

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 28, April 2006

Das interessanteste Geschichtsbuch mit universalhistorischem Deutungsanspruch, das in den letzten Jahren erschienen ist, erzählt die Ereignisse von der Peripherie her. Der Autor, Dan Diner, fokussiert sich in *Das Jahrhundert verstehen* nicht auf die Deutsch-Französische Feindschaft /

Freundschaft, auf Versailles und Weimar, auf den ideologischen

Konflikt zwischen USA und UdSSR oder auf den Niedergang der Englischen und Französischen

Kolonialreiche. Er erzählt vielmehr vom – meist östlichen – Rand her: Von der

Treppe in Odessa, vom Völkermord an den Armeniern, vom Juni 1914 in Sarajewo, vom Scheitern der Französischen Interventionstruppen in Bessarabien und Südrussland im Jahr 1919, vom Ende des polnisch-russischen Krieges im Friedensvertrag von Riga 1921. Es ist faszinierend, wie man ein ganzes Jahrhundert fassen kann, indem man zeitlich und örtlich begrenzte Phänomene beschreibt. An diesen **Geschehniskonzentren** lässt sich der Weg der künftigen Ereignisse ablesen. Die hier auftretenden **Konfliktlinien** lassen sich über weite Strecken und entfernte Orte hinweg verfolgen.

Ein ähnliches Verfahren ist an der Börse immer wieder nützlich. Oft können scheinbar unwichtige Ereignisse erhebliche Konsequenzen haben: Als sich die Bundesbank 1987 (entgegen der Vereinbarungen des Plaza Accords) weigerte, die D-Mark Zinsen zu senken um so einen tieferen Fall

des US-Dollar zu vermeiden, fiel der Dow Jones am 19. Oktober jenes Jahres um 22%. Manchmal sind solche Randerscheinungen auch Modell für das, was noch kommt: Als Thailand 1997 den Baht abwertet und in eine Krise gerät, ahnt noch niemand, dass bald der gesamte asiatische

Wirtschaftsraum am Abgrund steht.

Wir haben immer wieder betont, dass die Trends an den

Europäischen Aktienmärkten intakt sind, dass die Blue Chips noch nicht übersteuert sind und dass daher

noch mit einer **Fortsetzung der gegenwärtigen Aufwärtsbewegung** zu rechnen ist. In gewisser Weise ist die Aktienwelt im ersten Quartal des Jahres 2006 sogar noch schöner geworden. Während die Märkte im Jahr 2005 noch teilweise widersprüchliche Signale ausgesendet haben, sind sie heute konsistent in ihrem positiven Bild. Danach befinden wir uns heute im so genannten *reflation trade*: Händler und Fondsmanager sind sich einig, dass es der **Weltwirtschaft überraschend gut geht**, dass die Verlangsamung des Wachstums in den USA geringer ausfällt als erwartet, dass die **Beschleunigung des Wachstums in Europa und Japan** kräftig genug ist, um Schwächen andernorts auszugleichen. Mit diesen guten Nachrichten für die Gesamtwirtschaft geht aber eine Verstärkung der inflationären Tendenzen einher. Also steigen die **Aktien**, fallen die **Anleihen** (steigen die Zinsen), steigt der **Goldpreis**. Alles passt und keiner zweifelt.



Hausfrauenrallye

Neben dem intakten Trend und der Reflation der Weltwirtschaft ist es noch ein dritter Umstand, der für steigende Kurse sorgt: Die **Reflation der Egos**. In den mitunter schwierigen Jahren nach der Jahrtausendwende hat die Börse es den Unternehmensbossen übel genommen, dass sie unter dem Schlagwort „shareholder value“ auf Firmenkosten allerlei für ihr persönliches Wohlbefinden unternommen haben, ohne sich dabei viel um die Aktionäre zu kümmern. Sie haben nicht nur gigantische Firmenwohnungen in New York gekauft und ihre Unternehmen ausschweifende **Partys** auf Sardinien bezahlen lassen. Sie haben auch sinnlos andere Firmen gekauft, um damit vor den anderen Bossen im Segelclub besser dazustehen. Solche Akquisitionen vernichten in der Regel Geld. Spätestens ab 2001 wurde daher jeder abgestraft, der auch nur darüber nachdachte, eine andere Firma zu kaufen.

