

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 18 / April 2005

Einer der Lieblingsbegriffe des Marktes lautet derzeit: „Moral Hazard“. Man übersetzt das am besten mit „Sittliche Gefährdung“. Das lässt aufhorchen. Es geht dabei nicht nur um das Schicksal junger unschuldiger Kleinsparer, sondern in erster Linie um das das unsittliche Gebaren der üblichen Verdächtigen an der Wall Street.

Der Begriff *Moral Hazard* wird heute außer in Philosophischen Seminaren hauptsächlich in der Versicherungsbranche genutzt. *Moral Hazard* liegt vor, wenn die Versicherungssumme den Schaden überschreitet. Wenn der Hausrat einen Wiederbeschaffungswert von € 10.000 hat und mit € 15.000 versichert ist, hat der Versicherungsnehmer keinen großen Anreiz, den Schaden zu verhindern.

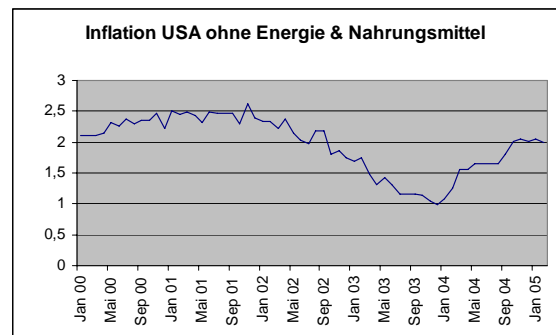
Das Wall Street Journal hat beispielsweise von einem in der US-Versicherungsbranche notorischen Ort in Florida berichtet, wo sich in kurzer Zeit über 50 „Unfälle“ ereignet haben, bei denen die Versicherungsnehmer verschiedene Organe oder Gliedmassen eingebüsst haben. Interessanterweise waren diejenigen, die zuerst verstümmelt wurden, in der Regel Zeugen der Unfälle der später Verstümmelten. Glücklicherweise haben sich die Versicherungsnehmer aber immer auf Körperteile geschossen, die sie am wenigsten brauchten.

Wenn heute an den Börsen von *Moral Hazard* die Rede ist, dann bezieht man sich auf die Versicherung der amerikanischen Notenbank, die Zinsen nicht allzu schnell anzuheben. Das tut sie, damit sich nicht wiederholt, was 1994 geschehen ist, als der Markt von einem Zinsanstieg überrascht wurde und es zu einem Crash kam.

Nun führt aber die Versicherung dazu, dass sich einige dumme Jungs in den Hedge-Fonds aufgefordert fühlen, mehr Geld zu leihen, als dem Finanzsystem gut tut: Wenn man weiß, dass sie kurzfristigen Zinsen niedrig bleiben werden, kann man sich ruhig kurzfristig verschulden, es wird schon nicht allzu teuer werden. Mit dem geborgten billigen Geld kann man dann höher verzinsliche Anleihen (oder Aktien), insbesondere außerhalb des Dollar-Raums, kaufen und die Differenz kassieren.

Risikoappetit sinkt

Gewisse Marktteilnehmer sehen also, dass das Verlustrisiko sehr beschränkt ist und dass die Gewinnchancen hoch sind. Sie handeln anders, als sie ohne Versicherung handeln würden. Das führt zu großem Risikoappetit, der schlagartig abnimmt, sobald die Versicherung ausläuft.



Die amerikanische Notenbank hat die sittliche Gefährdung der ihr anvertrauten Märkte erkannt und beginnt nun daran zu erinnern, dass es an der Börse oft anders kommt als gedacht. So hat sie zuletzt auf den steigenden Inflationsdruck in den USA hingewiesen. Daraufhin sind die Anleihenmärkte sehr unter Druck geraten und die erste Position, die das Börsenblatt zu Anfang des Jahres fiktiv eingegangen ist (auf steigende Zinsen bzw. fallende

Rentenmärkte in den USA zu spekulieren) ist aufgegangen.¹

Eine weitere Konsequenz der Auflösung der unsittlichen Positionen ist der Rückkauf von Dollars durch Spekulanten, die sich in Dollar verschuldet hatten um in Fremdwährung zu investieren. Nun müssen sie zurückzahlen. Dadurch steigt der Dollar, aber der Druck ist nicht groß genug, um das negative Gesamtszenario zu erschüttern. Mittelfristig dürften die steigenden Zinsen in den USA eher zu Dollarverkäufen führen, denn Käufer von Anleihen erleiden Verluste, die sie durch den Verkauf ihrer Dollar-Positionen abzuschneiden versucht sein könnten. Anleihen will man in einem Umfeld fallender Zinsen haben, nicht bei steigenden Zinsen. Wenn die Dollar-Zinsen steigen, verkauft man Dollar-Anleihen. Und wer will schon das US-Handelsbilanzdefizit durch den Kauf von Anleihen finanzieren, wenn deren Wert durch die Inflation unterminiert wird?

Der Dollar leidet nach wie vor darunter, dass der Hauptgrund, Dollars zu kaufen, das gute Wachstum der Wirtschaft in den USA ist. In diesem Wachstum liegt aber gleichzeitig der Grund für den Dollarverfall: Je stärker das Wachstum Amerikas relativ zu seinen Handelspartnern, desto größer das Leistungsbilanzdefizit. Je größer das Leistungsbilanzdefizit, desto schwächer der Dollar.

Wohin läuft der Bulle?

Der Markt ist an einer interessanten Stelle angekommen, was die interne Verfassung angeht. Es gibt eine Reihe von Warnsignalen, die den sinkenden Risikoappetit verdeutlichen: so sind die Spreads der Unternehmensanleihen gestiegen, d.h. die Investoren sind hier etwas vorsichtiger geworden. Der TED-Spread, ein unter Ökonometrikern beliebtes Risikomaß,

¹ Börsenblatt Nr. 15. Seit Ende Dezember konnte man pro Juni-Kontrakt auf 10-jährige Staatsanleihen an der CBOT ca. 2,7% verdienen. An dieser Stelle würden wir die Position aber schließen.

signalisiert ebenfalls Vorsicht. Aber auch in der charttechnischen Analyse ergeben sich erste Divergenzen zwischen den Signalen, die auf Trendbrüche hinweisen können: So ist die Relative Stärke im Eurostoxx 50 stark zurückgegangen – obwohl der Index sich noch ganz gut über den 50- bzw. 200-Tage Durchschnittslinien hält.



Eurostoxx 50 und Relative Stärke

Die US-Aktienindices sind erheblich schwächer gelaufen und nun an Punkten angelangt, deren Unterschreitung ein vorläufiges Ende des seit Oktober 2002 andauernden Bullenmarktes bedeuten könnte. Andererseits kann sich das Blatt nach wie vor schnell drehen wenn das Lager der Bären wieder stärker bevölkert ist als derzeit.



Anteil der Bullen an der NYSE

Die Konsequenz kann nur lauten, dass wir mit Aktien erst wieder mutiger werden, wenn das Bild eindeutiger geworden ist. Wir behalten unsere Puts und kaufen nur hinzu, wo wir in Sondersituationen das Gefühl haben, dass eine akute Unterbewertung vorliegt. Teilweise haben wir sogar die Schwäche an den europäischen Rentenmärkten im März für Zukäufe bei Unternehmensanleihen genutzt. Bei einer erneuten Schwäche würden wir wieder naschen. Grundsätzlich ist aber Cash derzeit die interessanteste Anlagekategorie.