

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 25, Dezember 2005 / Januar 2006

Wenn an der Börse viel Geld verloren wird, ist der Hauptgrund hierfür oft in einem unreflektierten Geschichtsverständnis und den damit unweigerlich einhergehenden geringen Kenntnissen geschichtsphilosophischer Begrifflichkeit zu suchen. Das *Börsenblatt für die*

gebildeten Stände, das es sich zur Aufgabe gemacht hat, den tieferen Zusammenhang von innerer und äußerer Bereicherung aufzuweisen, hat sich von Anfang an um die historischen Wissenschaften bemüht.

An der Börse konkurrieren zwei unvereinbare Auffassungen von Geschichte. Die eine war die im antiken Griechenland vorherrschende: Danach bewegt die Geschichte sich zwar von Zeitalter zu Zeitalter, aber letztlich wiederholt sie sich doch. Geschichte ist wie ein Rad, bei dem jeder Punkt wieder zu seinem Ausgang zurückkehrt, wenn es sich einmal gedreht hat.

Dem steht die Geschichtsphilosophie der vorderasiatischen Hirtenreligionen gegenüber, die heute das Denken in weiten Teilen Europas, Amerikas und im Nahen Osten bestimmen. Danach beginnt die Geschichte mit einem Schöpfungsakt und entwickelt sich linear zu einem Jüngsten Gericht hin, dem dann, je nach individueller Lebensführung, Himmel oder Hölle folgen. Es wiederholt sich nichts, es gibt einen Anfang und ein Ende. Die Dinge ändern sich und werden nie wieder so sein wie zuvor.

An der Börse verliert viel Geld, wer sich für die falsche Geschichtsauffassung entscheidet: Verlierer sind beispielsweise

immer oft die, die glauben, diesmal sei alles anders. Das war beim Internet-Hype in den seligen 90ern so, als gesagt wurde, es sei nicht wichtig, was eine Firma verdient, sondern wie häufig ihre Website angeklickt wird. Es war aber nicht anders, sondern so wie immer, es wiederholte sich



Dr. Georg Graf von Wallwitz

die Geschichte, wie sie sich schon so häufig wiederholt hatte. Aber manchmal ist es tatsächlich anders: Man frage nur die Anteilseigner von Firmen wie Leica, Agfa oder Kodak, die sich nicht vorstellen konnten, dass die filmbasierte Photographie von der Digital-photographie

verdrängt werden könnte.

Diesmal war plötzlich alles anders und wer es nicht glauben wollte hat (fast) alles verloren.

Der reflektierte Investor sollte immer sehr genau zuhören, wenn jemand behauptet, *this time it's different*. Er sollte seine eigenen Lehren aus der Vergangenheit ziehen, denn alles andere kann kostspielig sein. Zum Jahresende ist es daher unerlässlich neben den Ausblick den Rückblick zu setzen, aus dem sich erst das Kommende entwickelt.

Besinnung

Wenn die Tage am kürzesten sind, der erste Schnee fällt und die Zeitungen voll von Ankündigungen zur Jahres-End-Rally an den Börsen sind, wird man als Investor automatisch nachdenklich. Der Blick schweift in den tiefen Brunnen der Vergangenheit, er richtet sich nach vorn zu

neuen Horizonten. Man treibt Ursachenforschung angesichts der Fehler und bemüht sich um ein unangenehmes Maß an Ehrlichkeit, wenn es um die Verteilung von Glück und Können bei den Gewinnen und Verlusten geht.

Zwei Dinge, so das Ergebnis der gesteigerten Innerlichkeit, sind 2005 für den Schreiber des *Börsenblatts* schief gelaufen: Wir haben den Schwung der Aktien unterschätzt und die Kraft des Euro überschätzt. Wir haben nicht gedacht, dass die Unternehmen so gut verdienen und die Aktien entsprechend zu misstrauisch beäugt. Allerdings lagen wir richtig bei der Auswahl der Aktien und Märkte. Die Übergewichtung von Rohstoff-Werten und Emerging Markets, wo in diesem Jahr problemlos 50% zu verdienen waren, hat die zu geringe Aktienquote mehr als kompensiert.

