

Über Analystenschätzungen und was wirklich zählt

In der Wahrnehmung der Gesamtbevölkerung fühlt sich jeder Berufsstand irgendwie unverstanden. Ob Friseurin, Innenarchitekt, Zahnärztin oder U-Bahnfahrer: Das Leitmotiv jedes Kantinegesprächs und jeder Podiumsdiskussion der Standesvertretung ist es, dass niemand eine Vorstellung von den jeweiligen beruflichen Herausforderungen hat und die Kunden mit völlig falschen Erwartungen herantreten. Die unangefochtenen Spitzenreiter in der Disziplin professioneller Unverstandene dürften die Wertpapieranalysten sein. Viele meinen zu Recht, dass niemand in anderen Prognosebranchen mit seinen Vorhersagen laufend so falsch liegt wie sie.

Aktuellstes Beispiel: Kein renommiertes Analystenhaus hat die aktuelle Finanzkrise und die dramatischen Auswirkungen auf die Realwirtschaft in Hinblick auf den Zeitpunkt und die Schwere vorhergesehen. Wer Ende 2007 Aktien nachgekauft hat oder hielt, tat dies unter dem Beifall der meisten Analysten und fuhr damit herbe Verluste ein.

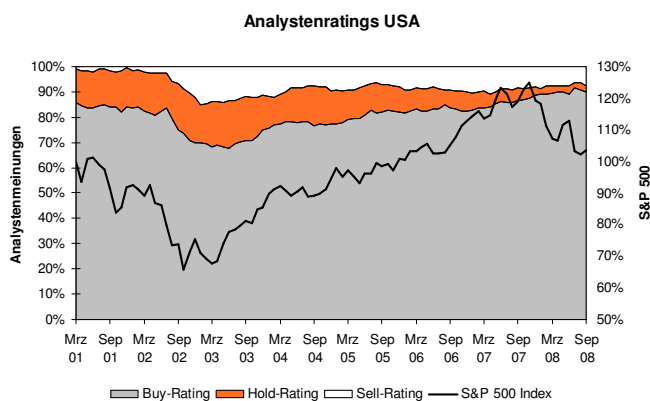


Abbildung 1: Analystenratings USA (Quelle: Security KAG Studie „Analystenschätzungen“ im März 2009)

Abbildung 1 zeigt, dass noch zwei Wochen nach der Pleite von Lehman Brothers Analysten 90% der im MSCI World enthaltenen US-Aktien zum Kauf empfohlen. Demgegenüber riet im Frühjahr dieses Jahres kaum jemand zum Einstieg in den Aktienmarkt, was nach einem durchschnittlich fast fünfzigprozentigen Anstieg bis zum Herbst ebenso falsch erscheint. Eine im März veröffentlichte Studie der Security KAG zeigt, dass Analysten mit ihren Ratingänderungen dem Gesamtmarkt ca. 2 Monate hinterher laufen.

Im Nachhinein, sagt schon der Volksmund, ist man immer gescheiter: In diesem Fall irrt sich dieser aber gleich zweifach: Zum einen ist eine Investition keineswegs klug, nur weil sie erfolgreich war. Zum anderen ignoriert diese Einschätzung die Arbeitsweise von Analysten, deren Hauptaufgabe in der Bilanzanalyse der untersuchten Unternehmen besteht. Da Jahresabschlüsse eine Projektion der Vergangenheit darstellen, blicken Bilanzanalysen ähnlich wie Statistiker bildlich gesprochen lediglich in den Rückspiegel. Trotzdem leisten Analysten damit für Investoren und die Unternehmen selbst wertvolle Arbeit. Ein guter Analyst kennt nicht nur die Bilanzen eines Unternehmens, sondern auch dessen Zukunftspläne, die Lebensläufe der Schlüsselmitarbeiter und die jeweiligen Absatzmärkte. Selten aber betrachten Aktienanalysten die Kapitalmärkte ganzheitlich, weshalb sie Schocks aus anderen Bereichen, wie zum Beispiel aus dem Immobilienmarkt, erst sehr spät oder gar nicht wahrnehmen. Doch genau diese Schocks von außen („exogene Schocks“) können durch das Auslösen von Kettenreaktionen ungeahnte Schäden an den Finanzmärkten auslösen.

Über Analystenschätzungen und was wirklich zählt

Die Milleniumsbrücke

An einem sonnigen, leicht windigen Sommertag im Jahr 2000, eröffnete Queen Elizabeth in London die Milleniumsbrücke. Es sollte die erste Neueröffnung einer Brücke über die Themse seit über 100 Jahren sein. Konstruiert wurde sie so stabil, dass sie leicht das Gewicht von tausenden Menschen tragen konnte, die über sie hinweg spazierten. Doch bereits kurz nach der feierlichen Eröffnung begann die Konstruktion so stark zu schwingen, dass sie 18 Monate lang für Änderungsarbeiten geschlossen werden musste. Was war passiert?

