

Kapitalmarkt-Ausblick: Erst Deflation, irgendwann Inflation !

von Ernst-Ludwig Drayß, Berlin & Co AG

Die Kapitalmärkte erlitten 2008 außergewöhnlich hohe Verluste, die sukzessive nahezu alle Anlagemöglichkeiten erfassten - Aktien, Unternehmensanleihen, Immobilien, Rohstoffe, Kunst bis hin zu Geldmarktfonds. Sogar Spareinlagen wurden vorübergehend als gefährdet betrachtet, da die Solidität selbst der renommiertesten Institute vor dem schließlich kaum vermeidbaren Eingreifen des Staates in Frage gestellt wurde.

Das Jahr 2009 wird nicht minder schwierig werden, der Abschwung ergreift zunehmend die reale Wirtschaft und ist in seiner Geschwindigkeit beängstigend. Die Konjunkturzyklusindikatoren in den USA, Europa und Japan sprechen für einen massiven konjunkturellen Einbruch, wie er seit der großen Depression in den dreissiger Jahren nicht mehr gekannt wurde. Auch die Entwicklungs- und Schwellenländer können sich der Sogwirkung nicht entziehen. Dennoch ist bei vielen Konsumenten von einer Krise noch wenig zu spüren, trotz aller düsteren Prognosen. Umfragen zeigen, dass die Mehrheit der Bundesbürger nicht mit einer spürbaren Verschlechterung der Wirtschaftssituation in 2009 rechnen; laut einer Allensbach-Umfrage schauen nur 30 Prozent der Bundesbürger skeptisch in die Zukunft. An den Kapitalmärkten allerdings, denen man die Fähigkeit zur Antizipation nachsagt, ist ein Abschwung in den Kursen angeblich bereits berücksichtigt. Die Mehrheit der Analysten erwartet bereits in der zweiten Jahreshälfte 2009 den Umschwung. Warum also die offizielle Schwarzmalerei, warum die düsteren offiziellen Prognosen, wenn der Umschwung bereits sichtbar scheint ?

Die notwendige Bereinigung ist ohne Beispiel in der jüngeren Geschichte

Die Krise hat lang zurückliegende Ursachen. Seit Beginn der achtziger Jahre gab es ausgehend von den USA ein überproportionales Wachstum der Finanzindustrie, welches gleichermaßen von einer Politik des billigen Geldes und einer radikalen Deregulierung getrieben wurde und zu einer explosiven Schaffung von Finanzinnovationen führte. Untermauert wurde dies durch die vorherrschende Ideologie des „freien Marktes“, der „faire Preise“ und eine „optimale Verteilung“ bei stetig steigendem Wohlstand garantieren sollte. Die Folge war ein auf Kredit gebauter, einzigartiger Finanz-Boom mit stark steigenden Preisen von Vermögenswerten. Wie ein "Schneeballsystem" stürzt derzeit diese Pyramide in sich zusammen und nur mit massiven staatlichen Eingriffen ist eine Implosion des globalen Finanzsystems offenbar zu verhindern. Das Gleichgewicht zwischen Vermögen und Schulden ist aus den Fugen geraten: Vermögenswerte gingen drastisch zurück, Schulden bleiben bestehen und sind zunehmend der Sicherheiten beraubt.

Im Ergebnis führte die zunächst zur Bankenkrise und drastisch verschärften Kreditvergabebedingungen, was letztlich die Staaten praktisch zu weitgehenden Eingriffen bis hin zu direkten staatlichen „Schutzschilden“ zwang. Gleichzeitig ergaben sich infolge des Rückganges der Vermögenswerte Zwangsliquidierungen, Kredite wurden nicht verlängert, infolge der Vertrauenskrise Investitionen zurückgestellt. Ein gewaltiges „Deleveraging“ hat eingesetzt. Die Verzahnung der Weltwirtschaft führt zu synchronen Entwicklungen weltweit.

Der „Normalverbraucher“ spürt zunächst wenig, außer dass Preise eher fallen, was die Kaufkraft kurzfristig stärkt. Zunehmend wird jedoch die Krise auch auf den Arbeitsmarkt und die Einkommensentwicklung übergreifen, sicherlich in 2009 sichtbar.

„Geld drucken“: Ein neues Kapitel der Geldwirtschaft

Zentralbanken und Staat versuchen rechtzeitig gegen diese weltweit synchron einsetzende Entwicklung gegenzusteuern Zentralbank-Zinsen werden drastisch gesenkt, staatliche Konjunkturprogramme aufgelegt. Zwischenzeitlich sind in den USA und Japan die offiziellen Zinsen gar bei Null Prozent angekommen und die Zentralbanken haben den direkten Ankauf von Anleihen angekündigt. Die ökonomische Wirkung entspricht dem direkten „Drucken von Geld“. Damit wird ein neues Kapitel in der Geschichte der Geldpolitik aufgeschlagen.

