

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 34, Dezember 2006/Januar 2007

Zum Jahresende wird der Börsianer noch einmal hektisch. Es gilt, sich angestrengt Gedanken über das kommende Jahr zu machen. Das fällt nicht leicht. Überhaupt fällt es dem Menschen, und am Ende ist der Börsianer ja auch einer, von Natur aus schwer, sich Gedanken zu machen. Es ist aber, und hier liegt nicht nur für den Börsianer das Problem, in der Regel sinnlos, sich *angestrengt* Gedanken zu, wie Goethe in einem Gespräch mit [Eckermann](#) (am 24. Februar 1824) zugeben musste: „Meyer pflegt immer zu sagen, *wenn nur das Denken nicht so schwer wäre!* – Das Schlimme aber ist, dass alles Denken zum Denken nichts hilft; man muss von Natur richtig sein, so dass die guten Einfälle immer wie freie Kinder Gottes vor uns dastehen und uns zurufen: da sind wir!“

Der Börsianer hat die guten Einfälle bitter nötig im Dezember, denn der Januar ist ein ganz entscheidender Börsenmonat. Da tagen die Investmentkomitees der Versicherungen, Pensionskassen, Stiftungen etc. und entschließen sich, die Aktienquote der ihnen anvertrauten Portfolios zu erhöhen oder abzusenken. Und da alle weisen Männer in der Regel zur selben Zeit auf die selben Einfälle kommen, bekommen die Märkte oft im Januar eine Richtung, die bis Mai vorhält, wenn auch der letzte Fondsmanager (das ausführende Organ der Investmentkomitees) die neuen Vorgaben umgesetzt hat.

Blick zurück

Das Börsenblatt hat seit jeher einen ermüdenden Hang, sich mit der Vergangenheit zu beschäftigen. Die *Cognoscenti* wissen aber, dass dies nicht um der Vergangenheit willen geschieht, sondern um die Gegenwart zu greifen. Dazu sei noch einmal Goethe aus einem

Gespräch mit Eckermann (vom 29. Januar 1826) bemüht: „Man spricht immer vom Studium der Alten; allein was will das anders sagen, als: richte dich auf die wirkliche Welt und suche sie auszusprechen; denn das taten die Alten auch, da sie lebten.“ So sprach unser Olympier.



Olympier bei der Performance-Berechnung

Solchermaßen inspiriert wollen wir diese Ausgabe des Börsenblattes mit einem Blick zurück beginnen auf das, was vor einem Jahr die Wirklichkeit und die Zukunft war. Die **Aktienbörsen** haben im abgelaufenen Jahr zunächst genau das getan, was wir (im [Börsenblatt Nr. 25](#)) von ihnen erwartet hatten. Sie sind bis Mai gestiegen um dann einen Einbruch zu erleben. Der **Dollar** ist ebenfalls, wie angekündigt, gefallen. Die **Immobilien**aktien in Deutschland waren ebenfalls wie vorausgesagt eine gute Sache im Unterschied zum US-Immobilienmarkt. Nicht wirklich richtig lagen wir mit unserer **Zinsprognose** für die USA, wo wir als ungefähre Obergrenze für die 10-jährigen Zinsen 4,5% angenommen hatten. Heute stehen sie bei 4,6% und für kurze Zeit hatten sie sogar die 5,2% erreicht. Falsch lagen wir mit unserem Misstrauen gegenüber Anleihen aus den **Schwel­ländern** – die hatten ein weiteres gutes Jahr.

