

Fed-Chef Ben Bernanke steckt in einer Zwickmühle

Verblüffende Parallelen der gegenwärtigen Börsenlage zu der Situation 1987 – Zinssenkung würde die Krisenbefürchtungen anheizen

Dieser Sonderdruck wird Ihnen überreicht durch:



ANDRÉ DIEM
Gründer, lic. oec. HSG

DIEM CLIENT PARTNER
«Ihre unabhängige Vermögensverwaltung»

Diem Client Partner AG · Goldhaldenstrasse 23 · CH-8702 Zollikon
T +41 43 888 55 88 · M +41 79 777 01 01 · F +41 43 888 55 89
diem@clientpartner.ch



Verlag Finanz und Wirtschaft AG, Hallwylstrasse 71, Postfach, 8021 Zürich, Telefon 044 298 35 35, Fax 044 298 35 00
verlag@fuw.ch, www.fuw.ch

Verblüffende Parallelen der gegenwärtigen Börsenlage zu der Situation 1987 – Zinssenkung würde die Krisenbefürchtungen anheizen

Fed-Chef Ben Bernanke steckt in einer Zwickmühle

Von André Diem

Noch immer können die Investoren nicht klagen, auch wenn sich die Märkte in den vergangenen Wochen turbulent zeigten: Die Kurse steigen wieder, und die Ängste von einigen Schwarzmalern haben sich bisher als gegenstandslos herausgestellt. Berechtigterweise fragen sich viele Anleger jedoch, wie es weitergehen wird. Ein Vergleich mit den Achtzigerjahren bringt einige unerwartete Parallelen zutage, und die Analyse der Marktverfassung zeigt auf, welche Gefahren auf die globale Konjunktur einwirken. Nach erfolgreichen Börsenjahren, in denen die Märkte sehr stabil waren und die Volatilität entsprechend gering, verunsichern seit ein paar Wochen Finanzturbulenzen. Der Dow Jones Industrial erreichte sein vorläufiges Tief am 16. August: Er fiel damals in wenigen Tagen gut 6%. Ebenso erging es dem SMI, der in derselben Periode rund 7% einbüsste. Diese Korrektur kam für viele erfolgswöhnte Anleger überraschend, hatte man doch fünf goldene Aktienjahre hinter sich, in denen sich viele Indizes verdoppelt hatten.

Heute China, gestern Japan

Dem Börseneinbruch im August stehen relativ stabile Marktverhältnisse gegenüber: Die Nettoverschuldungen der Unternehmen ist mit 20% ausnehmend tief, die Bewertungen bewegen sich im historischen Durchschnitt, und auf den Finanzmärkten ist immer noch eine Menge Liquidität vorhanden. Banken und Finanzexperten tun sich entsprechend schwer mit Prognosen zur weiteren Entwicklung der Börsen. Ausgeklügelte Prognosemodelle liefern angesichts der kontroversen Daten keine zuverlässigen Resultate.

In dieser Lage ist die Geschichte möglicherweise der beste Lehrmeister: Der Vergleich mit der Situation



Ben Bernanke muss am nächsten Dienstag einen heiklen Zinsentscheid begründen, der Rückschlüsse auf Konjunktur und Finanzmarktkrise gibt. BILD: BLOOMBERG

in den Achtzigerjahren bringt einige interessante Parallelen zutage. Gehen wir zurück in den August 1987. Damals befand sich der Dow Jones nach einer fünfjährigen Hausse auf einem Rekordhoch von über 2700. Die Anleger waren in bester Investitionslaune

und von den Erfolgen der letzten Jahre beflügelt: Entsprechend viel Liquidität war vorhanden. Hier lässt sich die erste Parallele ziehen. Wie heute waren die Zinsen sowie die Inflationsrate damals tief. Was heute China ist, war damals Japan, dessen Aktien-

märkte kaum zu bremsen waren. Und in Nahost kriselt es wie damals.

Als gegen Ende August 1987 die Märkte zu korrigieren begannen, fielen die Investoren aus allen Wolken – und der Dow Jones um 6%. Der September begann mit einem unberechenbaren Auf und Ab, in das ein neues Phänomen hineinspielte: Dank der Computerisierung war es erstmalig möglich, auf breiter Front automatisierte Absicherungsmechanismen in die Portfolios einzubauen; Aktien wurden bei stark fallenden Kursen mit Verkauforders abgestossen. Die Investoren wiegten sich durch diese Stop-Loss-Strategie in Sicherheit, ähnlich dem Glauben an die Unfehlbarkeit von Hedge Funds heute.

In der ohnehin kritischen Phase im Oktober 1987 verschlimmerte die plötzliche Verkaufswelle die Lage noch: Sie trug massgeblich zu einem weiteren Kurssturz von 4,6% bei. Der darauffolgende Black Monday brachte das Desaster mit sich. Der Dow Jones sackte schon bei Eröffnung der Börse ab und verlor katastrophale 22,6% an einem einzigen Tag. Ein Jahr später war der Einbruch allerdings bereits vollständig kompensiert, und die Börse New York erhielt erneut Auftrieb.

