

# BÖRSENBLATT

## FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 109, August/September 2015

### August Crash

„What if everything is an illusion and nothing exists? In that case, I definitely overpaid for my carpet.“  
Woody Allen

Die Börse ist nicht zuletzt deswegen ein interessanter Ort, als dort die Grundüberzeugungen immer mal wieder auf Herz und Nieren überprüft werden, ob sie überhaupt noch geglaubt werden. Werden die Überzeugungen in einem Bullenmarkt getestet und halten Stand, so nennt man den Vorgang eine Korrektur. Er geht mit Kursabschlägen zwischen 10% und 25% einher. Stellt sich aber heraus, dass das bisherige Weltbild nicht mehr gilt, dass die Umstände sich geändert haben und der Hausse die Basis fehlt, dann ist dies oft der Beginn von etwas finsterem, einem Bärenmarkt.

Derzeit sind die wichtigsten Aktien- und Rohstoffmärkte im Korrekturmodus. Der Dax ist so stark gefallen wie seit 2012 nicht mehr, der Dow ist zuletzt im Jahr 2011 über 10% gefallen. Das bislang gängige Weltbild hat erhebliche Risse bekommen: Die fallenden Ölpreise passen nicht zu einer expandierenden Welt-

wirtschaft; Schwellenländern wie Brasilien, Malaysia, der Türkei und vor allem China geht die Luft aus - und wo soll das Wachstum in der Welt sonst herkommen?; Die amerikanische Zentralbank scheint ernst zu machen mit dem Ende des billigen Geldes; technische Faktoren wie der Umstand, dass DAX und Dow unter ihren 200-Tage-Durchschnitt gefallen sind, ermuntern viele Händler zum Verkauf (ja, vielen

Marktteilnehmern reicht das tatsächlich zum Handeln). Chinesische Aktien widersetzen sich den Preisvorstellungen der Regierung und fallen jeden Tag zwischen 4% und 8%.

Anselm von Canterbury ist die klassische Feststellung zu verdanken, wonach jeder

Erkenntnis ein Glaube zu Grunde liegt: „Denn

ich suche nicht zu verstehen, um zu glauben, sondern ich glaube, um zu verstehen.“<sup>1</sup> Jedes Wissen ist nämlich eine begründete Meinung, aber die Begründung muss wieder eine Begründung haben und diese ebenfalls. Die Kette der Begründungen kann nicht ewig weiter gehen, und so ist am Ende das Fundament



Dr. Georg Graf von Wallwitz

<sup>1</sup> Neque enim quaero intellegere, ut credam, sed credo, ut intellegam. (In: Migne, Patrologia Latina, Bd. 158, Sp. 227B.) Die Einsicht geht zurück auf Jesaja 7,9: „Wenn ihr nicht glaubt, werdet ihr nicht verstehen.“

einer jeden Argumentationslinie in einer offenen, nicht weiter begründbaren Tatsache oder einer letzten Überzeugung zu finden. Dieses Fundament der Erkenntnis nennt Anselm: Glaube.

So verhält es sich aber nicht nur mit religiösen oder philosophischen Überzeugungen, sondern auch mit unserer Lebenswirklichkeit ganz allgemein. Unser Auffassen und Erkennen der Welt ist entscheidend von den Grundüberzeugungen (auf Literaturwissenschaftlerdeutsch: dem Narrativ) abhängig, welche wir haben, bevor wir die Fakten verarbeiten, mit denen wir jeden Tag konfrontiert werden.

Aktienmärkte leben vom billigen Geld und von den Gewinnaussichten der Unternehmen. Die Weltsicht (den Glauben, das Narrativ), welches man zu diesen beiden Themen hat, gilt es permanent zu überprüfen - und in einem Markt wie diesem allemal. Dabei unterscheiden wir die ökonomische, die technische und die große Perspektive.

### 1. Die ökonomische Perspektive

- Die Zinsen werden in den USA vielleicht zum Jahresende minimal erhöht, aber vielleicht auch nicht. Derzeit dreht sich der Konsens gegen eine Erhöhung und die letzten Verlautbarungen der Zentralbank waren unentschieden. Die Gründe, die im Frühjahr noch für eine Erhöhung gesprochen haben, werden jedenfalls immer weniger bedeutend. In der Eurozone geht die Quantitative

Lockerung weiter, das Geld wird hier zweifellos billig bleiben.