Basisszenario 2007

Überrascht hat uns die Kraft des erneuten Anstiegs der Märkte nach den Verlusten im Mai und Juni. Ab diesem Zeitpunkt begann der Markt, getragen von unerwartet guten Daten aus den Industrieländern, sich auf das einzustellen, was wir das „Basisszenario“ für das Jahr 2007 nennen können. Dieses Szenario geht davon aus, dass die Ungleichgewichte in der globalen Wirtschaft ohne Schocks ausgeglichen werden, indem die Basis des Wachstums verbreitert wird (Japan und Deutschland sind wieder wer) und die Übertreibungen (insbesondere im US-Konsum) ohne den alleszermalmenden Schlag mit der Zinskeule reduziert werden können. Durch die dramatische Ausbreitung von Derivaten in der Finanzwelt können alle Arten von Risiken viel besser ausbalanciert werden als früher. Durch die Globalisierung steigen die Margen der Unternehmen. Durch die erhöhte Transparenz bei den Zentralbanken (das ist der große Unterschied zwischen Greenspan und Bernanke) können Zinsrisiken besser kalkuliert werden und das Zinsniveau kann auf breiter Front sinken. Insgesamt lässt ein Brokerhaus wie Morgan Stanley sich vor diesem Hintergrund dazu hinreißen, für die europäischen Aktienmärkte im Jahr 2007 eine Kurssteigerung von 13% zu prognostizieren; Goldman Sachs würde sich schon mit 11% zufrieden geben. Die UBS traut sich 8%.

Das **Basisszenario für das Jahr 2007** sieht konkret so aus: Das Wirtschaftswachstum wird sich in den USA verlangsamen, während es in Europa, Japan und in den Schwellenländern ansehnlich bleibt. In den USA kommt es nicht zu einem „hard landing“, einem plötzlichen Absturz des Wachstums, sondern lediglich zu einer Wachstumsdelle. Den Unternehmen in den USA geht es gut. Diese Sicht bestätigt der Markt für Unternehmensanleihen und belohnt die Aktionäre mit ausgesprochen niedrigen Risikoaufschlägen. Das Platzen der

Immobilienblase und die weiterhin prekäre Verschuldungssituation der privaten Haushalte hat nur begrenzte Auswirkungen, da die Durchschnittslöhne relativ stark steigen und der Vermögensverlust, der aus den fallenden Immobilienpreisen resultiert, auf Grund des besseren Einkommens nicht auf das Konsumverhalten durchschlägt. Darüber hinaus fällt bislang nur der durchschnittliche Hauspreis, nicht aber der mittlere. Ein Preisverfall findet derzeit also nur in der Spitze statt.

Es zeichnet sich bei den Löhnen in den USA zwar ein gewisser Inflationsdruck ab, das Basisszenario für 2007 lautet aber: Im März nächsten Jahres werden in den USA Zinssenkungen vorbereitet (voraussichtlich bei den Anhörungen des Fed-Chefs vor dem Kongress), und spätestens in der Mitte des Jahres 2007 durchgeführt – so jedenfalls sagen es die [Renten-Märkte](#) voraus. Damit ist die zweite Phase des Aufschwungs vorbereitet. Die Wachstumsindikatoren sind bereits schwach genug (und werden noch immer schwächer), um eine Zinssenkung zu rechtfertigen. Es fehlen nur noch sinkende Inflationszahlen um einen solchen Schritt zu rechtfertigen.

Für Europa bedeutet dies, dass spätestens ab März 2007 die Zinserhöhungsphase beendet ist. Die EZB kann nicht die Zinsen anheben, während die Fed sie senkt. Nennenswerten Inflationsdruck gibt es in Europa sowieso nicht. Wenn die sich europaweit abzeichnenden Erhöhungen von Steuern und Sozialabgaben 2007 die Wirtschaft nicht zu sehr belasten, sollten die in Europa eingeleiteten Struktur-reformen für weiterhin gutes Wachstum sorgen. Europa profitiert wie kaum eine andere Weltgegend von der Globalisierung, auch wenn es kaum einer wahr haben will. Die Globalisierung ist nach wie vor im Gange, auch wenn das Scheitern der Welthandelsrunde von Doha in diesem Jahr das Ende dieses Trends eingeläutet haben könnte.

