



## Kristallkugel 2011

Alan Brown, Group Chief Investment Officer

Dezember 2010

### Einleitung

Es wird mit den Jahren zwar nicht einfacher, diesen Kommentar zu schreiben, aber interessant ist es allemal!

Hier ist zunächst das Fazit, das wir letztes Jahr im Dezember beim Blick in die Kristallkugel zogen:

„... 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 ...“



„... 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 ...“

Zum Zeitpunkt des Verfassens verzeichnet der MSCI AC World Index einstellige Erträge und Schwellenmärkte, Anleihen und Rohstoffe liegen im Allgemeinen gut im zweistelligen Bereich. Aber dennoch herrscht an den Märkten eine Stimmung, als würde man gerade ein Jammertal durchschreiten. Und vielleicht ist das der Grund, warum Gold um nahezu 30 Prozent gestiegen ist. Vielleicht ist das auch keine Überraschung in einem Jahr, dessen erste Hälfte von Sorgen über die Euro-Peripherieländer und dessen zweite Hälfte von Sorgen über Währungskriege, Protektionismus und die Folgen einer zweiten Runde der quantitativen Lockerung (QE2) geprägt war. Und nun kurz vor Weihnachten sind die Probleme in der Eurozone wieder auf den Titelseiten zu finden.



Man könnte meinen, dass Staatsanleihen von einer risikofreien Anlage zu einem renditefreien Risiko geworden sind!“

### Wo stehen wir heute?

In diesem Jahr möchte ich auf drei Themen eingehen. Erstens beschäftige ich mich mit der Möglichkeit, dass die Wirtschaft wieder in die Rezession zurückfällt. Zweitens stehen die Schwierigkeiten, mit denen die Peripherieländer der Eurozone zu kämpfen haben, auf dem Plan. Beide Themen haben das Potenzial, Unruhe an den Märkten zu stiften und die Renditen der Anlageklassen zu beeinflussen. Und schließlich möchte ich darauf eingehen, wie man am besten in diesen unbekanntem Gewässern segelt. Wie kann man die Vermögenswerte am besten verteilen?



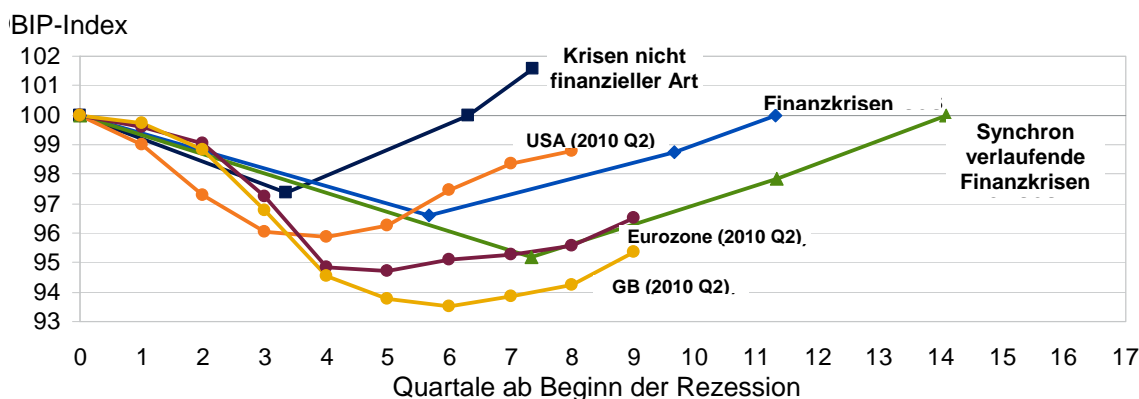
## Double Dip: Rückfall in die Rezession