Wie viele andere Brücken war auch die Milleniumsbrücke nicht dafür geschaffen, dass eine große Menschenmenge im Gleichschritt über sie marschiert. Dies stellt grundsätzlich nur bei Soldaten ein Problem dar, weshalb diese vor dem Betreten einer Brücke den Gleichschritt aufgeben. Doch wie hoch ist die Wahrscheinlichkeit, dass tausende Menschen zufällig in denselben Schrittrhythmus verfallen? In der Abwesenheit exogener Schocks ist die Wahrscheinlichkeit dafür praktisch Null. Außer es geschieht etwas Unvorhergesehenes: Im Falle der Milleniumsbrücke war es eine Windböe (=exogener Schock), die die Fußgänger dazu zwang, gleichzeitig einen Schritt zur Seite zu machen. Auf die resultierende Schwingung der Brücke (diese stellt einen endogenen Schock dar) reagierten die Besucher wiederum im Einklang und verstärkten damit die Ausschläge. Hätten die Konstrukteure der Brücke das vorhersehen können? – Offenbar nicht mit Professionalität allein: Beteiligt am Design war z.B. mit Foster und Partners eines der größten und renommiertesten Architekturbüros der Welt, dessen Kompetenz außer Frage steht. Geholfen hätte vielleicht ein Blick über den Tellerrand der unmittelbaren Konstruktionsaufgabe hinaus.

Gewerbliche Immobilien

Eine solche umfassende Herangehensweise, die über die Analyse von einzelnen Investitionen oder Märkten hinausgeht, ist Grundlage unserer Anlagestrategien. So werfen wir seit einigen Monaten bei der Betrachtung der Aktienmärkte einen Blick auf den Markt für gewerbliche Immobilien. Und was wir sehen, gefällt uns wenig: Mit fallenden Vermietungsständen, sinkenden Mietpreisen und steigenden Kapitalisierungsraten weisen alle Zeichen auf weiter fallende Bewertungen hin. Alleine in den USA könnten sich die Verluste nach jüngsten Schätzungen der Deutschen Bank auf 250 bis 350 Milliarden USD belaufen. Auch die Kredite für gewerbliche Immobilien wurden in Form von sogenannten Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS) verbrieft, weltweit verkauft und lagern wie der bereits verwelkte Dreibuchstabensalat der Kreditverbriefungen auf Privatimmobilien in den Bilanzen der Banken. Werden auch die CMBS faul, ist die nächste Bankenkrise unvermeidlich – die Ausfallraten von Bankdarlehen dürften jene der in Form von CMBS verbrieften Kredite noch übersteigen. Diese Fakten mahnen uns zur Vorsicht: Trotz steigender Analysteneuphorie haben wir den Aktienanteil in den Portfolios der Kunden im Oktober reduziert.

Reflexivität

Die Milleniumsbrücke ist auch für das Konzept der Reflexivität ein gutes Anschauungsbeispiel: Als die Milleniumsbrücke zu schwingen begann, verschärfte die Reaktion der Menschen die Situation: Je stärker sich aber die Brücke bewegte, umso mehr synchronisierte sich der Gang der Besucher. An den Finanzmärkten ist es häufig ähnlich. Die Immobilienkrise begann relativ harmlos mit der

Über Analystenschätzungen und was wirklich zählt

Niedrigzinspolitik Alan Greenspans. Von den niedrigen Kreditzinsen angetrieben stieg das Kreditvolumen, insbesondere das für Immobilienfinanzierungen rasant an. Die entfachte Nachfrage nach Eigenheimen und der damit einhergehende Anstieg der Immobilienpreise hatte zwei Folgen:

- 1.) Höhere Immobilienpreise machen höhere Kredite je Eigenheim notwendig.
- 2.) Die gestiegenen Immobilienpreise erhöhten den Spielraum, weitere Kredite mit dem Eigenheim zu besichern.

Letztendlich vergaben Banken Kredite sogar in Erwartung steigender Häuserpreise. Die Blase nährte sich also reflexiv, aus sich selbst heraus, bis die Konstruktion nicht mehr stand halten konnte. Gleiches gilt für die Empfehlungen von Analysten: Die beste Schätzung ist meist eine einfache Extrapolation der Vergangenheit in die Zukunft. In Bullenphasen spiegelt sich die positive Kursentwicklung der Vergangenheit in den Empfehlungen der Analysten wider. Die Reaktion der Investoren auf die Analystenempfehlungen führen zu einer selbsterfüllenden Prophezeiung. Abbildung 2 zeigt diese Wechselwirkung an Hand der IBM Aktie. Als im April 2008 der Aktienkurs das Kursziel fast erreichte, wurde dieses nach oben revidiert. Als der Aktienkurs im August zu fallen begann, wurde der Ausblick erst sehr zögerlich korrigiert um im September der Kursentwicklung nachzuziehen. Das Spiel setzte sich in der anschließenden Phase des Kursanstieges mit umgedrehten Vorzeichen wieder fort.