Einflüsse aus Amerika

Natürlich unternimmt die amerikanische Regierung heute alles, um eine Wiederholung dieses Szenarios zu verhindern. In der Tat gibt es in den USA gegenwärtig einigen Anlass zur Sorge. «Wenn Amerika hustet, dann kriegt der Rest der Welt eine Lungenentzündung», sagt man sprichwörtlich. Die globale Rezession 1987 nahm ebenso dort ihren Anfang wie jene 2001. Und auch heute ist der Einfluss der stärksten Volkswirtschaft der Welt unbestritten. Die viel diskutierte Immobilienkrise in den USA darf deshalb nicht unterschätzt werden. Alle Anzeichen deuten darauf hin, dass sie noch ganz und gar nicht ausgestanden ist. Am 30. August hat Präsident

Bush ein Paket von Massnahmen zur Entschärfung vorgestellt, das den Aufschub von fälligen Hypothekarzinsen, Schuldenerlass und Bedingungen für die künftige Kreditvergabe enthält. Der energische Eingriff in den Kreditmarkt macht deutlich, wie bedeutend der Immobiliensektor für die gesamte Volkswirtschaft ist. Man will mit allen Mitteln verhindern, dass die Krise auf andere Branchen übergreift – und das nicht ohne Grund: Die Amerikaner weisen gleichzeitig eine sehr tiefe Sparquote und einen rekordverdächtigen Eigenverschuldungsgrad von bis zu 80% auf ihren Immobilienbesitz aus.

Gepaart mit einer sorglosen Kreditvergabepolitik vieler Finanzinstitute konnte damit die Subprime-Krise entstehen, die nun einen Teufelskreis von Privatkonkursen und Verlusten für die Finanzinstitute zur Folge hat. Das im Kreditgeschäft besonders wichtige Vertrauen wurde damit schwer erschüttert. Das alles resultiert in höheren Hypothekarzinsen und somit in einer Verschärfung der Situation. Der Housing-Sektor macht gemäss Ben Bernanke ganze 40% des amerikanischen Bruttoinlandsprodukts (BIP) aus, und der Refinanzierungsbedarf allein wird auf gut 1000 Mrd. \$ beziffert, was die Bedeutung des Problems verdeutlicht.

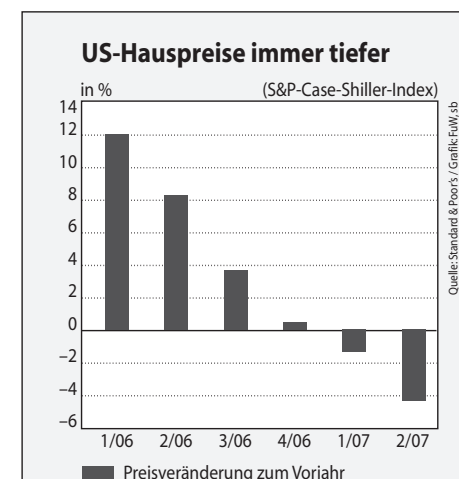
Angesichts der Tatsache, dass sich die amerikanischen Hauspreise seit 2000 mehr als verdoppelt hatten, erstaunt es, dass der Wert der Immobilien bisher nicht stärker gefallen ist: Der Case-Shiller-Hauspreisindex, der die Immobilienpreise in den USA misst, zeigt zwar eine deutliche Stagnation seit Anfang 2006 und für 2007 einen Rückgang von insgesamt 4,1% im ersten Halbjahr (vgl. Grafik links). Immobilienexperten von J. P. Morgan rechnen mit einer noch deutlich ausgeprägteren Wertverminderung der Immobilien von bis zu 15% bis Ende Jahr, bei Goldman Sachs geht man gar von bis zu 30% aus. Man rechne, was passiert, wenn der amerikanische Hausbesitzer mit einem über 80% be-

lehnten Haus mehr als 20% auf seiner Immobilie verliert.

Übernahmefieber

Vor jedem Crash, der diesen Namen verdient, ist das Phänomen zu beobachten, dass das Volumen der Unternehmensübernahmen (Mergers & Acquisitions) erheblich zunimmt. Bereits 2006 summieren sich die weltweiten M&A-Transaktionen auf rekordverdächtige 3800 Mrd. \$. Das erste Halbjahr 2007 übertraf erneut alle Erwartungen: Bis Ende Juni wurden bereits knapp 3000 Mrd. \$ für den Kauf von Unternehmen ausgegeben – das durchschnittliche Transaktionsvolumen wuchs gegenüber dem Vorjahr um satte 63%! Ganz in dieses Bild passt das Übernahmehaus der Private-Equity-Gesellschaften BC Partners und Cheyne für die Schweizer Quadrant: Bei einem Kurswert von 180 Fr. boten sie über 300 Fr. je Aktie, was einem Aufpreis von 66% entspricht.

Notenbankchef Ben Bernanke ist nicht zu beneiden. Er befindet sich kurz vor dem Fed-Meeting am 18. September in einem Dilemma. Angesichts der Immobilien- und Kreditkrise erwartet die Wirtschaft eine Zinssenkung, um die Rezessionsgefahr in letzter Minute abwenden zu können. Auch die Republikaner wollen den Wählern im kommenden Wahljahr auf keinen Fall eine lahme Wirtschaft präsentieren. Und nicht zuletzt haben Aktionäre eine Zinssenkung in den Kursen eingepreist. Der erfahrene Investor hingegen erkennt, dass eine Zinssenkung einem Geständnis gleichkommen würde, dass die Wirtschaft in einer ernsthaften Krise steckt. Egal, wie die Entscheidung von Bernanke ausfallen wird: Der Markt wird keine Freude daran haben.



André Diem, lic. oec. HSG, ist seit 2003 Geschäftsführer der von ihm gegründeten Diem Client Partner (www.clientpartner.ch), einer Vermögensverwaltungsgesellschaft mit Spezialisierung auf Ökonomie und Risk Management.