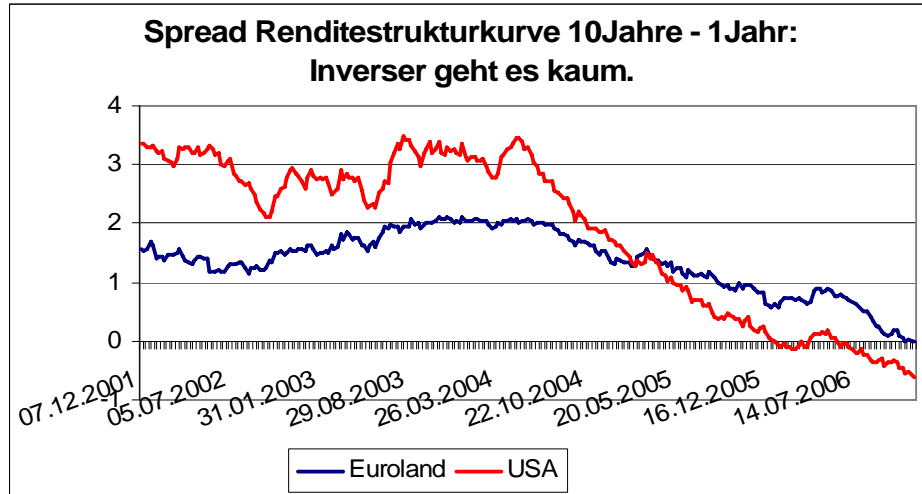
In den **Schwellenländern** lautet das Basisszenario 2007: *More of the Same*. Als Gruppe geht es diesen Ländern nach wie vor **blendend**. Es gibt zwar das eine oder andere Warnsignal, aber die Emerging Markets wären nicht sie selbst, wenn sie nicht gelegentlich Furcht und Schrecken verbreiten würden. In [Indien](#) könnte die Inflation zum Problem werden; aber 2007 wird in Indien wieder auf Rekordniveau investiert. In [China](#) wird der Zeitpunkt kommen, an dem die Kopplung des Renminbi an den Dollar aufgelöst wird, was zwangsläufig zu einem Verlust an Wettbewerbsfähigkeit führen wird; aber 2007 werden bereits 500 Millionen Chinesen mit Mobiltelefonen rumlaufen. Lateinamerika könnte noch weiter nach links driften; aber nur ein ernsthafter Verfall der Rohstoffpreise kann die gegenwärtig gute wirtschaftliche Situation aus dem Gleichgewicht bringen. Alles in Allem bleibt es dabei, dass das globale Wirtschaftswachstum auch 2007 zu einem großen Teil in den Schwellenländern generiert wird.

Risiken 2007

Dieses rosige Basisszenario hat natürlich – teilweise erhebliche – Risiken. Und das Risiko, dass es schlechter kommt als gedacht ist sicherlich größer, als das es besser kommt. Für die Aktienmärkte stehen zwei Risiken oben an: **Die Schwäche der Wirtschaft in den USA und die Hybris der Marktteilnehmer.**

Die USA sind im Jahr 2007 rezessionsgefährdet. Dafür sprechen mindestens **fünf** ernstzunehmende Gründe: 1. Kein Wall-Street-Broker geht von einer Rezession aus. 2. Der Konsum beginnt zu schwächeln (Wal Mart hat für den November katastrophale Zahlen gemeldet). Die Schulden beginnen ein echtes Problem zu werden (3,3% der zweitklassigen Schuldner, die dieses Jahr einen

Immobilienkredit aufgenommen haben, können ihn schon im November nicht mehr bedienen. So kurz ist der Atem, so niedrig die Anforderungen der Banken an ihre



Schuldner). 3. Die Zinskurve ist invertiert: Der Rentenmarkt blickt der Rezession bereits ins Auge. 4. Die Schlechten Nachrichten beginnen sich auf das produzierende Gewerbe auszubreiten: Der [ISM-Index](#) für das verarbeitende Gewerbe notiert unter 50, was auf eine Kontraktion der wirtschaftlichen Aktivität hindeutet. Wie die invertierte Zinskurve ist auch dies ein klassischer Hinweis auf eine bevorstehende Rezession.

Es muss alles nicht so kommen, aber es sollte den Investor nicht überraschen, wenn es so weit ist. Wenn eine Rezession in den USA kommt, so wird sie auch nicht besonders schwer sein, dazu geht es dem Rest der Welt zu gut. Aber für Kursverluste in der Größenordnung von 20% wäre sie allemal gut.