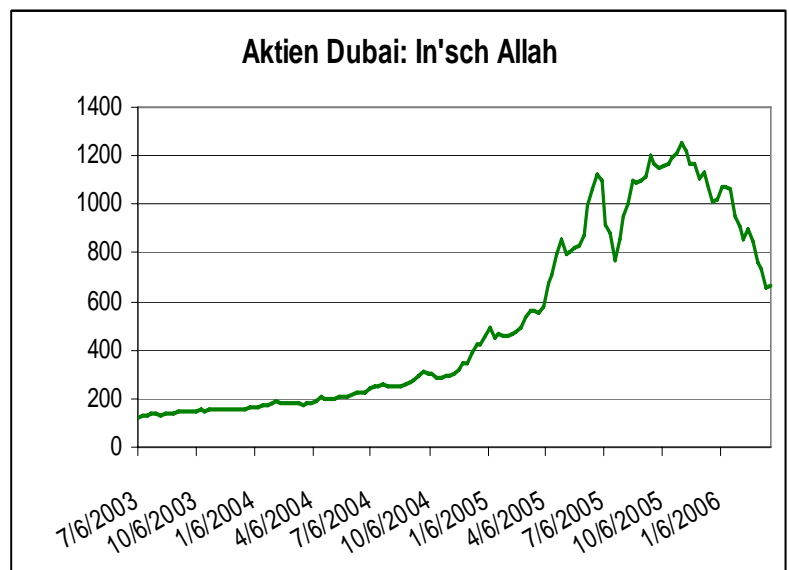
Das hat sich nun ins Gegenteil verkehrt. Heute jubeln die Spekulanten wieder, wenn fusioniert wird und die Egos der Bosse sind wieder so gestrickt, dass sie sich mit vielen Skalps unterm Gürtel einfach besser fühlen. Da die Firmen Geld haben, um diese Visionen auch in's Werk zu setzen, hat sich eine rege **Fusions-tätigkeit** ergeben, die all das in den letzten Jahren sauer verdiente Geld in die Börse spült und die Kurse zusätzlich treibt. Das kommt im Wesentlichen den mittelgrossen Firmen zu Gute, deren Kurse sich inzwischen erheblich über das vernünftige Maß aufgebläht haben. Ob das alles gut ist, wissen wir nicht. Jedenfalls sollte auch im aktuellen Visions- und Fusionsfieber die alte Weisheit bedacht werden: *La foi transporte les montagnes. - C'est vrai. - La raison les laisse où elles sont. - C'est mieux.*

Die Stimme der Vernunft wird man umso eher beherzigen, wenn man den Blick etwas weiter schweifen lässt. Wenn wir heute auf die Ränder des Systems

schauen, können wir einige interessante Verwerfungen beobachten, die ex post als **Menetekel** gedeutet werden könnten. Aus vier peripheren Gründen halten wir das **Verfallsdatum des Bullenmarktes für absehbar**: die größten Spekulationsblasen beginnen zu platzen, der Carry Trade wird rückabgewickelt, Backwardation wird durch Contango abgelöst und schließlich steht Gold bald bei 600 Dollar. Aber der Reihe nach:

Spekulationen auf Sand gebaut

Die schönste Spekulationsblase des letzten Jahres hat sich im Nahen Osten gebildet. In früheren Jahren haben die Araber ihre überschüssigen Petrodollars in Amerika angelegt. Das hat das Morgenland bereichert und dem Abendland niedrige Kapitalkosten (vulgo: hohe Aktienkurse und niedrige Zinsen) beschert. Nun haben die Araber derzeit besonders viele Petrodollars zur Hand, es ist aber politisch nicht mehr korrekt bei den Ungläubigen zu investieren. Notgedrungen kauft man also Aktien in der Heimat und weil so sehr viel Geld sich nach so sehr wenigen Investitionsgelegenheiten drängelt, sind die Kurse in den letzten Jahren erheblich gestiegen.