Es überrascht nicht, dass das Thema „Double Dip“ echten Grund zur Sorge bereitet. Die Bankensysteme sind immer noch sehr fragil. Was als eine Kreditkrise des Privatsektors begann, hat sich mittlerweile auf eine Reihe anfälligerer Staatsanleihenmärkte ausgeweitet. Und in vielen Teilen der entwickelten Welt gibt es Sparprogramme, die zwar synchron, aber nicht koordiniert verlaufen. Schlimmer noch: Sollten wir zurück in die Rezession fallen, dürfte das erforderliche Pulver zur Gegenwehr so gut wie verschossen sein. Es gibt keine geldpolitischen Hebel mehr. Die Zinssätze sind bereits nahe am Nullpunkt, wir haben die quantitative Lockerung probiert und Steuerprogramme sind jetzt eher Teil des Problems als die Lösung. Angesichts solcher Unsicherheit scheint es vielleicht ganz normal, dass riskante Anlageklassen relativ günstig bewertet scheinen – zumindest nach historischen Maßstäben. Eine der möglichen positiven Entwicklungen für 2011 ist tatsächlich: Sollte die Angst vor dem Double Dip nachlassen, gibt es an den Märkten sehr viel Möglichkeiten für eine Bewertungskorrektur.

Unserer Ansicht nach haben wir gute Chancen, an einem Rückfall in die Rezession vorbeizukommen. Wir gehen im Wesentlichen davon aus, dass sich das Wachstum in den Industrieländern fortsetzt, wenn auch geringer als 2010. Investitionen, eine stete, wenn auch unbedeutende Verbesserung der Arbeitsmarktlage und anhaltendes solides Wachstum in den Schwellenländern gleichen die durch die Ausgabenkürzungen entstehende Behinderung aus. Eine interessante Studie des IWF aus dem Jahr 2009 untersuchte Rezessionen nach 1960 und kam zu dem Schluss: Rezessionen verliefen in der Regel kurz und flach, wenn die Auslöser nicht finanzieller Art waren. Wurden die Rezessionen hingegen durch eine Finanzkrise ausgelöst, so gingen sie tiefer und zogen sich länger hin. Und noch ausgeprägter war eine Rezession dann, wenn sie durch eine synchron verlaufende Finanzkrise bedingt war, was wenig überrascht. Die bisherigen Belege sprechen dafür, dass die meisten Industriestaaten genau diesem Muster folgen, wie das nachstehende Diagramm zeigt.

## Rezessionen nach Finanzkrisen sind tiefer und der Aufschwung langsamer

### Der Produktionsausfall in Europa war größer als in den USA



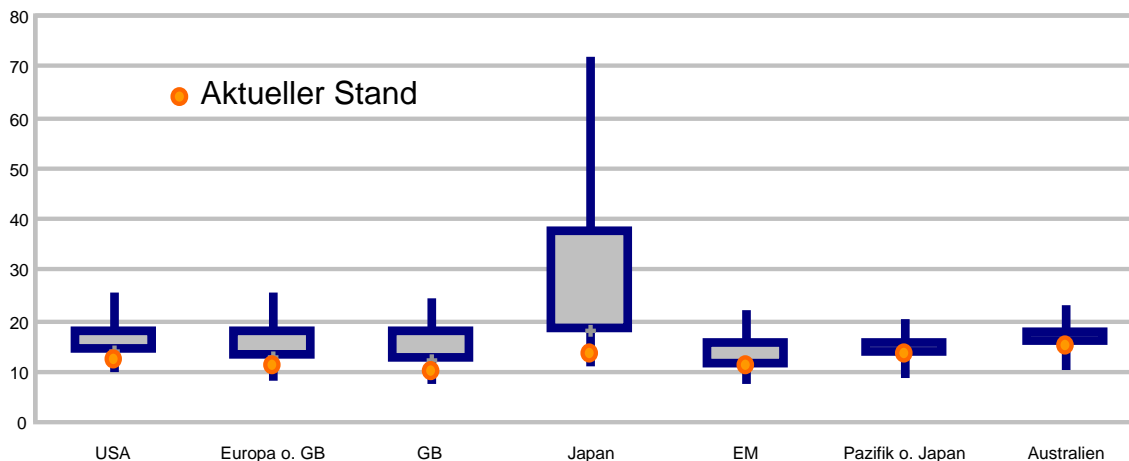
Quelle: IWF WEO (April 2009), Thomson Datastream, Oktober 2010, Schroders.  
 Auf Basis der Daten von 122 Rezessionen und Erholungen in Industriestaaten seit 1960.

