

Schroders Talking Point



2010 – Blick in die Kristallkugel

Alan Brown, Group Chief Investment Officer

Einleitung

Wir wiederholen es nahezu jährlich: Wahrsagerei ist selbst in guten Zeiten immer eine heikle Angelegenheit – das ist auch in diesem Jahr nicht anders!

So lautete unsere Prognose im Dezember letzten Jahres:

„Der Dividendenertrag bei Aktien nähert sich einem Niveau, das langfristige Anleger für die Schwankungen der Aktienkurse mit einem Ertrag belohnt, der an den langfristiger Staatsanleihen heranreicht – vorausgesetzt, dass die Dividenden nicht drastisch gekürzt werden. Außerdem besteht die Möglichkeit eines wesentlichen Anstiegs, sobald der Markt die Gewinntalsole verlässt ...“

Dabei sicherten wir unsere Prognose folgendermaßen ab: „... diese Erholung basiert auf der Zuversicht, dass sich das Finanzsystem nach und nach wieder normalisiert ...“

Wo stehen wir heute?

Das Finanzsystem hat sich mit Sicherheit noch nicht normalisiert (dazu später mehr). Doch es scheint, als ob die schlimmsten Folgen der Finanzkrise vermieden werden konnten. Explizite oder stillschweigende Garantien von Depotinhabern haben einen vollständigen Zusammenbruch des Bankensystems verhindert. Gleichzeitig führten außergewöhnliche politische Maßnahmen (Zinssätze nahe null, quantitative Lockerung und massive Steuerprogramme) zu einer schwachen wirtschaftlichen Erholung, die mit Ausnahme von Großbritannien alle der wichtigsten Volkswirtschaften aus der Rezession entließ. Und wie aufs Stichwort erleben die Märkte zurzeit eine spektakuläre Rallye. Zum Zeitpunkt des Schreibens haben sich der UK All Share Index um 57 Prozent und der S&P um 67 Prozent gegenüber ihrem jeweiligen Tief verbessert. An den Schwellenmärkten gab es streckenweise noch stärkere Rallyes. Der Spaß ging praktisch an niemandem vorbei: Die Märkte für Hochzinsanleihen waren ebenso auf Höhenflug wie Aktien; Öl kletterte gegenüber dem Tief um über 100 Prozent und Gold um 44 Prozent.

Ist diese Rallye nachhaltig oder erleben wir hier nur einen Bungee-Sprung, der nächstes Jahr wieder zurückschnellt? Das sind die entscheidenden Fragen, die sich alle Anleger mit Blick auf das kommende Jahrzehnt stellen – nun, da sie sich gerade mit einer gewissen Erleichterung vom vergangenen verabschieden.

Zunächst einmal müssen wir uns an die dunklen Tage im Februar erinnern, als in unserer Welt plötzlich nichts mehr so war, wie wir es kannten. Anlagen wurden zu Schleuderpreisen gehandelt, die das Ausmaß der Rallye schmeichelhaft erscheinen lassen – nun, da wir wissen, dass sich die



Schroders

Mehr als 200 Jahre Investments für Ihre Zukunft

Welt noch weiterdreht. Der S&P 500 weist ein zyklisch bereinigtes KGV von rund 20 aus. Das ist im Vergleich zum langfristigen Durchschnitt im mittleren Zehnerbereich nicht preiswert. Es liegt aber mit Sicherheit im normalen Rahmen und nicht im Bereich einer Blase.

Die Zukunft

Was uns beim Blick in die Kristallkugel zuerst auffällt: Es gibt praktisch keine Präzedenzfälle für die Situation, in der wir uns heute befinden. Leute, die Prognosen stellen, sind in ihren besten Zeiten fast immer zu sehr von ihren Fähigkeiten überzeugt. Aber besonders heute sollten wir uns darüber im Klaren sein, dass das Spektrum der möglichen Ergebnisse weit über unsere Vorstellungskraft hinausgehen könnte. Unsere erste und vielleicht wichtigste Schlussfolgerung lautet daher: Wir müssen der Diversifikation einen hohen Stellenwert einräumen und uns die Flexibilität bewahren, auf Entwicklungen reagieren zu können.