Die **Dollarstärke** gegenüber dem Euro hat uns ebenfalls überrascht. Nun war es im vergangenen Jahr nicht so, dass der Dollar plötzlich eine haltenswerte oder gar solide Währung geworden wäre. Im Gegenteil: Das Leistungsbilanzdefizit der USA ist noch größer geworden. Das Misstrauen gegenüber dem Dollar hat sich aber nicht in einer Flucht in den Euro ausgedrückt, sondern in einer Flucht in die Sachwerte (Edelmetalle, Immobilien etc.). Der Euro war eine zu wenig feste Burg angesichts wirtschaftlicher Schwierigkeiten und politischer Uneinigkeit. So lagen wir zwar richtig mit unserer vorsichtigen Einschätzung des Dollar, aber grottenfalsch mit der positiven Einschätzung unserer schönen Gemeinschaftswährung.

Zusammenfassung

Richten wir den Blick nach vorn: Bei den Aktien sollten die guten Wetten (Rohstoffe und Emerging Markets) des Jahres 2005 auch weiterhin laufen – allerdings dürfte der Gesamtmarkt ab dem Frühsommer Probleme bekommen. Bei den Renten sind keine so großen Ausschläge zu erwarten wie in diesem Jahr, die 10-jährigen Zinsen

dürften sich auf dem derzeitigen Niveau stabilisieren. Bei den Währungen sollten Dollar und insbesondere der Yen gegenüber dem Euro fallen. Gold dürfte (nach kurzer Verschnaufpause) noch ein Stück weiter steigen. Immobilien sind auf der ganzen Welt teuer, nur in Deutschland sind sie billig. Hier dürfte mittelfristig Bewegung entstehen. Was höchstwahrscheinlich ansteigen wird ist die Unsicherheit und damit die Volatilität: Daher dürfte 2006 ein gutes Jahr für Wandelanleihen werden.

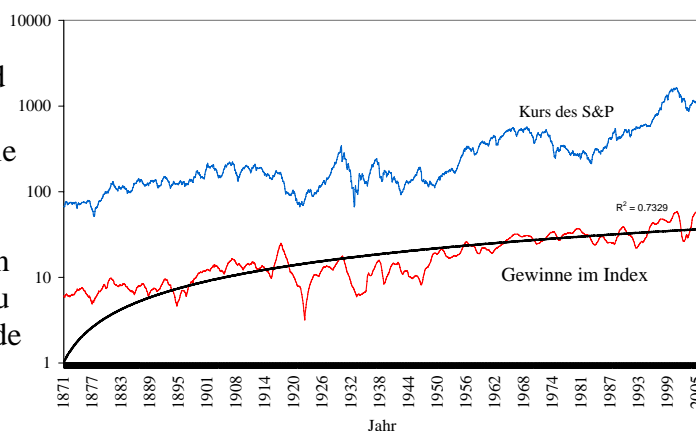
Aktien

Gute Investitionen an der Börse sind genauso gut eine Kunst wie eine Wissenschaft. Schmerzhaft wird uns das derzeit bewusst, wenn wir uns die Bewertungen im Aktienmarkt ansehen. Es lässt sich genauso gut argumentieren, der Markt sei billig, wie zu behaupten, der Markt sei teuer. Welches Argument richtig ist, lässt sich nur erspüren, nicht deduzieren. Nehmen wir uns beispielsweise amerikanische Aktien vor: Sie sehen auf den ersten Blick nicht teuer aus mit einem KGV von aktuell 16,5. Dieses KGV basiert allerdings auf den inoffiziell berichteten Gewinnen der Unternehmen (operating Earnings). Nimmt man die offiziellen Gewinne, so steigt das KGV auf 18,1 (nach GAAP). Das ist schon eher teuer. Rechnet man aus den GAAP-Gewinnen die üblichen Schweinereien heraus (zu niedrige Rückstellungen für Pensionen, keine Rückstellungen für Optionspläne etc.), so kommt man auf ein KGV von 19,4 („Core Earnings“ liegen für den S&P 500 im Jahr 2005 bei \$ 65,10 im S&P 500 Index). Das ist definitiv teuer. Demnach müsste der Aktienindex um gut 20% fallen, um auch nur seinen fairen Wert bei einem KGV von ca. 15 zu erreichen. Wie in der Kunst die Schönheit, so liegt an der Börse die Bewertung im Auge des Betrachters. Das macht es nicht einfacher.

