

Harte Zeiten

Meine Warnungen vor einem schwierigen Börsenjahr 2008 haben sich leider bewahrheitet. Im vierten Quartal mündete die Baisse in einem dramatischen Ausverkauf. Doch nach den satten Verlusten der jüngsten Vergangenheit könnte die Zeit für eine deutliche Gegenbewegung gekommen sein. Doch mehr als eine Bärenmarktrally dürfte wohl vorerst nicht auf dem Programm stehen.

Ein dramatisches Börsenjahr liegt hinter uns. Hatten Sie zu Jahresanfang ernsthaft mit derartigen Verwerfungen gerechnet?

Ich habe seit Frühjahr 2007 in meinen BoersenBlick-Kommentaren wiederholt auf das schlechte Chancen-Risiko-Verhältnis an den internationalen Aktienmärkten hingewiesen. Doch das Ausmaß und die Vehemenz der jüngsten Einbrüche hat mich dann doch auch überrascht. Die zu beobachtende Volatilität war rekordverdächtig. Das „forced selling“ überschuldeter Marktteilnehmer hat die Lawine beschleunigt. Eine klassische Börsenpanik, das Kino brennt und alles strömt zum viel zu kleinen Ausgang. Unterm Strich erlebten wir 2008 das verlustreichste Börsenjahr seit 1932!

Warum haben die Märkte erst so spät auf die bestehenden und eigentlich offenkundigen Ungleichgewichte reagiert?

Ich muss gestehen, dass ich selbst von der Trägheit des Marktes überrascht war. Spätestens im Frühjahr 2007 verdichteten sich die Anzeichen für eine unberechenbare Finanzkrise. Doch die Märkte kletterten bis Ende 2007 unbedarft weiter, wieder einmal wurden bestehende Risiken ausgeblendet bzw. dramatisch unterschätzt. Und sogar kurzfristig brauchen die Märkte manchmal länger als gedacht, um auf besondere Entwicklungen zu reagieren. So war ich Ende September doch sehr überrascht, wie cool die Märkte erst einmal auf die Lehman-Pleite reagierten. Der Markt brauchte dann länger als eine Woche, um das ganze Ausmaß dieses Dramas zu realisieren.

Glauben Sie, dass an der Wall Street eine Ära zu Ende gegangen ist?

Ja, letztendlich hat sich das System selbst zerstört, die obszön bezahlten Investmentbanker haben sich gegenseitig pulverisiert. Der gewaltige US-Kreditballon ist geplatzt. Die Bereinigung der jahrelangen Exzesse wird wohl anhalten, zudem werden vermutlich über das Ziel hinausschießende Aufsichtsmaßnahmen das Leben der Finanzakrobaten zusätzlich erschweren.

Sie sind schon seit Jahren sehr pessimistisch in Hinblick auf die Entwicklung in den USA. Hat sich an dieser Einschätzung etwas geändert?

Nein, die fetten Jahre sind längst vorbei. Die USA und ihre Bürger haben seit Jahren über ihre Verhältnisse gelebt. Zuletzt musste immer mehr Kredit zur Verfügung gestellt werden, um überhaupt noch Wirtschaftswachstum zu erzeugen. Ein Großteil der Gewinne der US-Industrie resultierte aus Finanzgeschäften. Zeitgleich erodierte die industrielle Basis des Landes. Das kann auf Dauer nicht gut gehen.

War das Krisenmanagement der US-Administration im vergangenen Herbst opportun?

Die Entscheidung, Lehman Brothers pleite gehen zu lassen, wurde im nachhinein heftig kritisiert und als Katalysator für den Ausverkauf im Oktober gewertet. Doch letztendlich musste wohl endlich ein Exempel statuiert werden. Die Gründe dafür, dass es soweit kommen konnte, dürften in der Vergangenheit liegen. Bei der großen Schieflage des Hedgefonds LTCM im Jahre 1998 ließen die Notenbanker eine gute Gelegenheit verstreichen, der Wall Street einen deutlichen Denkkzettel zu verpassen. Durch die Rettung von LTMC entstand damals der fatale Eindruck, dass letztendlich immer der Steuerzahler die Zeche zahlen werde. Damit war weiteren Exzessen Tür und Tor geöffnet. Dass bittere Marktberäuberungen auch ein wichtiger Bestandteil eines freien Marktgeschehens sind, dass wird von vielen Marktbeurteilern offensichtlich nicht verstanden. Im Krisenfall ruft man dann doch lieber nach Mamma. Horrende Gewinne privatisieren, Verluste sozialisieren, ist das vielleicht die neue Form der sozialen Marktwirtschaft?