Zweitens: Wir behaupten mit Sicherheit nicht, alle Antworten zu haben. Aber wir meinen zumindest, die wichtigsten Fragen zu kennen:

- Wirtschaftsaufschwung
- Kreditvergabe – läuft sie wieder an?
- quantitative Lockerung – ihre Auswirkungen auf die Kurse und ihr Ende
- Inflation/Deflation – ihre Auswirkungen auf die Kurse
- Blasen – heute und in Zukunft

Auf diese Fragen wollen wir nun näher eingehen.

Der Wirtschaftsaufschwung

Alles deutet darauf hin, dass eine gewisse Form der Wirtschaftserholung bereits eingesetzt hat. Aber angesichts der Stimulationen und der Geldmengen, die zur Lösung dieses Problems aufgebracht wurden, wäre es ja auch verwunderlich, überhaupt keine Reaktion zu erleben. Die wichtigsten Fragen auf dem Weg in die Zukunft sind: Wie stark fällt der Aufschwung aus und ist er haltbar, wenn die (geld-)politischen Ausnahmemaßnahmen des vergangenen Jahres auslaufen?

Unser Standpunkt ist klar: Der Aufschwung dürfte nur schleppend sein. Im Abc des Wirtschaftsgeschehens sehen wir einen Verlauf in gemäßigter L- oder in W-Form. Zunächst einmal bekommt jeder Aufschwung früher oder später den Gegenwind der steigenden Zinsen und Steuern zu spüren, wenn sich die Steuerdefizite eingestellt haben. Zweitens ist die Entschuldung des privaten Sektors noch lange nicht zu Ende. Und schließlich stellt sich die Frage, ob die Banken wieder Kredite vergeben, um die Nachfrage schon bald zu stützen.

Kreditvergabe – läuft sie wieder an?

Es gehören immer zwei dazu. Wir brauchen willige Kreditnehmer und willige Kreditgeber, wenn die Nachfrage stark genug sein soll, um nach dem Auslaufen der Konjunkturpakete eine nachhaltige Erholung zu bewirken. Es ist immer noch mit einem Fragezeichen versehen, ob Verbraucher und Unternehmen bereit sind, schon bald wieder einen Gang hochzuschalten. Aber es gibt noch mehr Gründe, den Willen der Banken zum Bilanzausbau zu bezweifeln. Tatsächlich besteht eine gewisse Ironie darin (wenn es nicht so wichtig wäre!), die Banken zu bitten, mehr Schulden zu erzeugen.

Schließlich waren doch übermäßige Verschuldung und Fremdkapital der Kern des Problems. Das ist, als ob man einem Trinker in der Gosse als Hilfe noch eine Flasche Schnaps anbietet!

Die erste Priorität eines Bankchefs besteht darin, zu vermeiden, in die öffentliche Hand zu geraten. Zweitens wissen Bankchefs, dass man von ihnen erwartet, Kapital und Liquidität zu mehren und nicht zu mindern. Drittens wissen sie, dass die Ausfallraten noch eine Weile steigen werden. Und last, but not least, sind sie sich auch darüber im Klaren, dass sie ihre Bilanzen nicht aufs Spiel setzen können, da die Verbriefungsmärkte effektiv geschlossen bleiben. Wir gehen in diesem Umfeld davon aus, dass Banken ungeachtet der öffentlichen Ermahnungen die Kreditvergabe nur zögerlich wieder anlaufen lassen werden. Das wiederum untermauert unsere Erwartung, dass der Aufschwung nur schwach ausfallen wird.