Mit oder ohne Rezession bleibt der **Dollar** auch 2007 eine Zeitbombe. Er hatte in den letzten Jahren immer gute Gründe zu fallen, nun kommt noch ein weiterer hinzu: in Europa und Japan steigen die Zinsen tendenziell, in den USA fallen sie. Das macht Dollar-Anlagen noch weniger attraktiv. Weiterhin belastend wirkt die zunehmende Unlust der Zentralbanken ihre Währungsreserven fast ausschließlich in Dollar zu halten – immerhin handelt die Welt allein mit Deutschland mehr als mit

den USA. Dann ist da das Leistungs-
bilanzdefizit der USA, das bei 6,6% des
BIP angekommen ist (sich aber laut
OECD-Vorhersage wenigstens nicht weiter
vergrößern wird bis 2008). Die
Amerikaner geben im Jahr 2006 laut IWF
immerhin \$ 869 Mrd. mehr aus, als sie
einnehmen. Irgendwann wollen die
Gläubiger ihr Geld wieder sehen. Das
Defizit der Amerikaner wird dadurch noch
verstärkt, dass immer höhere Beträge, die
in Dollar investiert sind, Zinsen abwerfen
welche oft repatriiert werden – gerne zum
Jahresende, wie wir jetzt sehen. Dadurch
entsteht zusätzlicher Druck auf den Dollar,
der es sowieso schon nicht leicht hat mit
sich.

Der Dollar verliert auch **relativ** an
Attraktivität. Die US-Wirtschaft lebt von
einem Konsum, der fast nur noch durch
höhere Schulden wachsen kann und durch
die fallenden Immobilienpreise akut
gefährdet ist. Demgegenüber erwacht
Europa aus seiner ökonomischen Starre
und ist in den letzten Jahren erheblich
wettbewerbsfähiger geworden. In
Deutschland steht der IFO-Index aus
gutem Grund auf einem 15-Jahres-Hoch.
War das Wachstum pro Kopf der
Bevölkerung im vergangenen Jahrzehnt
schon nicht schlechter als in den USA, so
stellt es sich nun als enormer Vorteil
heraus, dass hierzulande der
wirtschaftliche Fortschritt nicht auf Pump
finanziert worden ist und somit
ungehindert weitergehen kann. Auch in
dieser Hinsicht ist es heute attraktiver, in
Euro zu investieren als in Dollar.

Das zweite und wahrscheinlich größte
Risiko ist so alt wie die Menschheit und
muss als unausrottbar gelten: Die **Hybris**.
Exemplarisch dargestellt finden wir diese
Haltung bei Aischylos in den [Persern](#).
Nach der verlorenen Schlacht bei Salamis
beweint alte Perserkönig Dareios den
Hochmut seines Sohnes Xerxes, der ihn
dazu getrieben hat, jede Demut gegenüber
den Göttern zu vergessen und die
Gegenwart leichtsinnig um eines fernen

Glückes willen zu verspielen.¹ Der
Deutung, dass die Perser an ihrer Hybris
gescheitert sind, schließen sich später
Herodot und Thukydides an und schildern
sie in den eindringlichsten Farben. So wird
berichtet, Xerxes sei sich seiner Sache so
sicher gewesen, dass er am Strand von
Salamis einen Thron aufbauen ließ, um
von dort aus das Schauspiel zu genießen.
Zwölf Stunden später hatte er keine Flotte
mehr und musste sich nach Thessalien
zurückziehen.



Die Griechen freuen sich bis heute

An den Märkten zeigt sich die Hybris
heute an den **extrem geringen
Risikoaufschlägen**, die in allen
Anlageklassen verlangt werden. Die
Volatilitäten an den Aktienmärkten sind
extrem gering, teilweise auf nie gekannten
Tiefstständen. Die Rentenmärkte mögen
hier als Beispiel gelten: Im Dollar-Raum
liegt die jährliche Versicherungsprämie bei
fünfjähriger Laufzeit nur noch bei 0,35%,
in Europa bei 0,22%. Kurssteigerungen,