Wenn wir richtig liegen, dann scheinen die Aktienmärkte günstig bewertet zu sein – mit Sicherheit im Vergleich zu Staatsanleihen. Die meisten Aktienmärkte in den Industriestaaten (mit Ausnahme von Australien, wo die Lage normal ist!) haben höhere Erträge als Staatsanleihen, was höchst ungewöhnlich ist. Zugegebenermaßen liegt das eher an den ungewöhnlich niedrigen Erträgen von Staatsanleihen als an den hohen Aktienrenditen. Zum Zeitpunkt des Schreibens trugen zehnjährige britische Staatsanleihen 3,3 %, Glaxo 4,8 %, Sainsbury 3,6 % und Marks & Spencer 3,8 % ein. In Anlehnung an ein gutes Zitat könnte man meinen, dass Staatsanleihen von einer risikofreien Anlage zu einem renditefreien Risiko geworden sind. Denn man kann sich durchaus fragen: Hat die britische Regierung oder eher Sainsbury besser prognostizierbare Gewinne und kontrollierbare Kosten?

Beim Blick auf die prognostizierten Kurs-Gewinn-Verhältnisse wirkt so ziemlich jeder Markt im Vergleich zum 20-Jahres-Durchschnitt günstig.

## IBES MSCI: prognostiziertes 12-monatiges KGV in den letzten 20 Jahren

Multiple



Quelle: Thomson Datastream, Schroders, 30. September 2010.

Welche der beiden Ansichten richtig ist, ist entscheidend für die Vermögenspreise 2011. Sollte das Wachstum unseren Erwartungen entsprechend verlaufen, ist eine Steigerung des KGV auch dann möglich, wenn sich das Gewinnwachstum etwas abschwächt. Sollten wir aber falsch liegen, so lässt sich nur schwer sagen, wie weit es nach unten geht, bevor wir uns neu einpendeln – vor allem da keine politischen Hebel mehr vorhanden sind. Das dürfte für Anleger die wichtigste Frage auf dem Weg ins nächste Jahr sein.

## Die Eurozone in Not

Ich habe mich in der Vergangenheit lang und breit über die strukturellen Probleme in der Eurozone und in Währungsunionen allgemein ausgelassen. (Jüngere Beiträge zu diesem Thema: „Währungsunionen auflösen“, September 2010; „Deutschland ist eine Gefahr für die Eurozone“, Juli 2010; „Übersteht der Euro die Finanzkrise“, März 2009.) Ich möchte diese Argumente hier nicht wieder aufwärmen, sondern lediglich einige davon in Kurzform auflisten.

- Fehlt eine politische oder zumindest eine Steuerunion (kann man die eine ohne die andere haben?), sind ein einheitlicher Wechselkurs und eine einheitliche Geldpolitik destabilisierend. Denn sie fördern die wirtschaftliche Divergenz und nicht die Konvergenz.
- In den ersten zehn Jahren seit Bestehen des Euros haben die Peripherieländer zwischen 20 und 33 % ihrer Wettbewerbsfähigkeit gegenüber Deutschland verloren.
- Bei fehlender Wechselkursabwertung (was bei einer Währungsunion natürlich nicht möglich ist) geht der Großteil der Verbesserung der Finanzlage im öffentlichen Sektor auf Kosten des Privatsektors. Das stellt die politische Entschlossenheit auf den Prüfstand und kann zu massiven Protesten auf den Straßen führen, wie wir bereits erlebt haben.
- Wenn Griechenland alle Forderungen erfüllt, so wird sich der Schuldenstand im Verhältnis zum BIP bei rund 150 % einpendeln, **sofern das Land einen Primärüberschuss von ca. 6 bis 8 % des BIP erreicht!**

Die von Griechenland (ich verwende „Griechenland“ hier kurz stellvertretend für alle Peripherieländer) verlangten Anpassungsmaßnahmen sind mit Sicherheit eine Herkulesarbeit. Im Wesentlichen stehen Griechenland folgende Möglichkeiten zur Wahl:

- weiter auf der „Strafbank sitzen“ und zehn Jahre lang eisern sparen, bis die Finanzen der öffentlichen Hand wieder unter Kontrolle sind und die Wettbewerbsfähigkeit langsam wiederhergestellt ist
- Umstrukturierung (Bankrott)
- Ausstieg aus dem Euro (eine andere Art von Bankrott)

Es fällt schwer, sich andere mögliche Auswege vorzustellen. Wir müssen alle für uns selbst beurteilen, welches dieser Szenarien (oder welche Kombination davon) eintritt. Aber Währungsunionen sind im Wesentlichen politische Projekte. Solange die Politik weitergeführt wird, solange hält auch die Währungsunion. Die Länder der Eurozone sind alle demokratisch. Also müssen wir uns die Frage stellen: Ist es möglich, dass eine Partei an die Macht kommt, die sich der Umstrukturierung oder dem Ausstieg aus dem Euro verschrieben hat?