Letztlich geht es darum, das Gleichgewicht zwischen Vermögen und Schulden wieder herzustellen. Das größte Risiko ist die Gefahr weiter fallender Preise von Vermögenswerten wie Immobilien, was zwangsläufig zu einer hohen Anzahl von Insolvenzen und Zwangsliquidierungen führen würde. Sehr niedrige Zinsen und direkte Nachfragestimulierungen seitens des Staates sollen die negative Spirale stoppen. Das Ausmaß der aktuellen geldpolitischen und staatlichen Maßnahmen ist bisher ohne Beispiel. Infolge der erreichten hohen privaten und staatlichen Verschuldung beispielsweise in den USA, welche eigentlich reduziert werden sollte, vermag niemand vorherzusagen, ob die „Medizin“ richtig dosiert ist oder ob nicht der Grundstein für die nächsten Verwerfungen gelegt ist.

Wahrscheinlich werden die rezessiven und deflationären Tendenzen noch eine Weile anhalten. Über den Tag hinaus jedoch mag die Stimmung umschlagen und die Liquiditätsschwemme mag in eine spürbar steigende Inflation resultieren. Abstrakt ausgedrückt könnte somit die Wiedergewinnung des Gleichgewichtes zwischen Vermögenswerten und Schulden zunächst über Insolvenzen, später über inflationäre Entwicklungen laufen. So oder so wird es ablaufen müssen.

Kapitalmärkte antizipieren und gehen ihren eigenen Weg. Die bekannten Verhaltensmuster vergangener Konjunkturkrisen sollten jedoch nicht als Richtschnur dienen, da die Rahmenbedingungen des „Finanzkapitalismus“ nicht mehr gelten. Die ausstehenden Refinanzierungserfordernisse – sowohl der Privatwirtschaft als auch von Staaten - der nächsten Jahre sind so außerordentlich hoch, dass alles möglich scheint. Hinzu kommen neue gesellschaftspolitische Rahmenbedingungen für die Wirtschaft, insbesondere die Geldwirtschaft. An den Kapitalmärkten sind drastische Kurserholungen wie weitere Abstürze gleichermaßen möglich. Sicher jedoch ist, dass die Abfolge von Euphorie und Depression auch zukünftig gelten wird, dass das Pendel wieder umschlagen wird,. Unsicher ist das Timing, insbesondere weil wir an kurze Konjunkturzyklen (um nicht zu sagen „kurzfristiges Denken“) gewöhnt sind.

Asset Allokation: Liquidität bleibt (noch) Trumpf

Welchen Rat geben wir als Vermögensverwalter ? Zu welcher Vermögensallokation raten wir ?

- Zunächst gilt es, auf der sicheren Seite zu bleiben und sich von „Strohfeuern“ nicht blenden zu lassen. Liquidität ist Trumpf, möglichst in der Form kurzlaufender sicherer Anleihen. Die vermeintlichen Performanceeinbußen wären leicht zu verschmerzen, wenn zu einem späteren Zeitpunkt sehr günstige Investitionen in dann sehr rentable Investments getätigt werden können. Wer genug Sicherheiten besitzt, sollte die aktuelle Situation, in der Viele zum „Deleveraging“ gezwungen werden, zur Aufnahme langfristiger Schulden und damit zur vermehrten Anhäufung von Liquidität nutzen.
- Zu gegebener Zeit sollte in Real-Investitionen (Aktien, Immobilien, Land) investiert werden. Die „Nullzins-Politik“ (bzw. die Politik des Gelddrucks) macht Realanlagen früher oder später wertvoller! Den genauen Zeitpunkt zur Investition werden wir wahrscheinlich nicht erwischen. Zudem sollten kurzfristige Kurssteigerungen, etwa von Rohstoffen, nicht unbedingt die Trendumkehr darstellen. Es könnte besser sein, eher etwas später als zu früh „einzusteigen“.
- Die irgendwann kommende inflationäre Entwicklung, deren Basis gerade gelegt wird, wird frühzeitig antizipiert werden. Investitionen in Gold sollten hierfür die beste Rückversicherung darstellen.
- Unsere Allokation spiegelt die oben angeführten Gedankengänge wider: Kurzlaufende festverzinsliche Anlagen bester Bonität – dabei eher Unternehmens- als Staatsanleihen – bilden die Basis, abgerundet mit einer strategischen Anlage in Gold. Aktien und Rohstoffe werden ggf. opportunistisch aufgebaut – ohne jede Eile. Illiquide, strukturierte und sonstige komplizierten Investments werden nicht vertreten sein. Ziel für die nächsten Jahre ist, mit sicheren Anlagen das Kapital real zu erhalten und später dann sehr preiswerte Investitionen zu tätigen. Dazu werden wir möglicherweise viel Geduld brauchen.