Sie hatten im BörsenBlick 03/08 einen scharfen Sell-Off an den von Ihnen favorisierten Aktienmärkten in Asien vorausgesagt. Ist dort nun das Schlimmste vorbei?

Die grassierende Risikoscheu, das Deleveraging vieler Marktteilnehmer und die Repatriotisierung von US-Dollars hat den von mir langfristig favorisierten asiatischen Aktienmärkten brutale Verluste beschert. Obwohl die fundamentale Situation der meisten asiatischen Staaten bzw. Unternehmen besser als im Westen ist, fielen die Verluste an diesen Märkten noch höher aus. „Alles muss raus“, es wurden beste Aktien verramscht, um dringend benötigte Liquidität zu schaffen. Dabei erwiesen sich die Aktienmärkte im Gegensatz zu den Märkten für Derivate als relativ liquide. Und so wurden speziell bei den in den letzten Jahren kräftig gestiegenen Asien- bzw. Rohstoff-Aktien Gewinne mitgenommen. Für den langfristig orientierten Investor eröffneten sich damit lukrative Einstiegsgelegenheiten. Im Sog von Zwangsliquidationen fielen zahlreiche asiatische Blue Chips zeitweilig auf absolute Value-Bewertungen zurück. Ob die im Oktober/November markierten Tiefststände aber schon das Ende der Baisse bedeuten, bleibt abzuwarten. Das Ende einer Baisse lässt sich leider immer erst rückblickend sicher terminieren.

Die asiatischen Volkswirtschaften sind doch im starken Maße vom Export abhängig. Die nun wütende Rezession in den USA und in Europa wird doch unweigerlich auf den asiatischen Volkswirtschaften lasten?

Ja sicher, diese Aussicht haben die asiatischen Märkte in den vergangenen Monaten ja auch gnadenlos eingepreist. Doch das „big picture“ der asiatischen Volkswirtschaften ist grundlegend vielversprechender als in den USA oder in Europa. Während die Probleme in den USA womöglich struktureller Natur sind, dürfte der aktuelle Abschwung in den Emerging Markets Asiens eher zyklischer Natur sein. Es besteht weiterhin ein gewaltiger Nachholbedarf in fast allen Wirtschaftsbereichen, ob es nun Konsumgüter oder Infrastrukturmaßnahmen sind. Milliarden junger Asiaten hungern nach etwas Wohlstand, die Leistungsbereitschaft ist hoch und die Geschäftstüchtigkeit speziell der Chinesen steht außer Frage. Während viele US-Bürger vor lauter Fastfood nicht mehr aus dem Sofa kommen, sorgt eine vom Korsett kommunistischer Konzepte befreites China für einen Wirtschaftsboom ohne Gleichen. Und vermutlich stehen wir erst am Anfang dieses wirklich großen Trends, dem Aufstieg Chinas. Dieser Aufstieg wird nicht linear verlaufen, der aktuelle Rückschlag ist ein gutes Beispiel dafür.

Wie sehen Sie die Börsenentwicklung in 2009?

Ich bin vorsichtig optimistisch. Nach dem „anus horribilis 2008“ sind die Märkte für eine mittelfristige Erholung reif. Der deutliche Rückgang der Rohstoffpreise bzw. die von den Notenbanken eingeleitete „Geld-Flutung“ könnte an den Märkten, zumindest kurzfristig, für neue Hoffnung sorgen. Zentrale Bedeutung wird dabei die Frage haben, ob sich der Geld-Kreislauf an den Kreditmärkten weiter normalisiert. Nachdem die ausstehenden Jahresabschlüsse womöglich am Jahresende 2008 für zusätzliche Irritationen und anhaltende Positionsglattstellungen gesorgt haben könnten, wird sich die Lage an den lebenswichtigen Kreditmärkten im neuen Jahr hoffentlich weiter entspannen. Falls diese Normalisierung aber nicht gelingt, dürfte dies gravierende Folgen haben.

Einen Kontra-Indikator der besonderen Art erlebte ich jüngst in meiner favorisierten Buchhandlung. Auf dem Bestseller-Tisch der Wirtschaftsabteilung stapelten sich die Horror-Titel: „Teufelskreis der Finanzmärkte“, „Kernschmelze des Finanzsystems“, „Wall Street Panik“ sind nur einige der Titel, die das Ende der Finanzmärkte beschwören. Der allgemeine Pessimismus könnte ein Indiz dafür sein, dass sich die Baisse bereits in einem weit fortgeschrittenen Stadium befindet.