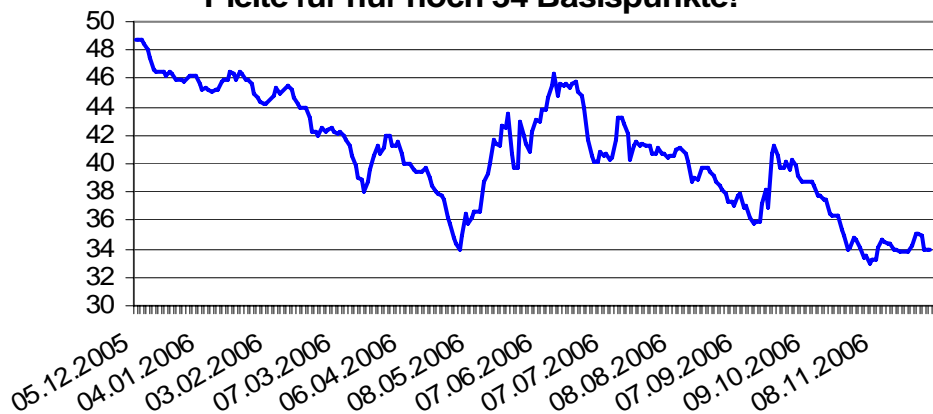
¹ Die Stelle aus den *Persern* bleibt ein klassischer
Text für jeden Spekulanten. Obwohl das Stück
bereits 472 v. Chr. uraufgeführt wurde, ist die
message bis heute unverstündlich für Leute, die im
Nahen Osten Krieg führen:

„Hochmut nach kurzer Blüte setzt die Ähre an
Der Schuld, die bald zu tränenreicher Ernte reift.
Die jetzt ihr diese Strafe blinden Stolzes saht,
Gedenkt an Hellas, an Athenai, hütet euch,
Der Gegenwart Genuss verschmähend, fernen Glücks
Begierig, umzustürzen eignes, größtes Glück.
Zeus selbst ist Rächer allzu kühn aufstrebenden
Hochmutes, fordert streng der Taten Rechenschaft.“

die aus fallenden Risikoprämien entstehen, sind praktisch unmöglich geworden.

erwarten. Allerdings haben die Aktienmärkte eine gute Unterstützung aus ihrer **relativen** Bewertung: Alles andere, was man sonst noch für Geld kaufen kann, ist noch viel weniger attraktiv: (Unternehmens-) Anleihen, viele Immobilienmärkte, Rohstoffe, (moderne) Kunst, ... die Liste lässt sich fast beliebig fortsetzen. Das Verhältnis von Chance zu Risiko ist bei Aktien derzeit am günstigsten. Auch im Jahr 2007 werden wir also über das absolute Niveau der Aktien grantln, in der Praxis aber angesichts der relativen Bewertung investiert bleiben. Wenn es kracht, kracht es zuerst anderswo.

Credit Default Swaps USA: Versicherung gegen Pleite für nur noch 34 Basispunkte!



Exemplarisch für die verbreitete Hybris ist hier das *Instrument du jour* zu nennen. Es wurde erst in diesem Sommer erfunden und heißt **CPDO**, was für *constant proportion debt obligation* steht. Dieses Instrument erlaubt es, langweilige, mit AAA eingestufte Anleihen, deren Ausfallrisiko extrem gering ist, so stark zu hebeln, bis auch das Investment in solche Anleihen einen Renditevorsprung von 2% über Staatsanleihen bringt. Zwar ist der „Spread“ heute minimal, aber wenn man ihn 15-fach hebelt, kommt eine ganz vernünftige Rendite dabei heraus. Da Firmen wie General Electric oder Nestle nun mal nicht pleite machen (ebenso wie das Heer der Perser unter Xerxes unbesiegbar war), kann man das Risiko beliebig multiplizieren, seinen Thron am Strand aufstellen und dabei zusehen, wie man reich wird.

Voll konkret

Wo das Geld im nächsten Jahr am besten aufgehoben ist, lässt sich aus dem oben Gesagten leicht ableiten. Aktien sind auf dem derzeitigen Niveau keine besonders attraktive Investition. Wenn die Margen der Unternehmen sich wieder normalisieren und die Gewinne auf den Trend zurückfallen, sind Aktien teuer. **Absolut** ist von Aktien nicht viel zu

Den relativen Vorteil sieht man am besten, wenn man das Gewinn-Niveau mit dem Zins-Niveau vergleicht. Die 10-jährigen Anleihen werfen in Europa 3,65% p.a. ab, Aktien rentieren in Europa mit 7,2%,² ein Renditevorteil der für das höhere Risiko hinreichend entschädigt.