Und das ist nicht nur ein politisches Problem für die schwer verschuldeten, defizitären Länder, sondern auch für Deutschland. Während andere Länder bemüht sind, ihr Finanzdefizit zu zügeln, wäre es mehr als hilfreich gewesen, wenn Deutschland von Anfang an ein kleines reflationäres Paket geschnürt hätte. Doch Deutschland ist darum bemüht, seinen eigenen Haushalt in den kommenden Jahren wieder ins Lot zu bringen, was den Peripherieländern die Arbeit noch mehr erschwert. Kann man sich berechtigterweise die Frage stellen, ob Deutschland und seine Wähler die Grenzen ihrer Finanzierungsbereitschaft für das Europrojekt erreicht haben?

Nehmen wir also an, Griechenland würde sich zur Umstrukturierung entschließen. In welcher Form liefe das ab? Wie wäre es damit, fällig werdende Schulden statt mit Bargeld durch eine neue 30-jährige Anleihe mit einem Coupon von 4 % zu tilgen? In einem Markt, der vielleicht bei 60 Cent im Euro handelt. Doch solange die Banken diese Anleihen nicht in ihren Handelsbüchern führen, wären sie möglicherweise sogar in der Lage, sie weiter zum Nennwert zu halten. Buchhalterische Taschenspielertricks, ich weiß, aber wahrscheinlich das geringere von zwei Übeln. Wann könnte das passieren? Die größte Probe für die öffentliche Entschlossenheit ist vielleicht, wann und ob Griechenland seinen Haushalt wieder ausgleichen kann und ob das Land dann immer noch weitere Sparmaßnahmen ergreifen muss, um einen größeren Primärüberschuss zu erzielen.

Wie sieht es mit dem Ausstieg aus dem Euro aus? Es wurde kein Mechanismus vorgesehen, einer Währung den Ausstieg aus dem Euro zu ermöglichen. Alles wäre reine Verhandlungssache. Außerdem ist es durchaus möglich, dass eine Währungsauflösung relativ plötzlich vonstatten geht. In der Regel als Folge eines Ansturms auf die Banken, wenn nämlich die Einleger versuchen, ihre Euros dorthin zu bringen, wo sicher ist, dass sich über Nacht nichts ändern wird. Man denke dabei nur an Northern Rock. Oder daran, mit welcher Geschwindigkeit 1993 das Ende der Währungsunion zwischen Tschechien und der Slowakei herbeigeführt wurde – in insgesamt gerade einmal 38 Tagen! Man kann mit Sicherheit sagen: Wenn wir erst einmal in der Krise stecken, bleibt wenig Zeit, darauf zu reagieren. Der kluge Anleger leitet jetzt die Schritte ein, um sicherzustellen, dass seine Euros bei Zahlungsstellen und Banken gehalten werden, wo keine Unklarheiten herrschen!

## Renditen der Anlageklassen 2011

Was wären vor diesem Hintergrund also die Folgen für die Anlagenrenditen 2011? Bitte haben Sie Nachsicht, wenn ich hier eine Reihe von Möglichkeiten vor Ihnen ausbreite. Auch wenn es Ihnen wie Reden um den heißen Brei vorkommen mag: Es ist nicht so gemeint, wie ich Ihnen hoffentlich in meinen Ausführungen zum abschließenden Thema Asset Allocation gleich deutlich machen kann.