Ob die von mir nun erwartete Kurserholung von mindestens 8-12 Wochen aber mehr als eine klassische Bärenmarkt-Rally sein wird, bleibt abzuwarten. Während ich langfristig eine strukturelle Baisse an den US- bzw. Euro-Märkten nicht ausschließen will, spekuliere ich darauf, dass die Indizes der Asian Emerging Markets, vornehmlich China und Indien, ihre Baisse-Tiefsstände bereits gesehen haben könnten. Das ist aber zum jetzigen Zeitpunkt pure Spekulation. Dass an den US-Börsen womöglich eine großangelegte Zeitenwende eingesetzt hat, das war Thema des letzten BörsenBlicks 03/08.

Ist die aktuelle Krise wirklich so schlimm, wie allerorten propagiert?

Mit Blick auf volkswirtschaftliche Prognosen bin ich vorsichtig. Es gibt einfach zu viele unbekannte Faktoren, die den Konjunkturverlauf beeinflussen. Ist es ein Zufall, dass kaum ein Volkswirt die aktuelle Krise vorhergesehen hat? Dass sich die aktuelle Krise zur schwersten Rezession nach der Großen Depression auswächst, das scheint inzwischen fast schon „common sense“ zu sein. Auf dem aktuellen Kursniveau dürften die Aktienmärkte zumindest eine schwere wenn auch nicht lange Rezession eingepreist haben.

Auf der Straße scheint die Krise bislang nicht wirklich angekommen zu sein, die große Mehrzahl der Bürger lässt sich von Finanzmarktkapriolen, so glaube ich, vorerst nicht nachhaltig aus der Ruhe bringen. Dafür sind die Geschehnisse an den Finanzmärkten für die meisten Bürger letztendlich viel zu weit weg und viel zu abstrakt. Solange der Arbeitsmarkt nicht dramatisch einbricht, sollte sich die Stimmung langsam stabilisieren.

Sinkende Energiepreise, eine womöglich nur kurzzeitig eingetrübte Nachfrage der Emerging Markets sowie der Effekt milliardenschwerer Konjunkturprogramme könnten vielleicht dafür sorgen, dass wir noch einmal davon kommen und „nur“ eine kurze und heftige Rezession erleben. Aber, wie gesagt, ich fühle mich nicht berufen, eine seriöse Prognose abzugeben, mein Feld ist und bleibt die Spekulation.

Was macht diese Krise einzigartig?

Das Tempo der weltweit zu beobachtenden synchronen Abkühlung ist unglaublich. Wahrscheinlich hängt es damit zusammen, dass in einer zunehmend globalisierten Weltwirtschaft bei zeitgleichem Informationsfluss Verstärkungstendenzen auftreten. Die Rolle des Internets ist dabei nicht zu unterschätzen. Informationen bzw. Entscheidungen werden offensichtlich immer schneller verarbeitet und umgesetzt.

Wie sieht die technische Verfassung der wichtigen Indizes aus?

Das Langfrist-Chartbild des US-Leitindex S+P 500 ist heikel. Im schlimmsten Fall droht die Vollendung eines großangelegten Doppel-Tops, eine klassische Trendwendeformation. Nach den beiden Hochpunkten in den Jahren 2000 und 2007 bei knapp 1700 Punkten rutschte der Leitindex im Zuge der jüngsten Kursturbulenzen wieder bis auf das Baisse-Tief von 2003 bei rund 800 Zählern ab. Während der Index in der Baisse 2000-2002 rund 16 Monate für seinen Tiefflug brauchte, bedurfte es jüngst nur rund fünf Monate für die gleiche Strecke. Dass der Index auf Höhe seiner Tiefststände aus dem Jahre 2002 erst einmal auf Unterstützung traf, überraschte wenig. Jetzt läuft die überfällige technische Gegenreaktion. Sollte der S+P 500 indes eines Tages nachhaltig unter die Marke von 680 Punkten fallen, dann Gute Nacht. In diesem Falle würde sich sehr wahrscheinlich ein weiterer massiver Kursverfall anschließen. Dass sich der kleine Bruder DAX von einer derartigen Entwicklung abkoppeln könnte, wage ich zu bezweifeln. Auch der DAX droht bei rund 8000 Punkten in 2000 bzw. 2007 ein markantes Doppel-Top ausgebildet zu haben.