Diese Renditedifferenz hat zu einem Phänomen geführt, das ebenfalls sehr für den Aktienkauf spricht: Auf globaler Ebene wird derzeit über Private-Equity-Fonds massiv von Anleihen in Aktien umgeschichtet. Immer mehr Aktiengesellschaften verschwinden von der Börse und diese Unternehmenskäufe werden über Anleihen finanziert. Gerade weil der Earnings Yield der Aktien so viel höher ist als die Rendite der Anleihen, lohnt es sich in bislang nie gekanntem Maße, Aktien zu

² Dabei handelt es sich nicht um die Dividendenrendite (die mit 2,9% ebenfalls nicht schlecht ist), sondern um den sog. „Earnings Yield“, also die Rendite, die sich errechnet, wenn man die Gewinne der Unternehmen, durch den Kurs dividiert. Für den Eurostoxx Index, dem 319 große Unternehmen in Euroland angehören, teilt man die Gewinne des Jahres 2006 (€27,6) durch den aktuellen Kurs (383 Punkte, als wir das letzte mal geschaut haben).

kaufen und diese Käufe auf Kredit (Verkauf von Anleihen) zu finanzieren. Die meisten der Private-Equity-Fonds zahlen 4,5% Zinsen in Europa und können damit Unternehmen kaufen, die im Schnitt 7,2% abwerfen. Das hat zu unglaublich hohen Renditeversprechungen und (weil es immer Leute gibt, die so etwas glauben) Mittelzuflüssen bei diesen Fonds geführt. Sie sitzen nun auf viel Geld und betteln die Aktionäre um ihre Firmenanteile an, die sie mit geliehenem Geld bezahlen wollen. Für Aktionäre bedeutet dies, dass sie im Schlaraffenland sind, für die Private-Equity-Fonds, dass sie die Renditen der Vergangenheit vermutlich nicht erreichen werden. Für die Anleihenbesitzer bedeutet es, dass sie sich auf ein sehr gefährliches Spiel einlassen.

Für Aktien besteht eigentlich erst dann ein Risiko, wenn es am Rentenmarkt in unüberhörbarer Weise zu knirschen beginnt. Dann ist der relative Vorteil futsch und der Aktienkurs muss sich aus eigenem Recht halten.

Ob sie sich wirklich halten, kann, Basisszenario hin oder her, nicht für ausgemacht gelten. Die Ratingagentur Standard & Poors geht beispielsweise davon aus, dass im vierten Quartal 2007 die **Gewinne** unter denen des Schlussquartals 2006 liegen werden (es lohnt sich, das entsprechende [Excel-Blatt](#) anzusehen). Bei sinkenden Gewinnen müssen alle Kurssteigerungen aus höheren Bewertungen kommen (z.B. höheren KGVs), was man keineswegs als selbstverständlich ansehen sollte.

Sinkende Gewinne wären angesichts des erreichten Niveaus keine Überraschung: Die **Margen** sind in der entwickelten Welt so hoch wie seit Menschengedenken nicht mehr, weil China um jeden Preis produzieren will und dem Westen – im Austausch gegen Arbeitsplätze – die Gewinne fast vollständig überlässt. Diese satten Margen haben aber spätestens dann ein Ende, wenn auch noch der letzte Unternehmer in einem nominell kommunistischen Land produzieren lässt. Dann haben alle dieselbe Kostenbasis und der Preiswettbewerb kann beginnen.

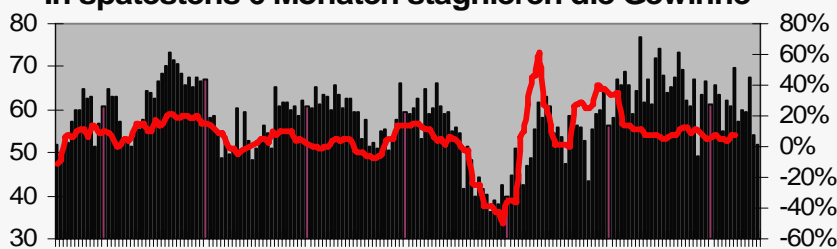
Wetten für 2007

Neben den Standardinvestitionen in Aktien wollen wir wieder wie im Vorjahr exemplarisch einige Wetten nennen, die wir für plausibel halten.

