

# BÖRSENBLATT

## FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 102, November 2014

### Oktober-Timing

Die Börse lebt mit den Jahreszeiten, nicht weniger als die Landwirtschaft. Sie hat ihre Bauernregeln („Sell in May and go away“), ihre gute Zeit (November bis April) und ihre Crash-Monate (September und Oktober). Man sollte die Analogie nicht überstrapazieren („Der dümmste Bauer erntet die dicksten Kartoffeln“), aber an einer Stelle ist sie profund und unübersehbar: Bauern und Börsianer versuchen sich in der Kunst der Vorhersage. Die Zeitungen entdecken zum Jahresende alte Bauern aus irgendwelchen Pfaffenwinkeln, welche die Fähigkeit besitzen, das Wetter im kommenden Jahr vorauszusagen. Und sie befragen die Analysten der bedeutenden Handelshäuser, wo DAX und Dow am Ende des nächsten Jahres stehen werden.

Die Analysten antworten meistens, die Aktien würden 7% steigen, denn das ist der Durchschnittswert über die letzten 60 oder 120 Jahre, je nachdem, wie viele Kriege dazwischen gekommen sind. Damit liegen sie fast immer falsch. Es ist äußerst selten, dass etwa der DAX in einem gegebenen Jahr auch nur ungefähr 7% zulegt (plusminus 3%, um diesen Mittelwert lag er seit 1980 nur in 4 von 34 Jahren (und wenn man die Jahre von erstem Quartal zu erstem Quartal rechnet, sogar nur einmal!)). Aktionäre sind emotional und lieben deutliche Verluste oder satte Gewinne.

Der Durchschnitt, auf dem sich langfristig die Entwicklung einpendeln mag, langweilt sie.

So liegen die Gurus fast immer falsch und es sollte eigentlich verboten sein, Kursziele auszugeben ohne dabei eine Narrenkappe zu tragen. Börsenpropheten geben vor, Emotionen zu berechnen und eine Meinung zu haben zu etwas, das man nicht wissen kann.

Und dennoch nimmt die Nachfrage nach Prophetie nicht ab, denn es ist verlockend und profitabel, vor einer gutgläubigen Zuhörerschaft zu behaupten, man habe ein besonderes Wissen. Der Ausgabe von Kurszielen liegt dabei etwa folgende Idee zu Grunde: Man kaufe Wertpapiere wenn die Stimmung schlecht ist und die Kurse im Keller (d.h. unterhalb der Prognose) sind. Und man verkaufe, wenn die Stimmung gut und die Kurse hoch sind. Ist es zu viel verlangt, jemanden, der sich tagein tagaus mit diesem

Thema beschäftigt, zu befragen, wie es aktuell um Stimmung und Kurse bestellt ist? „Nein“, antwortet der Analyst, denn er will seinen Job behalten, und nennt seine 7% als Kursziel.

#### **Investieren mit der besten Prognose**

Der bedeutendste Ökonom des 20. Jahrhunderts, John Maynard Keynes, hat, wenn er nicht gerade mit der Finanzierung der britischen Kriegsanstrengungen oder mit dem



**Dr. Georg Graf von Wallwitz**

Entwurf großer Theorien beschäftigt war, sein Geld damit verdient, für seine Universität, für einige Versicherungen und für Freunde und Verwandte Geld anzulegen. Da er sich durchaus bewusst war, der größte Ökonom zu sein, war es nur folgerichtig, dass er seine Anlagen nach seiner Einschätzung der wirtschaftlichen Entwicklung ausrichtete: Wenn die Stimmung schlechter war als die Lage, kaufte er (insbesondere Rohstoffe und Aktien), und im umgekehrten Fall verkaufte er. Wer die Wirtschaft am besten versteht, kann auch die künftige Entwicklung der Aktienkurse am besten vorhersagen. Denn von was anderem, als der künftigen wirtschaftlichen Entwicklung sollten Aktien- und Rohstoffkurse abhängen? Die Vergangenheit ist an der Börse ein vollkommen toter Hund.

Viele Jahre mühte sich Keynes mit dieser Strategie, erzielte aber nur durchwachsene Ergebnisse.<sup>1</sup> Allzu oft gingen seine Rohstoffspekulationen derart schief, dass er zwischenzeitlich fast sein ganzes Kapital verlor. In der Weltwirtschaftskrise zu Anfang der 1930er-Jahre verlor Keynes auch das Vertrauen in die Vorhersagekraft der Wirtschaftswissenschaft. Kaum jemand hatte die Krise vorhergesehen, und niemand hatte sich ihr Ausmaß vorstellen können.

Keynes hatte eine für einen Professor erstaunliche Eigenschaft: Er konnte seine Meinung ändern, wenn sie sich in der Praxis nicht bewährte. Also verzichtete er auf Vorhersagen. Diese gaben an der Börse offensichtlich nur

eine gefühlte Sicherheit, die in der Wirklichkeit keinen Bestand hatte.

Wie aber investiert man **prognosefrei**? Man investiert in eine Assetklasse, die je nach Risikoappetit und -tragfähigkeit die höchste Rendite bringt. Man diversifiziert, denn der Erfolg einzelner Investmentideen ist nur mehr oder weniger wahrscheinlich, niemals sicher. Und man hält den Ideen, von denen man sich einmal überzeugt hat, in der Regel die Treue.<sup>2</sup>

In Keynes Fall bedeutete dies konkret, dass er Aktien von Unternehmen kaufte (was an sich schon für Universitäten und Versicherungen ungewöhnlich war), von deren Geschäftsmodell er langfristig überzeugt war und deren Management er für seriös hielt. Diese Aktien hielt er dauerhaft und vertraute darauf, dass die Gewinne, die von diesen Unternehmen erwirtschaftet wurden, langfristig für steigende Kurse sorgen würden. Kurzfristige Marktschwankungen ignorierte er.

