

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 26, Februar 2006

Der Jahreswechsel ist die Zeit, während der man sich offensichtlich gern mit der Frage auseinandersetzt, wie die Kurse in 12 Monaten sein werden. Diese Frage ist seriös nicht zu beantworten und daher ist es umso erstaunlicher, dass sie (a) immer wieder gestellt wird und (b) immer wieder von seriösen Adressen beantwortet wird.

Die Antwort, die von den Orakeln jedes Jahr gegeben wird ist folgende: Die Aktien werden um etwa 9% steigen. Zu diesem Ergebnis kommt man, weil die Aktien langfristig 9% im Jahr steigen und wenn man (wie jedes Jahr) nicht recht weiter weiß, ist es das Sicherste zu sagen: Es wird ein ganz normales Aktienjahr und die Kurse steigen um 9%. Da alle mehr oder weniger dasselbe Kursziel haben, tut es dem Einzelnen Orakel nicht weh, wenn alle daneben liegen.

Das einzige, worauf man sich bei der Prognose aber gut verlassen kann ist, dass auch 2006 kein „normales“ Aktienjahr mit 9% Gewinn wird. In den letzten 19 Jahren, so lange es den Eurostoxx 50 Aktienindex gibt, gab es nur ein einziges Jahr das der Index auch nur innerhalb einer Schwankungsbreite von $\pm 5\%$ um das langfristige Mittel beendet hat: Im Jahr 2004 ist er um 6,9% gestiegen, sonst gab es seit 1986 nicht ein einziges Jahr, in dem er zwischen 4% und 14% zugelegt hat. In den Jahren 1992 und 1995 waren wir mit +3,3% bzw. +14,1% zwar knapp dran, aber das Einzige, was sich über den Jahreschlusskurs mit hoher Wahrscheinlichkeit sagen lässt ist: Es wird kein „normales“ Aktienjahr. Man muss sich eigentlich nur entscheiden, ob es besonders gut oder besonders schlecht wird.

Gebildete Investoren haben den entscheidenden Vorteil einer genauen Kenntnis der antiken Orakelpraxis. Das kann auch heute weiterhelfen. So nehmen wir uns beispielsweise für unsere haus-eigenen Orakelsprüche ein Vorbild an den Priestern im Zeusorakel von Dodona in Nordwestgriechenland. Die Seher dort wurden Selloi genannt. Homer berichtet in der Ilias (16,233-235), sie lagerten auf dem Boden „mit niegewaschenen Füßen“ und interpretierten das Rauschen der heiligen Eiche sowie das Gurren der Tauben. Nach antikem Vorbild konnten auch wir unsere Prognosefähigkeit entscheidend erhöhen, indem wir spätestens ab Oktober, mit dem

Ende des wichtigsten lokalen Kultfestes, auf **Fußwaschung verzichten.**



Dr. Georg Graf von Wallwitz

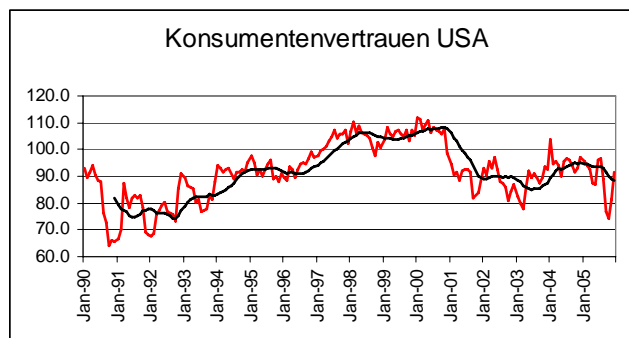
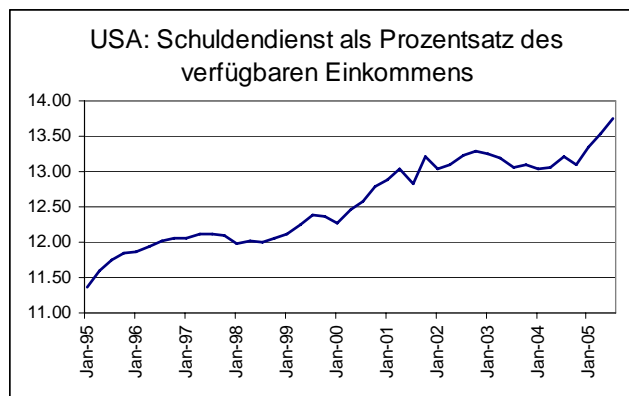
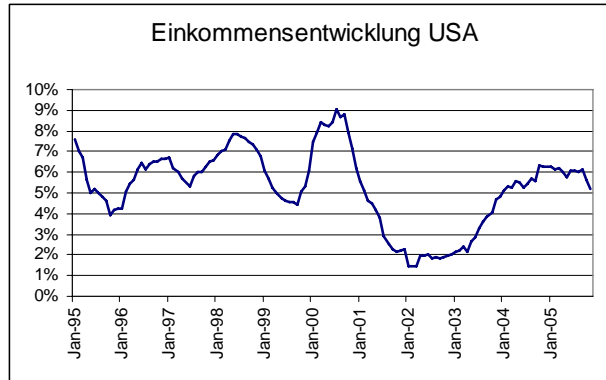
Was uns, trotz ungewaschener Füße, miss-träulich gegenüber unserer eigenen Prognose für das Jahr 2006 macht, ist der Umstand, dass sie von so vielen geteilt wird. Wir haben in der Dezember-Ausgabe dieser Publikation ja unsere eigenen Orakelsprüche veröffentlicht: Aktien laufen noch eine zeitlang weiter gut (bis Mai), die Zinsen werden beiderseits Atlantik nur (noch) moderat angehoben, der Dollar wird schwächeln, die Zeiten werden unsicherer (d.h. die Volatilitäten steigen) etc. Überzeugungen, die von zu vielen Marktteilnehmern geteilt werden, scheitern fast immer an der Realität. Wenn wir Anfang Dezember geahnt hätten, dass unsere Auffassung zum Jahreswechsel von so Vielen geteilt wird, hätten wir sie nie veröffentlicht.