Aktienkurse hängen mittel- und langfristig an den Gewinnen der Unternehmen. Die Gewinne der Unternehmen sind im Prinzip stabil steigend. Sie oszillieren um eine langfristige Trendlinie herum, von der sie eigentlich nur in Kriegszeiten stärker abweicht. Da der Kurs des Aktienindex (in der nebenstehenden Grafik der S&P 500) immer einem Vielfachen der Gewinne entspricht (je nach KGV dem 7- bis 40-fachen), steigen Kurse und Gewinne weitgehend parallel. Nebenstehende Grafik erläutert aber auch, warum wir eher schwarzsehen für die Gewinnentwicklung

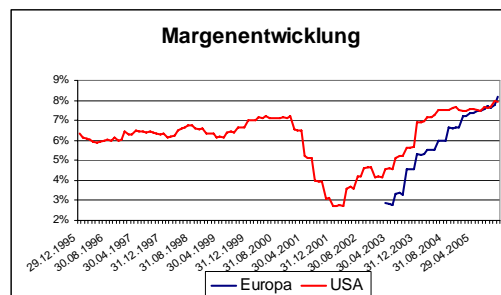
im Jahr 2006. Die Gewinne sind bereits weit über die Trendlinie hinausgeschossen: Von diesem Niveau aus dürfte jede weitere Steigerung

extrem schwierig sein. Die Margen sind sehr hoch, die Weltkonjunktur brummt, die Lohnstückkosten fallen dramatisch: die Unternehmen fahren eine leichte Ernte aus der Globalisierung ein. Aber mit der Globalisierung ist es wie mit dem Internet: man sollte sich nicht zu viel davon versprechen. Zwar ermöglicht die in den Unternehmensgewinnen deutliche Spuren hinterlassende Globalisierung erhebliche Kostensenkungen. Aber da diese Möglichkeit allen Unternehmen offen steht (wie einst das Internet), werden alle die Kosten senken, was zu fallenden Preisen führt, von denen am Ende weniger die Unternehmen als die Konsumenten profitieren. Daher ist es nicht sehr wahrscheinlich, dass es „diesmal anders“ ist. Es ist seit 1871 nie anders gewesen. Weder die Erfindung der Eisenbahn noch die der Atombombe oder des Internet konnten die Unternehmensgewinne weit von ihrem langfristigen Durchschnitt entfernen.



Die Margen werden unter Druck geraten durch die Zweitrundeneffekte des hohen Ölpreises, höhere Zinsen, steigende Lohnforderungen, wachsende Konkurrenz.

Auch wenn es die Analystenzunft derzeit nicht wahrhaben will: Margen lassen sich nicht beliebig ausweiten. Derzeit werden die Gewinnsteigerungen für die



USA, Japan, Europa und die Emerging Markets mit 8%, 9%, 10% bzw. 11% geschätzt. Die KGVs liegen bei 18, 19, 13 bzw. 10. Aus dem voraufgegangen folgt die **Erste Wette für das Jahr 2006**: Es wird ab dem zweiten Halbjahr zu Ent-

täuschungen bei den Gewinnausweisen kommen, die mit fallenden Kursen quittiert werden. *Sell in May and go away*. Die Gewinnenttäuschungen werden in den USA am stärksten auf die Kurse schlagen, weil die Bewertungen am höchsten sind und in den Emerging Markets am wenigsten. Wir bleiben also 2006 relativ stark in den Emerging Markets investiert. Der Party an den Aktienmärkten geben wir noch ein halbes Jahr, mehr nicht. Man tut aber heute schon gut daran, das Risiko schrittweise zu reduzieren.