Aktien gehören aber zu den Luxusartikeln und werden für viele Menschen attraktiver,

je höher der Preis ist. Wer kauft schon eine Rolex für 50 Euro? Für 5.000 Euro schon eher. Mit den Aktien ist es genauso: je stärker der Preis in der Vergangenheit gestiegen ist, desto größer die Gier der neuen Käufer. Das ist bei den Arabern nicht anders. Aber auch dort gelten einige der unangenehmeren Gesetze der Ökonomie, und so haben sich gewisse Verhältnisse wieder zurechtgerückt, wie man an der vorangegangenen Grafik leicht erkennt. Der Aktienmarkt in **Dubai** ist seit Oktober (in Euro) um 54% gefallen. Den anderen Aktienmärkten der Region ist es nicht viel besser ergangen.

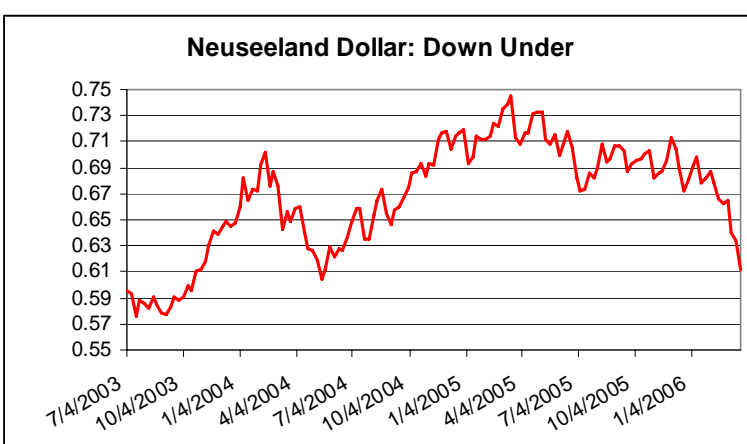
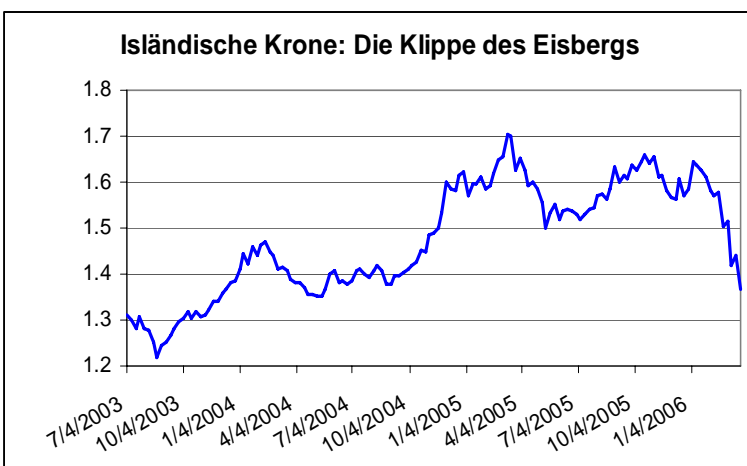
Carry Trade

Eine unter Spekulanten beliebte Strategie war es in den letzten Jahren, sich in Japan Geld zu extrem niedrigen Zinsen auszuleihen und es in anderen Währungen zu erheblich höheren Zinsen wieder anzulegen. Entsprechend sind die Währungen der Hochzinländer stark gestiegen. Insbesondere bei weniger liquiden Währungen, wie dem **Neuseeländischen Dollar** und der **Isländischen Krone** hat das gleichzeitige Drängeln aller Gäste zur Tür hinaus zu erheblichen Kursverlusten geführt. An einem solchen Verhalten kann man ablesen, dass einige Marktteilnehmer, die in komplizierten Transaktionen engagiert sind, ihre **Risiken zu reduzieren beginnen**. Das mag noch zu früh sein, *aber if you panic, panic before everybody else does.*

Backwardation und Contango

Dies ist ein eher technisches Thema und wir bitten die weniger tiefeschürfenden Leser den Absatz zu überspringen.