Anders ist die Lage in Asien. Im Zuge der Hausse 2003-2007 fiel auf, dass sowohl der Hangseng-Index in Hongkong, die einschlägigen Leitindizes in Indien und bspw. der Straits Times-Index in Singapur ihre zyklischen Hochs aus dem Jahre 2000 deutlich übertreffen konnten. In der Chart-Lehre ist nichts überzeugender als neue und klare Höchststände. Zudem gab keiner dieser Indizes Hinweise auf eine möglicherweise Trendwende in Form einer großangelegten charttechnischen Umkehrformation. Folglich werte ich die jüngste Korrektur als eine klassische mittelfristige Baisse innerhalb einer langfristig intakten Aufwärtstrends.

Was macht der US-Dollar?

Der Dollar hat im Herbst deutlich von seinem historischen Nimbus als Krisenwährung profitiert. Zudem hatten viele Marktakteure auf einen fallenden Dollar gesetzt und waren nun gezwungen, diese Short-Positionen aufzulösen. Der entsprechende Short-Squeeze gab dem Dollar zusätzlich Schub. Doch ich werte die jüngste Dollar-Erholung nur als klassische Erholung innerhalb seines langfristigen Abwärtstrends. Seit Anfang Dezember neigt die US-Valuta wieder zur Schwäche, die aggressiven monetären und fiskalischen Maßnahmen der US-Administration werden das Vertrauen in den Greenback weiter unterminieren. Den USA wird wohl nichts anderes übrig bleiben, als sich durch Reinflationierung von der zunehmend belastenden Schuldenlast zu befreien. Der klassische Dollar-Hedge, der Goldpreis, besticht derweil durch technische Stärke. Sollte der Feinunzenpreis sein Rekordhoch bei rund 1000 Dollar knacken, dürfte die nächste Stufe der strukturellen Hausse gezündet werden.

Wie werden sich die Rohstoffpreise entwickeln?

Die zwischen 2002 und 2007 rapide gestiegenen Rohstoffpreise haben in 2008 eine überfällige und gesunde Korrektur eingeleitet. Da sich zuletzt viel spekulatives Kapital in dieser Anlageklasse tummelte, fiel die Korrektur besonders heftig aus. Das grundlegende Hausse-Szenario, die strukturelle Kluft zwischen Angebot und Nachfrage, bleibt indes bestehen. Im Zuge eines langfristig womöglich kollabierenden US-Dollars könnte der Rohstoffsektor auch wieder seine Funktion als Dollar-Hedge wiedergewinnen. Doch es fällt auf, dass viele Rohstoff-Titel erst sehr spät auf Baissekurs geschwenkt sind. Während viele Industrie-Titel schon im Sommer 2007 toppten, markierten bspw. die Aktien der Minen-Giganten BHP oder Rio Tinto erst im Sommer 2008 ihre Höchstkurse. Und so könnte es sein, dass sich die Aktien des Rohstoffbereiches mittelfristig satt erholen, um anschließend aber noch eine klassische zweite Abwärtswelle anzuschließen. Am Ende einer derartigen Welle gäbe es dann aber vermutlich exzellente Kaufgelegenheiten im Minen- und Energie-Sektor.

Welche Richtung nimmt die Zins-Entwicklung?

Bislang haben die Bond-Märkte von der Flucht in die vermeintliche Sicherheit profitiert. Der deutliche Zins-Spread zwischen Staatsanleihen und Unternehmensanleihen könnte ein Indiz dafür sein, dass die Rezession ungemein hart ausfallen wird. Die Optimisten hingegen verweisen auf die mangelnde Liquidität bei vielen Risiko-Anleihen. Da zu viele Marktteilnehmer verkaufen mussten, seien die Kurse der entsprechenden Risiko-Anleihen zu stark herunter geprügelt worden, so die Erklärung.

Erfahrene Bond-Strategen sprechen inzwischen aber offen von einer Blasenbildung an den Rentenmärkten, speziell bei US-Treasuries. Noch können die USA ihr gewaltiges Leistungsbilanzdefizit sowie die umfangreichen Finanz- und Konjunkturpakete mit äußerst billigem Geld finanzieren. Doch wehe, wenn der Wind dreht, und die kreditgebenden Asiaten und Araber nicht mehr gewillt sind, Anleihen eines schwindstüchtigen Kreditnehmers zu rekordtiefen Zinsen abzunehmen.

Wo sehen Sie in 2009 Chancen?

