschen Aktienkultur angerichtet wird. Man kann sich vorstellen, daß der Privatanleger wahrscheinlich auf Jahre hinaus (noch schlimmer als nach dem Jahre 2000) die Finger von Aktien lassen wird. Dies gilt nicht nur für deutsche Titel, sondern auch für viele Auslandsmärkte. Wohl kaum jemand hätte erwartet, daß sich z.B. der russische Aktienmarkt seit dem Sommer dieses Jahres von 2.500 innerhalb weniger Monate auf gut 500 fünftheln würde. Hintergrund ist hier einerseits der Rohstoffpreisverfall, andererseits das Vorgehen Putins gegen einzelne Aktiengesellschaften und nicht zuletzt die Zuspitzung der politischen Lage zwischen den USA und Rußland. Auch die Tatsache, daß Japan fast 19 Jahre nach dem Indexhoch nur bei einem Niveau von ca. 20% der seinerzeitigen Höchstkurse (bzw. auf einem Tief seit 1982) notiert, verschreckt viele Aktionäre.

Der US-Konsum fiel übrigens im September am stärksten seit Februar 1946: Das Hauptproblem der Konjunkturentwicklung in den nächsten 12 Monaten könnte aber die Arbeitslosenentwicklung werden. Damit kommt der Hauptteil der Konjunktur in den westlichen Industrieländern (Anteile des Konsums am Bruttoinlandsprodukt von 55% bis 70%) unter Druck. Besonders Länder mit hohem Exportanteil dürften unter dem voraussichtlich zu erwartenden Einbruch des Welthandels leiden - mit entsprechenden Folgen für die Arbeitslosigkeit. Aber auch Länder mit sehr hohem Anteil des Finanzwesens am Bruttoinlandsprodukt werden überdurchschnittlich leiden. Das Deleveraging (Rückführung der Verschuldungshebel) wird besonders in den angloamerikanischen Ländern (speziell USA und Großbritannien) am stärksten sein und die Konjunktur dort über Jahre hinaus drücken (Anteil Kredite am US-Bruttoinlandsprodukt, wo die Rückführung auf ein Normalniveau viele Jahre dauern wird). International (besonders in den westlichen Industrieländern, weniger in Asien) ist die Krise eine Verschuldungskrise, die nur durch eine Rückführung der Bankbilanzen gesteuert werden kann. Jede Regulierung (die Hauptforderung bei der erwarteten Neuordnung des Welt-Finanzsystems) wird zu höheren Eigenkapitalanforderungen und Rückführung von Krediten führen. In den nächsten Jahren ist damit mit einer erheblichen Schrumpfung des Finanzanteils am Bruttoinlandsprodukt zu rechnen, wobei wieder die angloamerikanischen Länder am meisten leiden dürften. Auch dies wird die Arbeitslosigkeit (bei sehr hoch bezahlten und wichtigen Konsumenten) stark erhöhen.

Geht man davon aus, daß große Baissephasen im Allgemeinen zwischen dem 0,5-fachen und dem 1,0-fachen Buchwert der Aktien Halt machen (als erste Börse notiert Japan bereits - im Durchschnitt! - unter Buchwert), so müßte der Dow ebenfalls noch rund um ein Drittel fallen. Bei den Buchwerten ist international heute allerdings auch Vorsicht geboten, da viele wenig werthaltige Posten, wie "Goodwill", hochgradig in den Bilanzen vertreten sind bzw. die Buchwerte künstlich verdoppelt haben. Bezogen auf die Dividendenrenditen machten größere Baissen in den USA bei ca. 6% Dividendenrendite Halt (Dow heute bei 3,8%, S & P 500 bei ca. 3,5%). Kursziele für Indizes sind natürlich kaum wirklich errechenbar. Das einzige, was man sagen kann, ist, daß es historisch keine Vergleichssituation gibt, in der eine ähnlich hohe Verschuldung wie heute herrschte und in der dann extremste Gegenmaßnahmen (in Sachen neuer Staatsverschuldung) eingeleitet werden, die ebenfalls ohne historisches Beispiel sind. Für die Verbraucher wird es international (besonders in den USA) sehr schwer und besonders der US-Konsum wird sich für viele Jahre nicht erholen - mit allen Negativ-Konsequenzen für europäische und asiatische Exporte.

Während Banken (besonders großen) geholfen werden muß, um eine Kernschmelze im Finanzsystem (und damit einen endgültigen Konjunkturzusammenbruch) zu vermeiden, ist es die Frage, wie weit andere Schlüsselindustrien (Automobil) gerettet werden müssen. Der Anteil der Autobauer an der Industrie liegt bei gut 13% - also eine der wichtigsten Branchen in Deutschland (Schlüsselindustrie!). Beschäftigt werden gut 760.000 Menschen.

Ein Zusammenbruch bei General Motors in den USA würde sogar noch wesentlich größere Kreise ziehen. Ein GM-Konkurs würde den Steuerzahler wahrscheinlich ca. 200 Mrd. \$ kosten, die drei großen US-Produzenten beschäftigen allein 240.000 Menschen, dazu weitere schätzungsweise 5 Millionen, die direkt von den drei großen Automobilproduzenten abhängen. Zusätzlich dazu kommen die Verkaufsagenturen mit 344.000 Beschäftigten. Würde die US-Autoindustrie die Produktion nur um 50% kürzen (Absatz zuletzt rund 35% Minus), würde dies 2,5 Mio. Jobs und über 100 Mrd. \$ Steuereinnahmen kosten. Kein Wunder, daß GM an der Börse nur noch 1,8 Mrd. \$ kostet (und sich damit nicht für den DAX qualifizieren würde). Allerdings hat GM auch Schulden (hauptsächlich Anleihen) in dreistelliger Milliarden-Größenordnung. Marode Firmen zu retten, hat sich volkswirtschaftlich aber noch nie ausgezahlt (wie die letzte Chrysler-Rettung zeigt). Übrigens sind 80% der US-Amerikaner gegen eine Rettung von GM (in Deutschland dürfte es wahrscheinlich umgekehrt sein), denn sie belastet alle Steuerzahler und verlängert die Leidenszeit. Automobilhersteller sind deshalb symptomatisch für die Gesamtkonjunktur und fehlgeschlagene Konjunkturprogramme. Auch in Japan wurden 20% des Bruttoinlandsprodukts in acht Konjunkturprogrammen aufgewendet, was letztlich aber nicht half - genauso wenig wie zuvor beim New Deal in Amerika.

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.