Untersucht man die Orakelsprüche zur Jahreswende auf Konsistenz, so fällt auf, dass Einigkeit darin besteht, dass das schwächste Glied in der Kette der **amerikanische Konsument** ist.

Seine Zuversicht nimmt eher ab, seine Einkommensentwicklung ist deutlich weniger spektakulär als die Unternehmensgewinne, und mittlerweile beginnen die Zinserhöhungen einen markanten Teil des verfügbaren Einkommens zu verschlingen.

George Soros, eines der ganz bedeutenden Orakel dieser Tage, hat daher für das Jahr 2007 eine Rezession in den USA vorhergesagt. Der Schuldendienst wird immer größer, weil durch die steigenden Zinsen die Kreditkosten immer höher werden und die Einkommen nicht entsprechend mithalten können. Die Notenbank wird danach unter ihrem neuen Präsidenten Bernanke keine andere Wahl haben als die Zinsen weiter anzuheben, bis das Wachstum der US-Wirtschaft spürbar gedrosselt ist. Bernanke muss sich seine Reputation als „tough cookie“ erst noch verdienen und das gelingt nicht, wenn er dem allgemeinen Interesse an niedrigen Zinsen zu schnell nachgibt.

Die Hoffnung ist, dass der Aufschwung in Europa und Japan bis dahin so viel Eigendynamik entwickelt hat, dass dadurch die Weltwirtschaft gerettet wird. Da



kommt viel zu auf die Deutschen, bei denen das aktuelle Konjunkturprogramm ab 2007 durch eine 3%ige Erhöhung der Mehrwertsteuer ergänzt wird.

Gelingt es nicht, die Schwäche des US-Konsums abzufedern, so hätte der Ab-

schwung in den USA natürlich erhebliche Rückwirkungen auf den Rest der Welt. Wir würden dann wieder feststellen, dass die Märkte irgendwie teuer geworden sind: Die Dividendenrendite liegt in Europa im langjährigen Durchschnitt bei 3,9%, derzeit aber nur bei 2,4% (d.h. der Markt ist 66% überbewertet); das Kurs/Buchwert-

Verhältnis liegt im Durchschnitt bei 1,8, derzeit liegt es bei 2,4 (37%ige Überbewertung); Das historische KGV liegt normalerweise bei 14,9, derzeit steht es aber bei 16,4 (10% zu hoch). Dann stellen alle wieder fest, dass sie zu viele

Aktien im Portfolio haben und die Kurse ermäßigen sich wieder ein wenig.

Allerdings dauert es wohl noch eine Weile, bis es so weit ist: Solange sich der Dollar hält, solange die Häuser in den USA nicht billiger werden, solange China und Indien boomen, solange die Zinsen niedrig bleiben, solange der Ölpreis nicht weiter steigt und so lange die Unternehmensgewinne satt sind, wird an den

Aktienmärkten eher noch zugekauft werden. Wenn dieses Fundament des derzeitigen Bullenmarktes aber ins Wanken gerät, so sollte man die alte Börsenregel beherzigen: *If you*

panic, panic before everyone else does.

Dabei sollte jedem klar sein, dass es sich bei Stimmen wie der von Soros (oder dem ebenfalls sehr geschätzten Seher der Firma Morgan Stanley, Stephen Roach) um Minderheitsvoten im Chor der Orakel handelt. Die weitaus meisten Orakel schließen sich der Mehrheitsmeinung an, das ist für das Orakel am Sichersten.