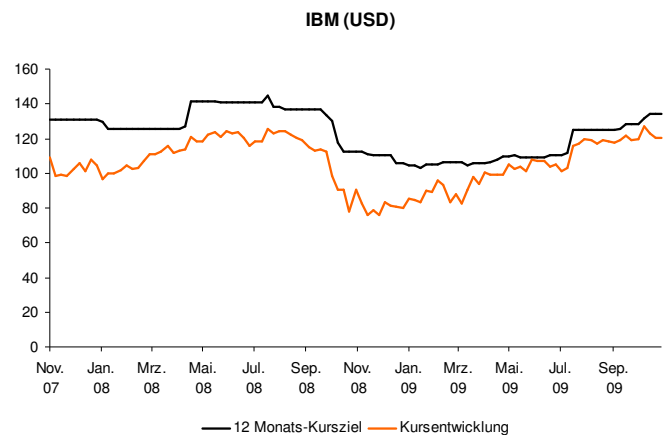


Abbildung 2: Kursentwicklung und durchschnittliches 12 Monats Kursziel am Beispiel der IBM Aktie (Quelle: Bloomberg)

Mit steigenden Aktienkursen schrauben also auch Analysten ihre Prognosen nach oben. Das Spiel ist zu Ende, wenn kein Investor mehr gefunden wird, der bereit ist, die hohen Preise zu bezahlen. Ein Extremfall dieser Situation wurde vom Ökonomen Hyman Minsky dargestellt. In seinem Kreditzyklusmodell führt eine Periode des wirtschaftlichen Aufschwungs dazu, dass Investoren die Risiken fremdfinanzierter Investitionen fortwährend geringer einschätzen. Die überhand nehmende Verschuldung der Anleger resultiert in einem störanfälligen Systemzustand. Schließlich bedarf es lediglich eines kleinen Anlasses, um den Investoren vor Augen zu führen, dass sie erhebliche Liquiditätsprobleme haben. Um die Fremdfinanzierung rückführen zu können, müssen die zuvor erworbenen Wertpapiere verkauft werden und die Abwärtsspirale setzt sich in Gang. Ein ähnliches Modell konzipierte auch der Hedgefonds Manager und Yale Professor John Geanakoplos. Wenn Banken weniger Sicherheiten fordern, hat dies einen großen Effekt auf bestimmte Investorengruppen. Mit hohen Fremdkapitalanteilen können diese Investoren Preise in Höhen treiben, die für Investoren mit geringerem Fremdkapitaleinsatz keinen Sinn mehr

Über Analystenschätzungen und was wirklich zählt

machen¹. Eine Abwärtsspirale setzt in diesem Modell dann ein, wenn die Fremdkapitalgeber verunsichert werden und ihre Sicherheiten erhöht haben wollen. Der Unterschied zum Modell von Minsky besteht lediglich darin, dass hier nicht die Investoren selbst, sondern Banken den Ausschlag für einen Zusammenbruch des Systems geben.

Should I stay or should I go

Entscheidend für weitere Trends der kommenden Wochen wird sein, wie die Märkte die Unternehmensberichte des dritten Quartals verdauen und welche Signale der Währungsmarkt sendet: Nicht nur Währungsanalysten sind wegen des ungebrochenen Abwärtstrends beim Dollar gespannt und versuchen, strategische Schlüsse aus der daraus resultierenden Inflation der Vermögenswerte zu ziehen: Viele institutionelle Investoren haben in den vergangenen Monaten Dollar verkauft und Aktien bzw. Gold gekauft („Reflation-Trade“) und damit die dominanten Trends steigender Aktien- und Goldpreise bei gleichzeitigem US-Dollarverfall verstärkt.