Wie im letzten Jahr werden Immobilien in Deutschland ein Thema bleiben. Die **geschlossenen Immobilienfonds** profitieren von der Einführung von REITs in Deutschland, weil der Verkauf von Immobilien nicht nur an REITs, sondern auch an geschlossene Immobilienfonds steuerlich begünstigt wird. Das dürfte gute Investitionsmöglichkeiten ergeben. Die geschlossenen Fonds haben ihre Hausaufgaben gemacht und die Bewertung der Fonds dem Markt angepasst. Sie stehen heute auf einer vernünftigen finanziellen Basis. Nach all den Turbulenzen des letzten Jahres, als die Deutsche Bank mit ihren Fondsanlegern nicht eben pfleglich umgegangen war, stellt man nun plötzlich fest, dass Deutsche Immobilien eine attraktive Angelegenheit sind. Die Kleinanleger haben 2006 Gelder in Rekordhöhe aus diesem Segment abgezogen: Ein klares Kaufsignal.

Die **Emerging Markets** sind zwar mittlerweile teuer (Indien hat ein KGV von 20 und eine Dividendenrendite von 1%, China sieht eher noch teurer

**Auftragseingänge und Gewinnwachstum USA:
In spätestens 6 Monaten stagnieren die Gewinne**



■ PMI Auftragseingänge (li) — 6 Mon. später Gewinnwachst. S&P 500 (re)

aus) aber noch nicht schlecht. Das Gewinnwachstum in den Schwellenländern wird aber deutlich höher sein als in der alten Welt und das Finanzsystem dort ist erheblich stabiler geworden. Da sich eine Kontraktion der multiples (z.B. der KGVs) nicht abzeichnet, gehen wir auch für das Jahr 2007 von akzeptablen Renditen aus.

Man soll nicht auf Währungen wetten, da deren Verhalten viel zu erratisch ist. Es würde uns aber wundern, wenn der **Carry-Trade** das ewige Leben hätte und niemals zu Ende gehen würde. Der Euro ist gegenüber dem Yen in den letzten sechs Jahren um 69% gestiegen. Ursache dafür ist der hier schon oft beschriebene Carry-Trade. Man leiht sich Yen, für die man kaum Zinsen zahlt, tauscht sie in andere Währungen und kassiert dort höhere Zinsen. Da es sich bei dieser Idee um kein Geheimnis handelt, handeln viele danach und wenn der Yen viel verkauft wird, dann fällt der Kurs. Aber irgendwann müssen auch Yen-Schulden zurückgezahlt werden und wir halten es für möglich, dass im Jahr 2007 die dramatische Yen-Abwertung zu einem Ende kommt. Jedenfalls werden wir die ersten Anzeichen, dass der Carry-Trade zu einem Ende kommt, nutzen, um Euro gegen Yen zu verkaufen. Vorerst ist dieser Zeitpunkt aber noch nicht gekommen.

Darüber hinaus wetten wir, dass der 10-jährige Zins für deutsche Staatsanleihen sich nicht allzu weit aus der Spanne zwischen 3,25% und 4,25% herausbewegt. Da wir die Zustände am Rentenmarkt für prekärer halten als am Aktienmarkt, glauben wir nicht, dass mit Anleihen mehr zu verdienen ist als der Coupon. Angesichts einer flachen Zinskurve kann man dann aber auch gleich in **Cash** bleiben. Renten haben wir also nur so viele wie nötig und halten uns (wie schon im letzten Jahr) an die guten Qualitäten.

Schließlich wetten wir, dass **Wandelanleihen** wie schon im abgelaufenen Jahr eine gute Wertentwicklung haben werden. Die Volatilitäten am Aktienmarkt sind

extrem niedrig und die in der Wandelanleihe enthaltenen Calls werden somit fast verschenkt. Schon im letzten Jahr hatten wir verkündet, es könne mit den Volatilitäten nur noch aufwärts gehen und sie sind noch ein gutes Stück gefallen. Mal sehen, ob wir diesmal mehr Glück haben.

Weihnachten

Damit ist unser Investment-Horizont weitgehend abgegriffen und der auf diese Weise hoffentlich wohlinformierte Leser dürfte eine Vorstellung haben, wie das kommende Jahr angegangen werden könnte. Wir wünschen uns und der geneigten Leserschaft viel Erfolg dabei. Wir melden uns auf diesem Wege erst im Februar wieder.