Ich favorisiere binnemarktorientierte Titel aus Asien. Viele Titel sind übermäßig gefallen, die fundamentalen Bewertungen sind im langfristigen Vergleich sehr günstig. Eine Überraschung der besonderen Art könnte vielleicht Thailand liefern. Nach all den politischen Querelen der vergangenen Jahre steht das Land womöglich vor einem Neuanfang. Die Thai-Aktien zählen zu den preiswertesten Titeln in Asien.

Sollten die Märkte nach einer Bärenmarktrally wieder auf Tauchstation gehen, würde ich mir Rohstofftitel anschauen. Vorausgesetzt, BHP, Rio Tinto und Konsorten starten eine zweite massive Abwärtswelle würde ich auf Schnäppchenjagd gehen. Ausgehend von einem möglichen Bärenmarkthoch müssten diese Titel dann aber noch einmal rund 40-50 Prozent abgeben. Auch Öl-Titel sind bei weiterhin schwachen Rohölpreisen ein langfristig hochinteressanter antizyklischer Kauf.

Sie empfehlen schon seit geraumer Zeit Thai-Aktien. Doch damit ließ sich seit Jahren kein Blumentopf gewinnen. Warum diese Hartnäckigkeit?

Mir gefällt das Land, die Menschen, das exzellente Essen, die wirklich billigen Aktien. Die Wirtschaftsstruktur kann sich sehen lassen: Industrie, Tourismus und eine ausgeprägte Landwirtschaft, der Mix stimmt. Im Windschatten Chinas dürfte das Land langfristig weiterhin prosperieren. Und im Zuge der jüngsten politische Krise sind die ohnehin schon günstigen Bewertungen der Thai-Aktien noch einmal gesunken. Ein Beispiel: Die Aktie der zweitgrößten Bank, der Krung Thai Bank, wird laut Prognose 2009 bei einem Kurs von derzeit rund 3,80 Thai-Baht mit einem KGV von 3 und einem Kurs-Buchwert von 0,35 und einer Bruttodividendenrendite von 13 Prozent gehandelt. Ziehe ich ins Kalkül, dass die Prognose vielleicht um 20-30 Prozent zu hoch angelegt ist, bleibt unterm Strich aber immer noch ein krasse Unterbewertung. Zudem zählt der Aktienmarkt in Thailand traditionell zu den Frühstartern. Und Geduld ist und bleibt ein wichtiger Faktor für eine langfristig erfolgreiche Strategie. Märkte sind nun einmal irrational, es kann manchmal länger als erwartet dauern, bis eine eigentlich offenkundige Unterbewertung abgebaut wird.

Keine Empfehlung für deutsche bzw. europäische Aktien?

Wer Geduld hat, kann bei akuter Schwäche Bank-Aktien der allerersten Güte, also bspw. Credit Suisse oder HSBC einsteigen. Doch ich vermute, dass die Ära der Finanz-Aktien erst einmal für lange Zeit vorbei ist. Die strukturellen Verwerfungen sind einfach zu gravierend, um wieder zur Tagesordnung übergehen zu können. Zudem droht weiterer Rekapitalisierungsbedarf. Für eine Überraschung könnten vielleicht Immobilien-Titel sorgen. Der Sektor hat eine ausgeprägte Baisse hinter sich, viele Titel notieren weit unter ihrem Buchwert.

© Boersenklar. Eine Vervielfältigung der auf diesen Seiten angebotenen Texte bedarf der direkten oder konkludenten Genehmigung durch den Autor.

Haftung

Den Artikeln, Empfehlungen und Tabellen liegen Informationen zugrunde, welche Boersenklar für verlässlich hält. Eine Garantie für die Richtigkeit kann jedoch nicht übernommen werden. Jeglicher Haftungsanspruch muss daher grundsätzlich abgelehnt werden.

Risiko-Hinweis

Jedes Investment in Aktien ist mit Risiken behaftet. Aufgrund von politischen, wirtschaftlichen oder sonstigen Veränderungen kann es zu erheblichen Kursverlusten, im schlimmsten Fall zum Totalverlust kommen. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit stellt keinen Indikator für die zukünftige Wertentwicklung der Investition dar. Engagements in den von Boersenklar vorgestellten Werte bergen zudem teilweise Währungsrisiken. Um Risiken abzufedern, sollten Kapitalanleger ihr Vermögen deshalb grundsätzlich breit streuen. Die Artikel stellen keinesfalls eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten oder Derivaten dar. Die veröffentlichten Informationen geben lediglich einen Einblick in die Meinung der Redaktion.