Der **Double Dip** ist für Aktien mit Sicherheit schlecht. Die Gewinne kämen stark unter Druck und der Bankensektor wäre schnell wieder in der Krise – doch diesmal ohne einen zahlungskräftigen Geldgeber als letzten Retter aus der Not. Wie sieht es mit Anleihen aus? Man könnte argumentieren, dass die Erträge von Staatsanleihen bei Deflation und ohne Wachstum auf japanisches Niveau sinken und – zumindest noch für längere Zeit – vernünftige Renditen verbuchen würden. Doch das kann auf gar keinen Fall als gegeben vorausgesetzt werden. Japan hat eine hohe inländische Sparquote und einen strukturellen Leistungsbilanzüberschuss. Die Staatsschulden des Landes werden in hohem Maße von den eigenen Bürgern getragen. Und wenn das Verhältnis von Schulden zum BIP steigt, geht auch der Bestand an Auslandsvermögen in die Höhe. Viele Industriestaaten, darunter Großbritannien und die USA, haben hingegen eine niedrige Sparquote und ein strukturelles Leistungsbilanzdefizit. Es ist keineswegs klar, dass ausländisches Kapital angesichts einer rasanten Verschlechterung der Steuerdefizite und einer steigenden Verschuldung im Verhältnis zum BIP auch nur annähernd zum aktuellen Wechselkurs oder Zinssatz bereitstehen würde. Tatsächlich könnte der Rückfall in die Rezession sogar Auslöser dafür sein, dass sich die Kreditkrise im Privatsektor zu einer massiven Staatsschuldenkrise auswächst.

Bevor wir jetzt alle zur Rasierklinge greifen, denken Sie daran: **Anhaltendes unterdurchschnittliches Wachstum** ist unser Hauptszenario. Denn wenn wir Recht behalten, haben wir jeden Grund zum Optimismus, was die Aussichten für den Aktienmarkt angeht. Anhaltendes mäßiges Gewinnwachstum und eine leichte Steigerung des KGV könnten uns zweistellige Renditen bescheren – zumindest zeitweilig. Natürlich kommt immer jemand, der den Bierhahn zudreht, wenn die Party gerade interessant wird – und das ist hier eindeutig der Staatsanleihenmarkt. Eine Rückkehr zur Normalität – auch wenn das eine Weile dauert – bedeutet im Endeffekt eine Normalisierung der Zinssätze und Anleihenenerträge. Auf lange Sicht entsprechen die kurzfristigen Zinssätze in der Regel dem Durchschnitt der nominalen BIP-Wachstumsraten, das hieße 4,5 Prozent in den USA. Addiert man noch etwas für die

Kurve hinzu, so würden die Anleiherträge drastisch steigen. Das gilt angesichts des ungewöhnlichen heutigen Kurvenverlaufs besonders für den Zehnjahresbereich. Ein Anstieg von 250 Basispunkten bei zehnjährigen Renditen würde den Aktienmarkt mit hoher Wahrscheinlichkeit ausbremsen, doch das ist eine andere Geschichte, die heute nicht auf dem Programm steht. Ein Anstieg der kurzfristigen Zinssätze erscheint jedoch für eine ganze Weile höchst unwahrscheinlich. Das war sogar ein Bereich, in dem wir im vergangenen Jahr zu pessimistisch waren. Uns war nicht klar, dass die Zinssätze 2011 und aller Wahrscheinlichkeit noch viel länger durchweg nahe bei null bleiben würden.

## Aufteilung der Vermögenswerte

Die Aktienrenditen könnten also eine Weile fürchterlich (Double Dip) oder gut (anhaltendes Wachstum) sein. Die Anleiherträge könnten sogar noch länger gut (Deflation im japanischen Stil) oder schlecht (Normalisierung der Lage) oder sehr schlecht (Staatschuldenkrise) sein. Mit diesen hilfreichen Informationen wissen Sie jetzt, was zu tun ist!

Hilfreiche Informationen zu liefern war zumindest mein Anliegen hier. Ich habe versucht, die außergewöhnliche Spannweite der möglichen Folgen für uns zu präsentieren. Übrigens ist die Spannweite der Möglichkeiten immer breiter, als wir zugeben möchten. Bei den Prognosefähigkeiten herrscht allgemein die Tendenz zu überhöhtem Selbstvertrauen. Aber es gibt hier noch eine tiefgründigere Botschaft.

