

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 32, Oktober 2006

Völker, hört die Signale! ist eigentlich die wichtigste Botschaft der [Internationale](#). In der heute seltener gesungenen zweiten Strophe kommt aber noch ein ganz wesentlicher Nachsatz, der in der sozialistischen Welt später nicht mehr gern erwähnt wurde. Es wird darin festgestellt, es reiche keineswegs hin, die Signale nur zu hören, man müsse auch etwas daraus machen. Es wird dort zu nichts Geringerem als Eigeninitiative aufgerufen:

Es rettet uns kein höh'eres Wesen, kein Gott, kein Kaiser, noch Tribun.

Uns aus dem Elend zu erlösen, können wir nur selber tun!

Wie wahr! Das gilt spiegelbildlich natürlich auch für den Gegenüber des Arbeiters, für den Kapitalisten. Auch er hört immer wieder Signale, ist aber oft antriebsschwach und kann sich nicht aufraffen, danach zu handeln. Manchmal ist er zu lustlos und verpasst so den Aufschwung. Manchmal ist er berauscht vom Vertrauen in die eigene Bullenstärke und vergisst so die Vorsicht. Es ist ja so schwierig, das rechte Maß zu halten; denn die Vernunft hat auf die Tugend des Maßhaltens nur wenig Einfluss, sie ist ganz im unvernünftigen Seelenteile, dem Gemüt anzusiedeln – wie Aristoteles zu Recht in der Nikomachischen Ethik ausgeführt hat.¹

Beim Kapitalisten ist es im Allgemeinen so, dass die Maßlosigkeit im Auf- oder Abschwung meist von der [Mittellosigkeit](#) gefolgt wird. Es erwischt die Tauben, die die Signale nicht hören, oder die Antriebsschwachen, die ihnen nicht Folge leisten.

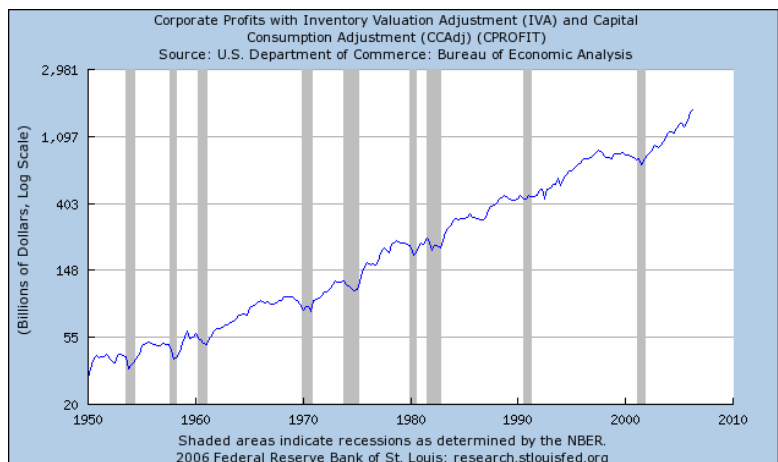
Die Signale an der Börse sind derzeit laut und deutlich. Alles deutet auf ausgesprochen mühsame Börsenmonate hin, aber alle haben Angst, etwas zu verpassen und wollen die Party keineswegs verlassen, bevor es die anderen tun. Die Zahl derer, die hören können oder handeln wollen, ist gering. Die Börse ist so in eine Höhe gestiegen, von der aus keine guten Resultate mehr zu erwarten sind.

Die Signale sind eindeutig und lassen sich in fünf Kategorien zusammenfassen:

1. Bewertung der Aktienmärkte
2. Geldmenge und Zinsen.
3. Rezessionsgefahr in den USA.
4. Politik: Währungen, Protektionismus in Russland, China und den USA.
5. Unkontrollierbare Derivate- und Kreditmärkte.

Dass diese wohlbekannten Probleme bislang nicht zu einer Krise geführt haben, bedeutet nicht, dass man sie auch in Zukunft ungestraft ignorieren darf. Sehen wir sie uns genauer an:

Die **Bewertung** der Aktienmärkte ist niedrig, wenn man die Kurse mit den erwarteten Gewinnen vergleicht. Die Gewinne sind in Schwindel erregende Höhen geklettert. Die Arbeitnehmer in den



Toll: Unternehmensgewinne USA

¹ Vgl. Eth. Nik. 1117 b 23 ff.

USA und Europa haben zu einem guten Teil ihre Verhandlungsmacht bei den Löhnen verloren. Die Produktivität ist durch die Computerisierung und den Einsatz des Internet bei vielen Abläufen stark gestiegen. Paradiesische Zustände, die sich daran ablesen lassen, dass die Unternehmensgewinne wieder ganz oben an ihrem langjährigen Trendkanal angekommen sind.