- In den USA geht es der Wirtschaft gut, der billige Ölpreis hilft den Konsumenten. Der Zuwachs im produzierenden Gewerbe hat sich zuletzt in der Eurozone und Japan beschleunigt, in den USA ist er sowieso auf gutem Niveau. Dort waren zuletzt auch die Einzelhandelsumsätze und die Daten der Immobilienwirtschaft gut, und für Donnerstag sollte ein Wachstum von 3,3% p.a. für das zweite Quartal berichtet werden. Es herrscht Vollbeschäftigung.
- Die Risikoaufschläge bei Unternehmensanleihen sind weit davon entfernt, eine Rezession zu signalisieren.
- China ist zweifellos wichtig für die Weltwirtschaft (15% der Wirtschaftsleistung), aber es exportiert bekanntlich mehr als es importiert. Exporte nach China machen für die USA und den größten Teil der Eurozone weniger als 1% der Wirtschaftsleistung aus, nur für Deutschland und Japan liegt der Anteil höher, bei 2,6% bzw. 2,7%. Wirklich getroffen werden von einer Wachstumsschwäche in China hauptsächlich die Rohstoffexporteure, die Araber, Russen und Brasilianer.
- Es wird gerne der Vergleich mit der Asienkrise von 1997/98 herangezogen, die einen schweren Einbruch an den Börsen in Europa und den USA verursacht hat. Aber dies mag auch Mut machen, denn wirklich geschadet hat die Schwellenländerkrise den westlichen Unternehmen nicht und die damaligen Kurse haben

sich als Ausdruck einer unbegründeten Panik herausgestellt.

Für einzelne Schwellenländer sieht es derzeit unschön aus, aber in Europa und den USA gibt es weder bei den Zinsen noch bei der konjunkturellen Entwicklung Grund zur Verzweiflung. Bullenmärkte enden normalerweise, wenn die Zentralbank die Party beendet und die Zin-



Unter die Räder gekommener DAX

sen deutlich anhebt, oder mit einem externen Schock, etwa einer Finanzkrise. Beides ist nicht in Sicht.

## **2. Die technische Perspektive**

Die Märkte erleben derzeit einen erheblichen Verkaufsdruck, der unabhängig ist von der wirtschaftlichen Situation. Zu viele Marktteilnehmer haben sich an die steigenden Kurse gewöhnt und sind nicht eingerichtet auf den Verlust von 10% oder gar 30%. Viele von denen, deren Nerven oder finanzielle Verfassung nur geringe Verluste erlauben, sind nun gezwungen, sich aus dem Markt zurückzuziehen. Ihre Verkäufe lassen die Kurse noch weiter fallen und zwingen immer mehr Marktteilnehmer, ebenfalls die Reissleine zu ziehen.

Am Ende trifft es gerade die liquidesten und solidesten Werte, weil alles andere praktisch unverkäuflich geworden ist (in China werden kaum noch Aktien gehandelt, also sind chinesische Investoren gezwungen, die Standardwerte an der Börse in Hong Kong zu versilbern um irgendwie an Geld zu kommen.)

Der technische Verkaufsdruck endet, wenn es mehr Käufer (welche die Wertpapiere billig finden und zu Kursen kaufen, die sie sich schon immer gewünscht haben) gibt als Verkäufer (bei denen Zwang zur Liquidation von Beständen irgendwann aufhört, weil alles verkauft ist und die „schwachen Hände“, die „Momentumspieler“ den Markt verlassen haben). Wann das sein wird, ist schwer zu sagen. Diese Woche? Nächsten Monat? Glücklicherweise, wer es vorhersagen kann.

Allerdings gibt es eine Reihe technischer Indikatoren, die darauf hindeuten, dass es mit dem Verkaufen bald ein Ende hat: Gewaltige Bewegungen provozieren oft sehr schnelle und nicht weniger aggressive Gegenbewegungen - bis der Markt ein neues Gleichgewicht gefunden hat. In Phasen so extremer Ausschläge machen auf Sicht von einem Jahr meistens die Verkäufer den Fehler. Die Gier ist der Angst gewichen, der spekulative Überschwang ist in eine Rette-sich-wer-kann-Mentalität umgeschlagen. Aus psychologischer und technischer Perspektive haben wir derzeit Kaufkurse.

## **3. Die große Perspektive**

Aktien sind auf dem derzeitigen Kursniveau (der DAX stand bei 9.500 als ich zuletzt hinschauen konnte) in Europa eher billig und in den USA etwa fair bewertet mit Kurs-Gewinn-Verhältnissen von 12 bzw. 16. Aus dem Blickwinkel der Bewertung (welcher sich nur langfristig durchsetzt) haben wir derzeit in Europa ebenfalls Kaufkurse.

Die Aktien sind zwar heftig gefallen, aber in China und in Europa haben sie bislang nur wenig mehr als die Gewinne des ersten Quartals wieder abgegeben - Verluste hat nur, wer erst in diesen acht Monaten eingestiegen ist. In den USA sind die Märkte seit Jahresanfang deutlich im Minus (ca. 8%), aber auch dies muss man vor dem Hintergrund der starken Kursanstiege des letzten Jahres sehen. Jeder, der eine Perspektive von mehr als einem Jahr hat, kann die Verluste, so ekelhaft sie sich im Moment anfühlen, gelassen sehen. Sie gehören zum Börsengeschehen dazu. Wer diese Volatilität nicht aushält und einen kurzen Zeithorizont hat, legt sein Geld sowieso besser nicht in Aktien an.

Dem rationalen Investor bleibt demnach, mit Anselm von Canterbury, wenig anderes übrig als eine lange Perspektive zu nehmen und der Versuchung des kurzfristigen Handelns während eines Crashes zu widerstehen.

Dr. Georg v. Wallwitz