Quantitative Lockerung

Wir können nur spekulieren, was ohne sie passiert wäre. Daher werden wir vielleicht niemals die Frage beantworten können, wie wichtig die qualitative Lockerung für die Marktrallye war. Aber vielleicht können wir uns eine Ahnung in Bezug auf das Ende der quantitativen Lockerung verschaffen. Der Übertragungsmechanismus ist klar. Die Zentralbanken kaufen Wertpapiere von den Mittelsleuten im Anlagebereich, den Vermögensverwaltern. Die Vermögensverwalter saßen im Februar auf hohen Barbeständen. Und im Fall von Großbritannien hat die Bank of England diesen Berg um weitere 200 Mrd. £ erhöht. Das Geld musste irgendwohin geleitet werden. Das war vielleicht der Funke, der die Rallye in den Aktien- und Anleihemärkten entzündet hat. Was die Rolle der quantitativen Lockerung als Katalysator bei der Kreditversorgung der Wirtschaft anbelangt, sieht das Bild gemischter aus. Die Kreditvergabe der Banken ist nach wie vor schwach. Aber die Kapitalmärkte waren sehr aufnahmefähig für neue Emissionen sowohl auf Aktien- wie auf Anleiheebene. Das mag so weit ganz gut sein. Aber den kleinen und mittelständischen Unternehmen, die für das Wirtschaftswachstum entscheidend sind, bleibt der direkte Zugang zu den Kapitalmärkten erschwert.

Wenn die Bank of England eine Umkehr ihrer Lockerungspolitik für angemessen hält, kommt es dabei stark auf den Zeitpunkt (siehe weiter unten) und die Methode an. Geht die Bank einfach an den Markt, um das Gekaufte zu verkaufen, erhöht sie damit nur das bereits himmelhohe Angebot seitens der britischen Schuldenverwaltungsagentur Debt Management Office (DMO) und führt damit möglicherweise einen drastischen Zinsanstieg herbei. Sie hat glücklicherweise unserer Ansicht nach andere Optionen zur Verfügung. Zunächst könnte die Bank einfach die Wertpapiere so lange halten, bis sie durch die Fälligkeit ganz natürlich auslaufen. Die auf die Salden gezahlten Zinsen sind eine andere Waffe und ganz offensichtlich die, die von der US-Notenbank bevorzugt wird. Eine andere Möglichkeit bestünde darin, überschüssige Einlagen in erforderliche Einlagen zu verwandeln, indem man einfach die Reserveanforderungen verändert. Diese Waffe wurde gelegentlich in den 1970er Jahren eingesetzt, nicht so sehr aber in letzter Zeit außer in Ländern wie Spanien und China. Wir glauben nicht, dass es so ein stumpfes Instrument sein muss. Denn die Bank hat die Möglichkeit, verschiedene spezielle Bereiche einer Bankbilanz anzupeilen – z. B. Großkundeneinlagen ab bestimmter Höhe gegenüber Privateinlagen. Man kann nicht im Voraus wissen, welchen Weg die Bank für den Ausstieg einschlagen wird. Und die Folgen lernen wir erst dann kennen, wenn es so weit ist.

Inflation/Deflation

Im Moment bereitet den Zentralbankern die Möglichkeit einer Deflation Kopfschmerzen. Die Banker glauben zu wissen, wie mit Inflation umzugehen ist (das ist durchaus vernünftig), und dass sie dafür die richtigen Gegenmittel besitzen. Sorgen bereitet ihnen aber, dass ihnen nur wenige politische Hebel zur Verfügung stehen, wenn sich erst einmal die Deflation eingestellt hat. Schätzungen der Produktionslücke, die schon zu besten Zeiten bekanntermaßen schwierig sind, weisen darauf hin, dass die Inflation noch einige Zeit lang relativ verhalten bleiben wird.

Aber insbesondere die Fed dürfte angesichts ihrer Doppelaufgabe von Wachstum und Inflation sichergehen wollen, dass die zarten Triebe der Erholung erst einmal Wurzeln geschlagen haben, bevor sie die Geldpolitik wieder verschärft. Es muss ein Risiko geben, zu spät auszusteigen. Und bei so viel Geld auf dem Tisch könnten die Inflationserwartungen rasch umschlagen.