Bei ihren Entscheidungen zur Verteilung der Vermögenswerte verstecken sich Institutionen seit Jahrzehnten hinter ihren Untersuchungen zur strategischen Asset Allocation. Doch das ist ein gefährliches Sicherheitspolster mit wenig oder gar keinem Wert. Das Problem dabei ist: Rationale, finanzbasierte Renditeschätzungen gegen unendlich treten auch über so lange Zeiträume wie zehn Jahre so gut wie nie ein – und zehn Jahre ist eine lange Zeit, um sich zu irren. Lassen Sie nur einmal das letzte Jahrzehnt Revue passieren. Die Vermögenspreise fuhrten Achterbahn und dennoch haben sich die institutionellen Asset-Allocations nur minimal geändert. Sind wir alle am Steuer eingeschlafen, oder haben wir es einfach nicht besser gekonnt? Wir meinen, mehr tun zu können und zu müssen. Besser wäre es, eine Reihe von Szenarien und ihre möglichen Folgen gedanklich durchzuspielen. Wenn dann nach einiger Zeit unsere Überzeugung in Bezug auf die Richtigkeit der einen oder anderen Prognose steigt, sollten wir den Mut haben, unsere Vermögenswerte dynamischer in Anlehnung an die realen Gegebenheiten zu verteilen. Das ist übrigens nicht mit der kurzfristigen taktischen Asset Allocation gleichzusetzen. Hier geht es vielmehr darum, auftretende Blasen wahrzunehmen (Japan Ende der 80er, Tech-Aktien Ende der 90er, die meisten Staatsanleihen zurzeit) und wichtige wirtschaftliche Entwicklungen zu erkennen und darauf zu reagieren.

## Fazit

Was genau wollen wir eigentlich heute zum Ausdruck bringen?

- Die Chancen stehen in den meisten Industriestaaten (mit Ausnahme von Australien) gegen Staatsanleihen. Die zeitliche Entwicklung bleibt ungewiss, aber strategisch scheint es keine günstige Zeit für langfristige Anleihen zu sein.
- Aktien sind günstig bewertet, solange wir einen Rückfall in die Rezession vermeiden können. Aber jeder größere Anstieg der Double-Dip-Wahrscheinlichkeit muss auf jeden Fall sehr ernst genommen werden. Wo liegen die Gefahren für das Wachstum? Hier sind drei, auf die wir gern aufmerksam machen möchten:
  - Die Unterschätzung der Folgen von so viel synchron verlaufender Defizitreduzierung in so vielen Ländern
  - Die allgegenwärtige Gefahr von Währungskriegen oder anderen protektionistischen Maßnahmen. Die politischen Versuchungen können zwar hoch sein, aber sie könnten ernsthafte Folgen für das weltweite Wachstum haben
  - Die Schwellenländer sind ein wichtiger Motor für das weltweite Wachstum. Eine außergewöhnlich lockere Geldpolitik mag zwar für die USA angemessen sein. Doch es besteht die Gefahr, dass dadurch die Blasenbildung bei den Vermögenspreisen oder ein allgemeiner Anstieg der Inflation in Ländern, die ihren Wechselkurs und ihre Zinssätze offiziell oder inoffiziell an den US-Dollar gekoppelt haben, angeheizt wird.

- Es ist unwahrscheinlich, dass sich die Probleme in der Eurozone ohne eine gewisse Umstrukturierung oder Änderung der Mitgliedschaft lösen lassen. Sehr wahrscheinlich ist hingegen, dass die Märkte von Zeit zu Zeit extrem nervös werden, wenn die Probleme in den Vordergrund treten. Die Geschichte lehrt jedoch, dass die betroffenen Vermögenswerte bei einer Lösung (d. h. nach Wechsel der Mitgliedschaft in der Eurozone oder einer Umstrukturierung) überverkauft sind, woraus sich attraktive Möglichkeiten ergeben.

Die vergangenen Jahre waren mit Sicherheit sehr ereignisreich. Es sieht ganz so aus, als ob das auch auf die kommenden Jahre zutreffen wird. Das Festhalten an einem strategischen Modell der Asset Allocation ist so, als ob man von Boston nach Bermuda segelt, ohne bei Wind und Wetter den Kurs zu ändern oder die Segel neu auszurichten. So möchte ich auf keinen Fall durchs Bermuda-Dreieck steuern. Sie halten es für notwendig, besser auf die schnellen Veränderungen in der Welt zu reagieren? Dann sollten Sie zuallererst in die interne Governance-Struktur Ihres Fonds investieren, um zügige und wohlüberlegte Entscheidungen treffen zu können. Das ist allerdings ein umfangreiches Thema, dem ich an dieser Stelle nicht gerecht werden könnte.

Wir hoffen, dass 2010 ein erfolgreiches Jahr für Sie und Ihren Fonds war. Alles Gute und viel Glück fürs neue Jahr.

## 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. 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.