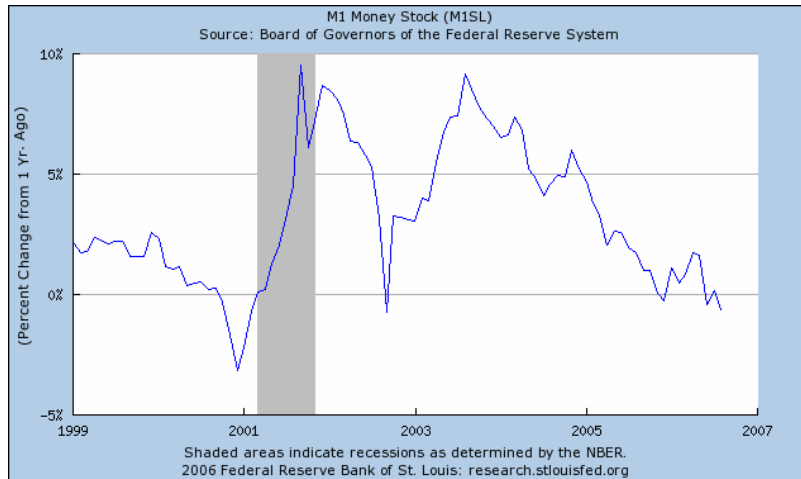
Die guten Gewinne kommen durch einen Deal des Westens mit den Schwellenländern zu Stande, bei dem jeder bekommt, was er will. Die Schwellenländer wollen die Produktion und sie wollen die Jobs. Gewinne sind ihnen nicht wichtig. Der Westen ist umgekehrt zufrieden, solange er die Gewinne macht. Jobs sind ihm egal. So sind beide gut aufgehoben in diesem globalen Arrangement.

Schlimm wird es nur, wenn die Schwellenländer ebenfalls etwas von den Gewinnen abhaben wollen. Oder wenn die Produktivitätsfortschritte immer stärker an den Kunden über niedrigere Preise weiter gegeben werden müssen, weil die Wettbewerber dasselbe tun. Dann bröseln die Gewinne, wie sie es in den vergangenen 500 Jahren immer getan haben nach Phasen außerordentlichen Wachstums. Die Gewinne verlassen ihren Trendkanal nicht. Niemals.

Wenn dann die Gewinnsteigerungen nicht mehr so hoch ausfallen, wird man plötzlich feststellen, dass der Markt nach allen anderen Bewertungskriterien ebenfalls sportlich bezahlt wird. Ob man das Verhältnis von bezahltem Preis zu Umsatz oder zu Buchwert oder zu Cash flow oder zu Dividenden nimmt – der Markt ist nur billig, wenn man sich allein auf das KGV konzentriert und hofft, dass diesmal alles anders ist.

Die globale **Geldmenge** ist seit dem Jahr 2001 enorm gestiegen. Das erkennt man an der Inflation bei fast allem, was man kaufen kann: Immobilien, Kunst, Aktien, Anleihen, Rohstoffe, Edelmetalle – alles ist

erheblich teurer geworden. Einzig DVD-Spieler und andere Artikel „Made in China“ sind billiger geworden, weil den Chinesen, wie gesagt, die Gewinne wurscht sind. Mit der steigenden Geldmenge wurde alles nach oben gespült,



Wer erkennt den Trend? Teil I: Geldmenge USA

was nicht bleiern war. Nun aber geht die Flut zurück und, wie Warren Buffett es einmal ausdrückte, bei Ebbe sieht man, wer nackt schwimmt. Wenn die Notenbanken das überzählige Geld wieder einsammeln, wird das an einigen hochgejubelten Anlageklassen nicht spurlos vorbeigehen.