Auch das war übrigens schon immer so. Die berühmteste **Fehlprognose** der Antike unterlief dem Orakel von Delphi während der Perserkriege (490-479), als es zur Kapitulation riet. Auch wenn sie es bis heute nicht wahrhaben wollen, die meisten Griechen hatten sich schon lange ergeben, bevor der erste Perser an Hellas Gestaden landete. Nur eine kleine Minderheit um die Athener hatte sich zum Widerstand entschlossen und – zur allseitigen Überraschung – die Übermacht der Perser in den Staub geworfen. Um den Ruf des Orakels zu reparieren, kursierte nach dem Abzug der Perser das Gerücht, die Perser hätten Versucht, Delphi zu erobern: Als ein persischer Stoßtrupp Delphi bestürmen wollte, zuckten Blitze auf die Perser herab, zwei Bergspitzen des Parnaß rissen sich los, stürzten mit mächtigem Getöse auf die frevlerischen Angreifer und erschlugen viele von ihnen; aus dem Tempel der Athene erschollen Stimmen und Kriegsgeschrei ([Herodot](#) 8,37). Damit sollte klargestellt werden: Die Götter sind nach wie vor auf der Seite des Orakels. Und in der Tat blieb der Vertrauensverlust in der Folgezeit gering, da sich ja nicht nur das Orakel, sondern fast ganz Griechenland geirrt hatte.

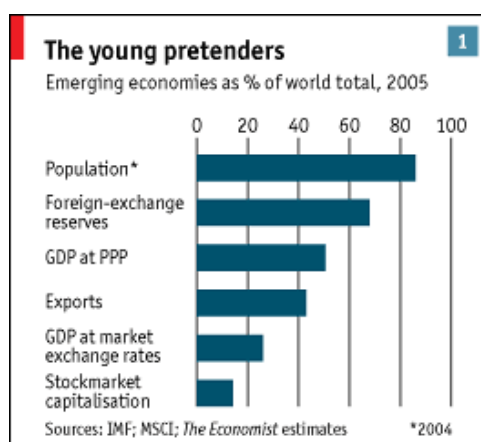
Für den Jahresauftakt schließen wir uns also guten Gewissens dem Orakelchor an und es bleibt alles beim Alten: Wir favorisieren alles, was vom Investment-Thema China und Indien profitiert: Rohstoffaktien (insbesondere Goldminen), Aktien aus den Emerging-

Markets (hier insbesondere aus Taiwan, wie das zuständige Orakel, Mark Faber, empfohlen hat), Europa, Japan. Renten mögen wir immer noch nicht (auch wenn das größte Renten-Orakel aller Zeiten, Bill Gross von der Firma PIMCO, meint dass US-Renten wieder ein Kauf sind), fühlen uns aber mit gekaufter Volatilität (z.B. in Form von Wandelanleihen) wohl.

Bemerkenswert ist, dass all diese Trends **im Kern zusammengehalten werden von einem einzigen Phänomen: der wirtschaftlichen Revolution in den Schwellenländern**. Was keiner für möglich gehalten hätte, passiert nun: die Entwicklungsländer entwickeln sich. Das drückt auf die **Zinsen**, weil in diesen Ländern viel gespart wird und weil ihre Konkurrenz einen enormen Druck auf die Lohnkosten in der westlichen Welt ausübt. Es treibt die **Rohstoffpreise**, weil zwei Drittel der Welt erst noch industrialisiert werden muss. Es treibt die Aktienkurse in den Emerging Markets, weil der gealterte Westen in diesen Ländern das Antlitz der eigenen seligen Jugend zu erkennen meint. Noch sind die **Aktien** der Schwellenländer günstiger bewertet als die der entwickelten Welt, weil man einen Abschlag für die größere Unsicherheit verlangt. Aber noch vor dem Ende dieses Jahrzehnts wird man argumentieren: Da die Emerging Markets ein höheres Wachstum haben, verdienen ihre Aktien auch höhere Bewertungen als die der Alten Welt. Die Emerging Markets und ihr Wille zum Export sind schließlich der entscheidende Grund, warum der **Dollar** nicht 30% niedriger notiert: Indem

sie den Dollar künstlich hoch halten, können die Schwellenländer phänomenal billig in den Westen exportieren und auf diese Weise ihre eigenen Länder industrialisieren.

Es dreht sich alles um die Revolution im Osten. In den nächsten fünf Jahren gibt es kein



wichtigeres Thema an den Märkten. So schließen wir für dieses Mal mit den Anfangsversen aus [Goethes West-Östlichem Divan](#), worin der heute wieder so aktuelle Enthusiasmus für die unverstellte Kraft, für die Frische des Ostens so wortgewaltig beschrieben wird, daß dem modernen Investor die Brust erbebt:

Nord und West und Süd zersplittern,
Throne bersten, Reiche zittern:
Flüchte du, im reinen Osten
Patriarchenluft zu kosten,
Unter Lieben, Trinken, Singen
Soll dich Chisers Quell verjüngen.

Dort im Reinen und im Rechten
Will ich menschlichen Geschlechtern
In des Ursprungs Tiefe dringen,
Wo sie noch von Gott empfangen
Himmelslehr' in Erdesprachen
Und sich nicht den Kopf zerbrachen.

Wo sie Väter hoch verehrten,
Jeden fremden Dienst verwehrten;
Will mich freun der Jugendschranke:
Glaube weit, eng der Gedanke,
Wie das Wort so wichtig dort war,
Weil es ein gesprochen Wort war.

Will mich unter Hirten mischen,
An Oasen mich erfrischen,
Wenn mit Karawanen wandle,
Shawl, Kaffee und Moschus handle;
Jeden Pfad will ich betreten
Von der Wüste zu den Städten.