Zinsen

Neben den unweigerlich schrumpfenden Margen wird den Aktien im Jahr 2006 die schrumpfende Geldmenge zu schaffen machen. Der Geldmarkt ist in den USA bereits wieder eine Anlagealternative geworden nach drei Jahren mit jämmerlichen Renditen. Der Dollar wirft im Jahr 2006 voraussichtlich risikolos

4,5% ab. Das ist nicht so schlecht, angesichts der Tatsache, dass der Dow Jones im Jahr 2005 bis November nur 0,2% gebracht hat. Viel mehr wird es aber weder in den USA noch im Euroland werden, aber auch so wird dem System Liquidität entzogen: Spekulanten können sich weniger leicht Geld leihen und Investoren haben eine Alternative. In Europa werden die Zinssteigerungen nicht so stark ausfallen, bei uns ist die Inflation niedriger und das Wachstum schwächer. Aber 2,5% kann man auch hier erwarten, vielleicht auch einen Schnaps mehr.

Allerdings lautet unsere **zweite Wette**: Sowohl in Europa als auch in den USA sind wir schon nahe am Ende des Zinserhöhungszyklus. Wesentlich höhere Zinsen als wir sie heute haben bringen nicht viel bei der Inflationsbekämpfung, haben aber das Potential, bei den Immobilienpreisen erheblichen Schaden – mit allen Konsequenzen für die Gesamtwirtschaft – anzurichten.

Das einzige Land, das etwas mehr Inflation gut vertragen kann, ist Japan: Damit käme man endlich aus der Deflationsspirale heraus. In einer Deflation sind die realen Zinsen, selbst wenn sie nominell auf Null gestellt sind, immer positiv, d.h. nicht dazu geeignet, die Wirtschaft anzukurbeln. Der Vergleich zwischen Europa und Japan ist hier aufschlussreich: Europa hat eine Kerninflationsrate von 1,5% und ein Zinsniveau von 2,25%. Real betragen die Zinsen also 0,75%, die Differenz zwischen Inflation und Zinsen. In Japan liegt die Kerninflationsrate bei -2% und die Zinsen bei 0%. Real sind die Zinsen in Japan also bei 2% und damit erheblich höher als in Europa. In Europa werden daher die Zinsen angehoben, während in Japan der globale inflationäre Druck für ein Verschwinden der Deflation sorgt und damit für ein Sinken der realen Zinsen. Kurz gesagt: Japan profitiert von steigenden Preisen, während sie für alle anderen ein Problem darstellen. Daher wetten wir drittens, dass Japanische Aktien auch 2006 besser laufen werden als europäische oder US-amerikanische.

Anleihen

Die steigenden Zentralbankzinsen werden aber kaum zu einem Fiasko an den **Rentenmärkten** führen. Es gibt wenige Gründe, warum die Inflation nachhaltig steigen sollte. Es gibt einen gewissen inflationären Druck, aber die Gründe, warum die Inflation so gut unter Kontrolle ist, sind nach wie vor gegeben: Globalisierung, Deregulierung und Glaubwürdigkeit der Zentralbanken. Sollten die 10-jährigen Zinsen im Euroland auf 4% steigen, so würden wir uns auf der Käuferseite wieder finden. In den USA dürfte der Punkt, ab dem sich Käufe lohnen, bereits erreicht sein. So lautet die **vierte Wette**, dass die **10-jährigen Zinsen** nicht nachhaltig über 4,5% steigen.



Nicht wirklich furchterregend

Erhebliches Enttäuschungspotential bieten allerdings **Junk-Bonds** und Anleihen von **Emerging Markets**. Die Risikoaufschläge (spreads), die in diesen Anlageklassen gezahlt werden sind mit 3,6% bzw. 2,4% nahe an ihren Allzeit-Tiefsständen angekommen. Das kann nur in Tränen enden, während Qualitätstitel, wie gesagt, weitgehend unbeschadet das Jahr 2006 überstehen sollten.