Das spielt für die Wertpapierpreise eine wichtige Rolle. Das genaue Maß der Inflation ist nicht so wichtig. Doch die Übergänge der Inflation, ob nach oben oder unten, haben einen großen Einfluss auf die Bewertungen. Bei hoher Inflation ist das KGV generell niedrig und umgekehrt. Würde die Inflation über einen Zeitraum von zwei Jahren auf 7 Prozent springen, so könnten die Renditen für britische Aktien nach unseren Schätzungen bei rund -20 Prozent jährlich liegen. Klingt das zu extrem? Nun, die jährliche Inflation in Großbritannien lag in 26 Prozent der Zeit zwischen 1948 und heute bei über 7 Prozent. Und die Inflation über einen Zeitraum von zwei Jahren ist in 9 Prozent der Zeit um 6 Prozent oder mehr gestiegen. Zugegebenermaßen machten die 1970er einen guten Teil davon aus. Aber die Inflation lag noch 1990, vor gar nicht langer Zeit also, bei über 10 Prozent. Wenige Anlageklassen bieten in der Übergangsphase Schutz. Auch dann nicht, wenn die längerfristigen Sachwerte und auch Aktien gute Ergebnisse erzielen. Barmittel könnten mit der Inflation knapp Schritt halten, Rohstoffe könnten sich besser entwickeln. Sollte sich das Inflationsproblem lokal auf ein bestimmtes Land beschränken, könnte auch ein Engagement bei ausländischen Währungen einen gewissen Schutz bieten. Klar ist, dass jeder wesentliche Anstieg der Inflation eine drastische Wirkung auf die Vermögenspreise hat. Damit werden die Renditeannahmen, die in langfristigen Aktiva-Passiva-Untersuchungen zugrunde gelegt werden, relativ wertlos.

Natürlich ist ein Anstieg von Inflation und Zinssätzen keine schlechte Nachricht. Er trägt dazu bei, die reale Belastung der Staatsverschuldung zu senken (die würden doch nicht im Traum daran denken, oder?). Und er trägt dazu bei, zukünftige nominale Verbindlichkeiten zu diskontieren. In diesem Fall besteht der Trick, besonders für Rentenfonds, darin, so viel Nutzen wie möglich auf der Passiva-Seite der Bilanz zu erzielen und dabei gleichzeitig die schlimmsten Folgen auf Aktiva-Seite zu vermeiden.

Blasen – Gegenwart und Zukunft

Zinssätze von null, rückläufige Inflation und die Zentralbank kauft Wertpapiere im Wert von 200 Mrd. £ auf: Da überrascht es kaum, dass die Erträge von zehnjährigen Staatsanleihen um rund $3\frac{3}{4}$ Prozent gefallen sind. Ihren Tiefpunkt hatten sie Anfang des Jahres bei rund 3 Prozent erreicht. In diesem Jahr hat die Bank of England die Staatskasse effektiv finanziert. Im kommenden Jahr könnten das die Handelsbanken übernehmen, die alle ihre Liquidität erhöht haben. Aber wenn die Banken fertig sind, möchte das DMO immer noch um die 200 Mrd. £ an Staatsschulden jährlich verkaufen. Das entspricht in etwa dem vierfachen Emissionsstand der vergangenen Jahre. Befinden wir uns dabei obendrein in einer Umgebung, in der sich die Zinssätze normalisieren und die wirtschaftliche Erholung weiter anhält (was gut wäre), die Inflationserwartungen aber steigen, so zeichnet sich eine mögliche Schlappe im Markt für britische Staatsanleihen ab. Dieser steuert auf einen schweren Unfall zu, wenn es bis dahin auch noch einige Zeit dauern könnte. Es fällt schwer, diese Sachlage anders zu sehen – es sei denn, man ist trotz aller Bemühungen der Zentralbank fest von einem Eintreten der Deflation überzeugt.

Nach der Asienkrise gab es eine weitere Phase sehr lockerer Geldpolitik. Und man kann behaupten, dass dies das Aufblähen der Aktienkurse in den Industriestaaten am Ende des Jahrzehnts begünstigte. Jetzt haben die entwickelten Länder ihre eigenen Verursacher der Krise und wieder erleben wir eine sehr lockere Geldpolitik. Es muss möglich sein, dass dadurch auch diesmal eine Blase entstehen wird – nun aber in den Schwellenmärkten und dort besonders in den Ländern, die ihre Währungen und Zinssätze offiziell oder inoffiziell an die USA knüpfen.

Die Schwellenmärkte gefallen uns, nicht nur aus strategischen Gründen. Uns gefallen auch ihre aktuellen Fundamentaldaten – besonders im Vergleich zu den Industrieländern. Dabei vergessen wir jedoch nicht, dass die Bewertungen in schwindelnde Höhen getrieben werden könnten. Das ist

noch nicht der Fall und wir möchten in der Phase des Kursanstiegs dabei sein. Aber uns ist sehr deutlich bewusst, dass die Probleme, die wir hier im Westen haben, an anderer Stelle Ärger verursachen könnten. Die Welt ist klein.