Wer erkennt den Trend? Teil II: Geldmenge Europa

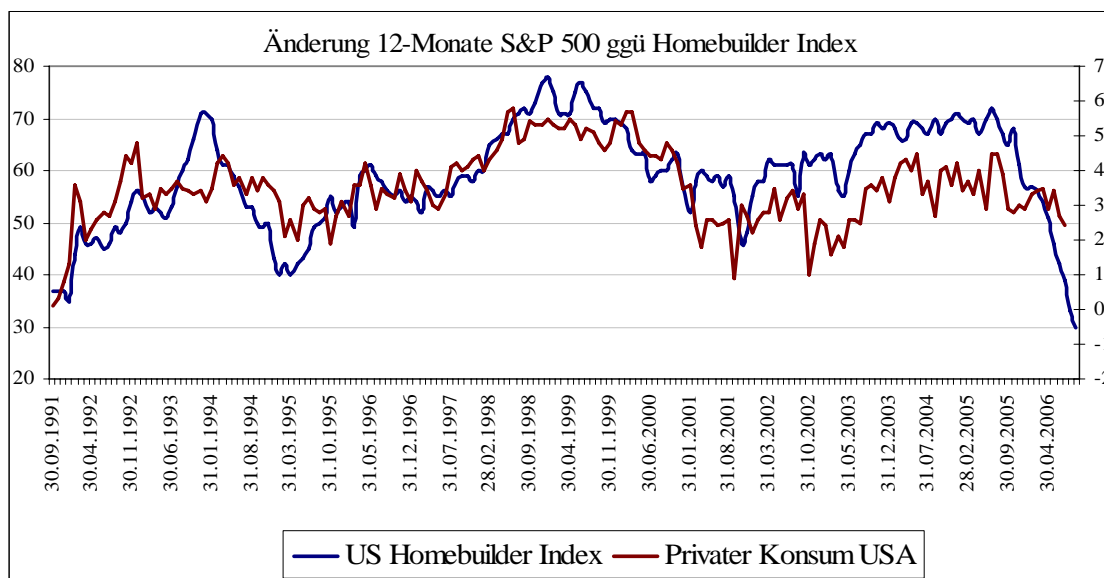
Besonders hart wird es die Amerikaner treffen. Sie haben sich in den vergangenen Jahren darauf verlassen, dass alles, was sie besaßen, immer mehr wert wurde. Sie

haben nicht gespart, weil sie bei größeren Anschaffungen stets ihre immer größeren Immobilienwerte immer höher beleihen konnten. Nun aber platzt die **Immobilienblase**. Die Korrelation des Zustandes des Immobilienmarktes mit den Konsumausgaben ist so hoch, dass wir uns fast trauen würden zu wetten, dass der amerikanische Konsument sich binnen sechs Monaten nahe einer **Rezession** befindet. Zur Erinnerung: Der Konsum macht 70% der amerikanischen Wirtschaftsleistung aus.

die zehnjährigen Zinsen unter dem Niveau dessen lagen, was man für kurzfristige Laufzeiten (6 Monate bis zwei Jahre) zahlte, dann war das allzu oft ein Vorbote einer kommenden Rezession. Heute aber Schwamm drüber. Wird schon nicht so schlimm kommen.

Viertens wird das Problem der globalen **Ungleichgewichte** nach wie vor durch wegschauen gelöst. Die Chinesen (und andere ähnlich gesonnene Aufsteiger), die sich nur für Jobs und nicht für Gewinne

interessieren, halten ihre Währung künstlich niedrig (indem sie massenhaft Dollars kaufen und so die Nachfrage und damit den Preis hoch halten), sind so konkurrenzlos billig und bekommen damit, was sie wollen: Jobs. Der sich darin zeigende **Protektionismus** macht in weiten Kreisen



Wer erkennt den Trend? Teil III: Immobilien und Konsum USA

Schon heute deutet sich an, dass der Einbruch am Immobilienmarkt sich in andere Bereiche der Wirtschaft auswirkt. Der eine oder andere Indikator ist schon schlecht² und der Bausektor ist sowieso bereits in einer Rezession. Der Markt schafft es aber, die klassischen Warnsignale dennoch völlig auszublenden: Der Ölpreis sinkt und die Zinsen fallen wieder. Früher sagte man, dass in so einem Falle die Nachfrage nach Energie und Krediten wohl gering sei. Man nahm das als ein Zeichen für eine schwächere Konjunktur. Ebenso hielt man es mit der Inversion der Renditestrukturkurve. Wenn

Schule. Bislang hat das den Westen nur am Rande gestört, denn neben den guten Gewinnen sorgen die Chinesen auch noch für niedrige Inflationsraten und Zinsen in den Ländern, in die sie exportieren. Aber alle beteiligten wissen, dass das Thema nicht mehr lange ignoriert werden kann. Der US-Kongress beginnt ebenfalls Gefallen am Protektionismus zu finden, die Russen sind derzeit dabei ausländische Ölgesellschaften zu enteignen, die Franzosen sind in der Wirtschaftspolitik ohnehin nie über [Colbert](#) hinausgekommen – die Liste ließe sich beliebig fortsetzen. Die Politischen Rahmenbedingungen der Wirtschaft verschlechtern sich.

Fünftens gibt es schließlich noch einen Themenkomplex, der erst in den letzten zwei Jahren entstanden ist: Es gibt mittlerweile eine **Private-Equity-Blase**.