Normalerweise befinden sich die Rohstoff-Futures-Märkte im Zustand der Backwardation. D.h. die zuerst auslaufenden Futures handeln zu einem höheren Preis als die Futures, die erst im



folgenden Monat auslaufen. Das liegt daran, dass es billiger ist, einen Future zu halten als das Gold/Öl/Kupfer physisch aufzubewahren, auch wenn es ökonomisch auf dasselbe hinausläuft.

Derzeit ist an den Rohstoffmärkten aber nichts normal und die Märkte sind von der Backwardation in einen Zustand geraten, den man gemeinhin Contango nennt. Es ist derzeit für so viele Marktteilnehmer so interessant, Rohstoff-Futures zu halten, dass die länger laufenden Futures höher notieren als die kürzer laufenden – auch wenn das keinen Sinn macht. Das bedeutet nichts anderes, als dass sehr viel Geld in den Rohstoffsektor geflossen ist. Genau genommen ist es wohl zu viel, als dass es noch vernünftig wäre.

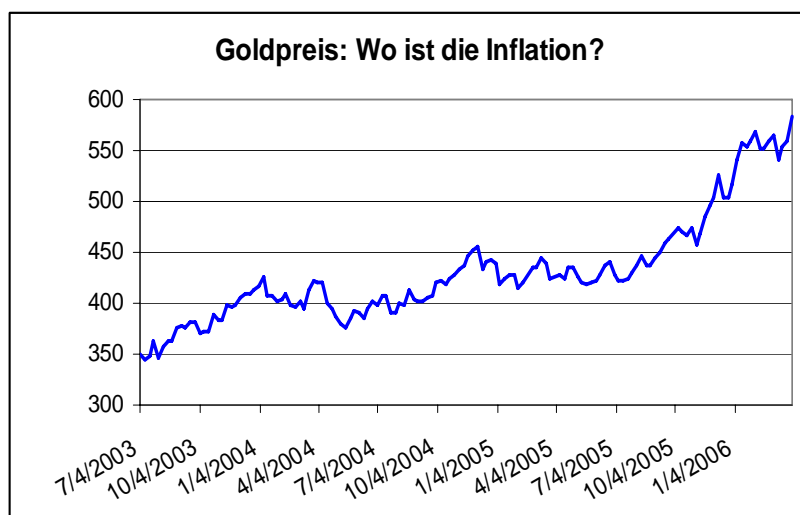
Auch dies ist ein klassisches Warnsignal.

Gold

Schließlich hat der Goldpreis zu einem neuen Höhenflug angesetzt. Das ist zwar konsistent mit dem *reflation trade*, aber es kann eben auch eine Flucht vor einer anstehenden Abwertung des US-Dollar sein. Man weiß es zwar erst hinterher, was der Grund für den Anstieg des Goldpreises war, aber man muss es immerhin für möglich halten können, dass es ein Warnsignal ist.

Wo wir stehen

Letztlich stehen wir nach wie vor zu unserer Prognose von Anfang Dezember, dass das erste Halbjahr 2006 eine Fortsetzung des zweiten Halbjahres 2005 sehen wird. Wir bleiben wohl bis zum prognostizierten Wendepunkt im Mai



investiert. Aber wir fühlen uns immer weniger wohl dabei, denn ein Bullenmarkt, der im Wesentlichen auf dem Luxusartikeleffekt und auf der Reflation der Egos gebaut ist und an den Rändern bereits bröseln, ist nicht Witwen- und Waisenfest.