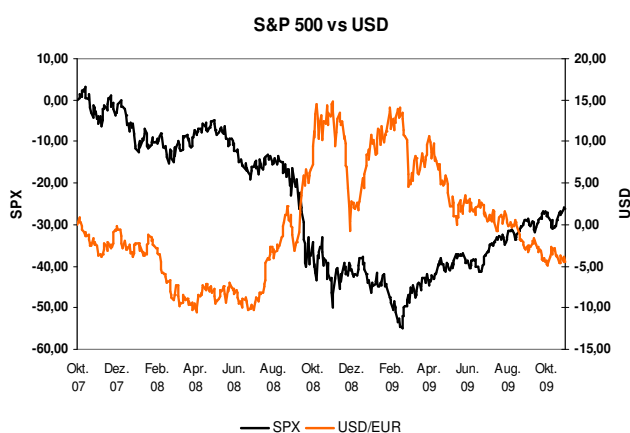


Abbildung 3: Entwicklung des S&P 500 und der Wechselkursverlauf USD/EUR (Quelle: Bloomberg)

¹ Geanakoplos, John; „Liquidity, Default, and Crashes“, Cowles Foundation Paper No. 1074, 2003

Die Bezeichnung Reflation Trade leitet sich von der Reflationspolitik der US-Notenbank Federal Reserve („Fed“) ab. Unter Reflation versteht man eine aggressive Wirtschaftspolitik zur Vermeidung von Deflation. Andere wirtschaftspolitische Ziele wie ein ausgeglichener Staatshaushalt oder die Vermeidung von Inflation werden dem Ziel der Deflationsvermeidung untergeordnet.

Allerdings hat die Fed mit dieser Politik keinen stabilen Systemzustand geschaffen. Wie stark die anschließende Korrektur sein wird, hängt davon ab, wie lange dieser Systemzustand aufrecht bleibt und was den Minsky Effekt auslösen wird.

Tatsächlich sieht es derzeit so aus, als seien Investoren trotz der nach wie vor positiven Analystenschätzungen nicht mehr bereit, die hohen Preise von Mitte Oktober zu bezahlen. Ein besonders negatives Indiz dafür liefern die Marktreaktionen auf die Berichtssaison zum dritten Quartal. Der Markt scheint nun zu erkennen, dass die Unternehmenszahlen nur bei kurzfristiger Betrachtung positiv ausgefallen sind. Die Unternehmensergebnisse überraschten zwar positiv, doch noch immer auf sehr tiefem Niveau. Im Vergleich zum 3. Quartal 2008 lagen die Unternehmensergebnisse vor Steuern sowohl in den USA als auch in Europa um 21% tiefer.

Im Moment lässt vieles darauf schließen, dass wir von einer „Hoffnungs“ Phase, in der Aktienkurse das Gewinnwachstum voraus nehmen, in eine „Wachstums“ Phase, in der die Unternehmensgewinne nachziehen, übertreten. Historisch sanken in solchen Phasen des Aktienzyklus die Kurs-Gewinnverhältnisse, weil die Aktienkurse weniger stark stiegen als die Unternehmensgewinne, die Renditen waren daher mager. Darüber hinaus scheint der Aktienmarkt Gefahren wie jenen aus dem Bereich gewerblicher Immobilien wenig Beachtung zu schenken. Wir halten es daher für angebracht, sich nach alternativen Veranlagungen umzusehen. Im Bereich der traditionellen Vermögensarten („Asset Klassen“) betrachten wir

Über Analystenschätzungen und was wirklich zählt

Unternehmensanleihen trotz der ebenfalls erstaunlichen Rally der vergangenen Monate noch als attraktiv bewertet. Die laufenden Renditen entschädigen den Investor auch dann noch, wenn keine weiteren Kursanstiege erfolgen. Darüber hinaus sind auch Wandelanleihen einen genaueren Blick wert: Zusätzlich zur laufenden Verzinsung partizipiert der Investor über das Wandlungsrecht an steigenden Aktienkursen. Für Staatsanleihen gilt weiterhin die in der Oktoberausgabe ausgeführte Präferenz für kurze Laufzeiten, unsere Empfehlung für eine etwa fünfprozentige Goldbeimischung im Portfolio bleibt aufgrund der unveränderten Inflationsrisiken aufrecht.

Hierbei handelt es sich um eine Werbemitteilung mit ausschließlichem Informationscharakter, welche keinesfalls eine anleger- und objektgerechte Beratung sowie umfassende Risikoaufklärung – jedes Produkt hat ein unterschiedlich hohes Risikoniveau – ersetzt. Alle in der Unterlage verwendeten volkswirtschaftlichen und wertpapierbezogenen Daten sind aus Bloomberg entnommen. Alle verwendeten Informationen beruhen auf sorgfältig ausgesuchten Quellen; es wird keine Gewähr für die Vollständigkeit, Richtigkeit und Aktualität der vorliegenden Werbemitteilung sowie der herangezogenen Quellen übernommen. Haftungs- oder Schadenersatzansprüche, welche aus der Nutzung oder Nichtnutzung bzw. aus der Nutzung fehlerhafter und unvollständiger Informationen resultieren, sind ausgeschlossen.