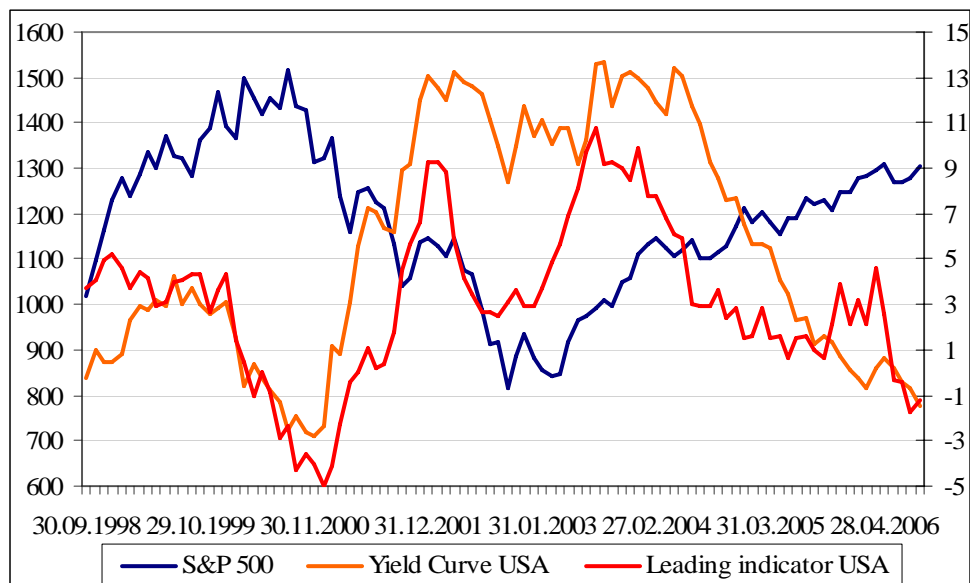
² Der „Philly-Fed“ Index hat die Märkte aus diesem Grund am vergangenen Donnerstag ins Straucheln gebracht.

Immer mehr Geld entzieht sich öffentlicher Kontrolle. Die Umsätze an nicht regulierten Märkten haben eine Größenordnung erreicht, in der es erhebliche Probleme geben kann. Es handelt sich dabei um bestimmte Derivate-Märkte und um immer neu verpackte Kredit-Strukturen, die mit immer größerem Risiko von einer Hand zur anderen gereicht werden. Der Markt für Kredit-Derivate ist in den letzten sechs Monaten von einem Volumen von \$ 17.000 Mrd. auf ein Volumen von \$ 26.000 Mrd. gestiegen. Er ist damit siebenmal so groß wie noch im Jahr 2003. Die Spieler an diesen Märkten sind Private-Equity-Fonds und Hedge-Fonds. Kein Mensch hat das mehr im Griff.

Vor einer guten Weile hat es bereits Untersuchungen zu diesem Thema gegeben: Die Abwicklung bei den nicht regulierten „privaten“ Fonds kommt schon lange nicht mehr hinterher. Die Buchungen finden teilweise erst Wochen nach dem Handel statt. Im Fall einer Krise, wenn keiner mehr die Risikopapiere haben will wird es zweifellos einige interessante Diskussionen zwischen den beteiligten Hedge-Fonds Managern geben, wem die Bombe denn eigentlich gehört, die da gerade hochgegangen ist.³

³ Anfang September ist ein Hedgefonds in Schieflage geraten, weil er etwa sechs Milliarden Dollar mit einer Wette auf steigende Gaspreise verspielt hat. Für Liebhaber der Materie ist interessant, was der folgende Aufruhr ans Licht gebracht hat: Amaranth hat unter anderem in 25 SPACs (*Special Purpose Acquisition Corporations*) investiert. Das sind tolle Gebilde. Sie haben keine Umsätze, keine Gewinne und nicht mal einen Betrieb, wenn sie an die Börse gehen. Sie sammeln dort Geld ein mit dem Versprechen, davon andere Firmen zu kaufen und damit ganz doll viel Geld zu verdienen. Das klingt irgendwie nach Private Equity und da heutzutage alles steigt, was nach Private Equity klingt, auch wenn die gute Zeit des

Dem Markt sind die Trendsetter, die seit 2003 den Ton angeben, abhanden gekommen. Die Rohstoffwerte und die Kleinkapitalisierten Werte (Small Caps) laufen nicht mehr. Die einzige Hoffnung ist, dass die Blue Chips nun übernehmen und den Markt nach oben ziehen. Aber ob dies gelingt ist äußerst fraglich. Und angesichts der Deutlichkeit der Signale möchten wir es den Völkern eigentlich auch nicht zumuten, jetzt noch Aktien zu kaufen.



Wer erkennt den Trend? Teil IV: Steilheit der Renditestrukturkurve und Frühindikatoren sind unten, wenn der Markt oben ist. Frage: Wo ist der Markt jetzt?

Private Equity längst vorbei ist, muss man solche SPACs unbedingt haben.