Der Erfolg war ganz erheblich. Keynes kaufte amerikanische Aktien in den Jahren 1932/33 für einen Spottpreis (Der Dow Jones Index hatte zeitweise 90% seines Werts verloren) und erwirtschaftete phänomenale Renditen, indem er einfach nichts tat, so lange sich in den Firmen nichts wesentliches änderte. Er tat, was Warren Buffett später so hübsch formulierte: „Our preferred holding period is: Forever.“ Man sagt immer, diesen Zeithorizont könne sich nur die Kirche leisten, aber wir Sterblichen können wenigstens nach dem Un-

---

<sup>1</sup> In seinem Investmentbericht für die Anleger schreibt Keynes im Jahr 1938: „We have not proved able to take much advantage of a general systematic movement out of and into ordinary shares as a whole at different phases of the trade cycle...

As a result of these experiences I am clear that the idea of wholesale shifts is for various reasons impracticable and indeed undesirable. Most of those who attempt to sell too late and buy too late, and do both too often, incurring heavy expenses and developing too unsettled and speculative a state of mind, which, if it is widespread, has besides the grave social disadvantage of aggravating the scale of the fluctuations.“ Zitiert nach Chua und Woodward, *J.M. Keynes's Investment Performance: A Note*, The Journal of Finance, Vol. 38,1, März 1983.

<sup>2</sup> In dem oben zitierten Investmentbericht aus dem Jahr 1938 (welches Keynes mit einer Performance von -40,1% abschloss) finden sich auch seine Anlageprinzipien niedergelegt:

„(1) a careful selection of a few investments (or a few types of investment) having regard to their cheapness in relation to their probable actual and potential *intrinsic* value over a period of years ahead and in relation to alternative investments at the time; (2) a steadfast holding of these in fairly large units through thick and thin, perhaps for several years, until either they have fulfilled their promise or it is evident that they were purchased on a mistake; (3) a *balanced* investment position, i.e., a variety of risks in spite of individual holdings being large, and if possible opposed risks.“

endlichen streben, wenn wir es schon nicht erreichen.

Keynes' Investmentstil kam nicht nur der billige Einstiegskurs und das Vermeiden von Panikreaktionen zu Gute, sondern auch die für den menschlichen Verstand kaum zu greifende Macht des **Zinseszins effekts**. Im letzten Börsenblatt hatten wir bereits darauf aufmerksam gemacht, dass selbst wenn man immer zum schlechtesten Zeitpunkt investiert, dies noch immer wesentlich besser ist, als den Markt zu verlassen und auf das Investieren zu verzichten. Sobald Keynes nicht mehr versuchte, das Auf und Ab des Markts zu prognostizieren und nur noch selten seine Meinung änderte, war und blieb er in soliden Unternehmen investiert, die langfristig das beste Ergebnis brachten - so lange man sie nur hatte.

### **Der kleine Crash im Oktober**

Dabei soll niemand glauben, es sei einfach, eine Investition an der Börse langfristig durchzuhalten. Kauft man eine Immobilie oder ein ganzes Unternehmen, so ist dies deutlich einfacher, denn man sieht nicht täglich einen Preis und man hat auch gar nicht die Möglichkeit, schnell zu reagieren. Wo soll von einem auf den anderen Tag ein Käufer herkommen?

An der Börse hingegen sind die Märkte liquide und man kann immer etwas machen. Nicht zu Handeln kommt dabei dem Eingeständnis gleich, nicht zu wissen, was zu tun ist. Und wer gibt sich (und als Fondsmanager: seinen Investoren) schon gerne zu, nicht zu wissen, wie es weiter geht. Im Oktober ist der DAX von 9.475 Punkten auf unter 8.400 gefallen (-11%). Er hätte gut auch auf 8.000 fallen können und darunter. Er hat aber über 9.300 geschlossen. Aber wer wusste das schon? In einer solchen Situation ist es das einzig Richtige, sich (und den Investoren) das Nichtwissen einzugestehen und **das einzig rationale in einer irrationalen Situation** zu tun: Nichts. Wenn die Erde

bebt, vertraut man am besten auf das einzig Sichere: den Zinseszins effekt. Denn allein dieser kann den Investor ernähren.<sup>3</sup>

**(Werbemitteilung:** Unsere Strategien und Fonds haben im Oktober zugelegt und der „Balanced“ Fonds hat ein neues Allzeithoch erreicht. Der wesentliche Grund für den Erfolg lag in der bewussten Zurückhaltung.)

Erst als der brillianteste Ökonom die Grenzen seiner Möglichkeiten begriffen hatte, wurde er auch zu einem brillanten Investor. Das war sein einfacher Trick, der in einem von Besserwissern geprägten Milieu bis heute extrem schwer nachzuahmen ist.

Dr. Georg v. Wallwitz

DISCLAIMER: Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement. GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und ist kein Anlagevorschlag bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quelle für die Grafiken ist, so weit nicht anders vermerkt, Bloomberg.

<sup>3</sup> Aus demselben Grund ist auch die Investition in Gold langfristig fast immer eine falsche Entscheidung: Gold wirft keine Zinsen ab und ist im Grunde nur als Schmuck geeignet.