Dollar

An dieser Stelle wollen wir noch einmal, zum Abschied gewissermaßen, Alan Greenspan zitieren, der bald aus dem Amt scheidet: Geschichtsphilosophisch war er fest im judaeo-christlichen Lager

verankert, denn er hat in seiner Karriere oft geglaubt, *this time it's different*. Im Jahr 2000 sagte er bei der „White House Conference on the New Economy“, durch die Produktivitätssteigerungen, die das Internet ermöglicht, seien die Unternehmensgewinne auf ein permanent höheres Niveau gehoben: *It is becoming increasingly difficult to deny that something profoundly different than the postwar business cycle has emerged in recent years*. Nachdem das nicht ganz richtig war, nun der nächste Versuch: Am 2. Dezember 2005 sagte er in einem [Vortrag](#) in London, das Leistungsbilanzdefizit der USA sei dank der Globalisierung nicht mehr so wichtig: *The rise of our deficit and our ability to finance it appears to coincide with a pronounced new phase of globalization that has emerged in the past decade*. Da die Asiaten und Lateinamerikaner ihren eigenen Regierungen und Zentralbanken nicht trauen, legen sie ihr Geld lieber in Ländern an, wo es Rechtssicherheit, eine seriöse Zentralbank und entwickelte Finanzmärkte gibt. Genau genommen gibt es nur ein Land, das diese Kriterien erfüllt, die USA. Daher werden die Ausländer immer weiter Dollars kaufen und die Amerikaner können immer mehr ausgeben als sie verdienen.

Dem setzen wir mit der Autorität unseres Ausländerseins entgegen, dass das Argument aus dem Jahr 2005 nicht besser ist als das aus dem Jahr 2000. Es ist diesmal genauso wenig anders wie es 2000 anders war. Die Geschichte wird sich wiederholen und der Dollar wird – insbesondere gegenüber dem Yen - fallen. Es hat leider noch nie geklappt, dauerhaft mehr auszugeben als man hat. Und das wird auch in Zukunft so sein.

Die **fünfte Wette**, dass der **Dollar** fällt, trauen wir uns allerdings

nicht wirklich einzugehen, da Währungsbewegungen weder kurz- noch mittelfristig vorhersagbar sind.

Immobilien

Mit hoher Wahrscheinlichkeit hingegen wird es 2006 an den Immobilienmärkten in den USA zu einer Korrektur kommen, die für einige der beteiligten Banken schmerzhaft sein könnte. Die Preise in den USA haben schon seit einer Weile aufgehört, rational erklärbar zu sein.

Das einzige Land in Europa, wo die Immobilienpreise in den letzten Jahren nicht gestiegen sind, ist Deutschland. Das ist angesichts der schlechten Laune nicht verwunderlich, angesichts der niedrigen Zinsen aber ungerechtfertigt.



Immerhin ist die Anzahl der Baugenehmigungen so niedrig wie seit den 80er-Jahren nicht mehr, für alle, die einem zyklischen Geschichtsbild anhängen, ist allein das schon ein Kaufargument. Wir **wetten** also, **sechstens**, auf **deutsche Immobilien**.

Volatilitäten

Wir **wetten siebtens** auf **Wandelanleihen**. Diese Anlageklasse hat drei schlechte Jahre hinter sich, in

denen sie durch die permanent fallenden Volatilitäten mit ebenso fallenden Optionspreisen und daher mit fallenden Kursen für Wandelanleihen zu kämpfen hatte. Aber die Volatilitäten sind nun im Keller und es kann wieder aufwärts gehen. Die einzige Gefahr kommt von einer Ausweitung der Spreads bei schlechten Kreditqualitäten. Aber solange man dies vermeidet, sollte man mit Wandlern guter Qualität gut bedient sein in jener Phase bis zum Sommer, in der die Kraft der Rallye an den Märkten sich abzuschwächen beginnt.

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.