Fazit

Unsere erste Schlussfolgerung verdient es, wiederholt zu werden: Das Spektrum der möglichen Ergebnisse ist so breit, dass wir der Diversifikation einen hohen Stellenwert einräumen und uns die Flexibilität bewahren müssen, auf Entwicklungen reagieren zu können.

Die zweite Schlussfolgerung schließt sich direkt an. Es ist sehr wahrscheinlich, dass sich die Achterbahnfahrt der Aktienkurse der vergangenen zehn Jahre weiter fortsetzt. Man kann natürlich argumentieren, dass die gesamte Zeit nach (und vor) dem Krieg eine Achterbahnfahrt war. In einer solchen Umgebung macht ein nahezu statischer Asset-Mix keinen Sinn. Genauso gut könnte man dann sagen, dass unser Risikoappetit als Anleger unabhängig vom Vermögensstand oder den zukünftigen Renditeaussichten stets unverändert bleibt! Es bedeutet auch, dass die Prognosen, die in unsere Aktiva-Passiva-Studien einfließen, nahezu nutzlos sind, wenn wir uns über einen so langen Zeitraum wie ein Jahrzehnt Sorgen um die Renditen machen. Ein besserer Ansatz wäre es, Renditemodelle für eine Reihe von Szenarien, Deflation/Inflation etc. zu erstellen und einen Plan zu entwickeln, wo man positioniert sein möchte, wenn der vor uns liegende Weg klarer wird.

Auch wenn das leichte Geld schon verdient ist – wir sehen Gründe, die für eine Fortsetzung der Rallye sprechen:

- weitere gute Wirtschaftsmeldungen in den kommenden ein, zwei Quartalen
- Zinssätze nahe bei null bis weit ins nächste Jahr, wobei die Anleger sich anstrengen müssen, um Renditen zu erzielen
- anständige Gewinnergebnisse, da die Unternehmensgewinne steigen und die Firmen von den Kostensenkungen der Vergangenheit profitieren
- weitere Ankurbelung durch quantitative Lockerungsprogramme, die das Feuer schüren

Gleichzeitig haben wir im Hinterkopf, dass die Bedingungen abrupt härter werden können, wenn das Inflationspendel umschlägt. Wir bereiten dafür einen Aktionsplan vor, was wir auch Ihnen wärmstens empfehlen!

Wichtiger Hinweis:

Die hierin geäußerten Ansichten und Meinungen stammen von Alan Brown, Group Chief Investment Officer, und stellen nicht notwendigerweise die in anderen Mitteilungen, Strategien oder Fonds von Schroders ausgedrückten oder aufgeführten Ansichten dar.

Nur für professionelle Anleger und Berater. Dieses Dokument ist nicht für Privatkunden geeignet.

Dieses Dokument dient nur Informationszwecken und ist keinesfalls als Werbematerial gedacht. Das Material ist nicht als Angebot oder Werbung für ein Angebot gedacht, Wertpapiere oder andere in diesem Dokument beschriebene verbundene Instrumente zu kaufen. Keine Angabe in diesem Dokument sollte als Empfehlung ausgelegt werden. Die hier enthaltenen Informationen werden als zuverlässig angesehen, aber Schroders Investment Management Ltd (SIM) gewährleistet nicht deren Vollständigkeit oder Richtigkeit. Dies ist kein Ausschluss und keine Beschränkung der Verpflichtung oder Haftung, die SIM gemäß dem Financial Services Markets Act 2000 (in seiner gültigen Fassung) oder einer anderen Gesetzgebung gegenüber seinen Kunden hat. Individuelle Investitions- und/oder Strategieentscheidungen sollten nicht auf Basis der Ansichten und Informationen in diesem Dokument erfolgen.

Herausgegeben von Schroder Investment Management Limited, 31 Gresham Street, London EC2V 7QA. Zugelassen und unter der Aufsicht der Financial Services Authority.