

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 30, Juni/Juli 2006

Prinzipiell ist die Börse ein Ort, wo rationale Erwartungen bezüglich zählbarer Dinge ausgetauscht werden. In der Praxis allerdings ist die Vernunft hier wie in vielen anderen Bereichen des praktischen Lebens eher in der Opfer- als in der Täterrolle zu finden.

In einer von Bären geprägten Marktphase wie der gegenwärtigen, wird der plötzliche Schwund von Vernunft gut sichtbar. Vor einem Monat bestand noch Einigkeit darüber, dass die Unternehmensgewinne gut, die Bewertungen (der Blue Chips) moderat und die Aussichten für das Wachstum der Weltwirtschaft ungetrübt sind, dass die Inflation kein Problem ist und dass Deutschland Weltmeister wird. Die Daten sind gut: Die erwartete Abschwächung im Dollar und bei den US-Immobilien scheint kontrolliert zu erfolgen. Das Wachstum und der Konsum in Deutschland und Japan ziehen spürbar an und die Welt ist weniger stark auf Wachstumsimpulse aus den USA angewiesen. Die Schwellenländer und Osteuropa boomen sowieso. Die Börsen sind so niedrig bewertet wie vor 10 Jahren (als Greenspan seine berühmte [irrational-exuberance-Rede](#) hielt). An der Geldwertstabilität gibt es keine Zweifel, seit auch die Bank von Japan ihre Inflationsziele zu erreichen scheint. Und Deutschland gewinnt 7:0.¹ Alle glauben an

steigende Kurse und den Sieg (bei [Tradesports](#), unserer Lieblings-Site in den WM-Tagen, wird Deutschland derzeit eine 10%ige Chance auf den Titel eingeräumt, Japan aber nur eine 0,4%ige) und beginnen sich zu übernehmen, sie haben dann mehr Risiken in den Portfolios, als sie vertragen können und provozieren damit ein Phänomen, das sich leicht auf den Punkt bringen lässt: **Gier frisst Hirn**. Oder, wie es Horaz etwas eleganter formulierte: **Multa petentibus multa desunt**.²



Dr. Georg Graf von Wallwitz

Neuaufgabe der 70er

Warum sind also plötzlich die Herzen so klamm? Als Hauptgrund werden **Inflationsorgen** genannt. Diese wurden beim [letzten Treffen](#) der Gouverneure der Fed deutlich genug angesprochen. Die entscheidenden Maßstäbe für die Messung der Inflation stehen bei

3%, das ist eher zu viel als zu wenig. Hinzu kommt, dass mittlerweile die Inflationserwartungen zunehmen. Wenn eine höhere Inflation erwartet wird, dann werden höhere Löhne gefordert, dann können Unternehmen Preissteigerungen leichter durchsetzen, dann werden plötzlich Internetseiten wie [www.shadowstats.com](#) populär, auf denen die Inflationsstatistiken so weitergeführt werden, als hätte es die Revisionen unter Clinton nicht gegeben: Wenn man heute so rechnen würde, wie man vor Clinton gerechnet hat, wäre die

¹ Gegen Luxemburg, irgendwann bei der WM-Vorbereitung

² Horaz, Lieder, III, XVI, 42f.

Inflation nämlich deutlich **über 6%**. Das ist nicht niedrig und es entspricht etwa der „gefühlten“ oder Hausfrauen-Inflation.

Inflation ist schlecht, weil sie die Basis der wirtschaftlichen Entwicklung bedroht. Die Kapitalkosten erhöhen sich, weil die Zinskosten schwieriger vorherzusagen sind. Bei einer Unsicherheit über das Zinsniveau rechnet man lieber mit höherer Sicherheitsmarge. Also wird weniger investiert. Inflationsbekämpfung ist sozusagen die Abwehr, Gewinnerzielung ist der Sturm in der Wirtschaft. Ohne vernünftige Abwehr wird der Sturm nicht ins Spiel kommen. Nun hat Amerika aber einen neuen Abwehrchef und die Zahlen sehen nicht gut aus.

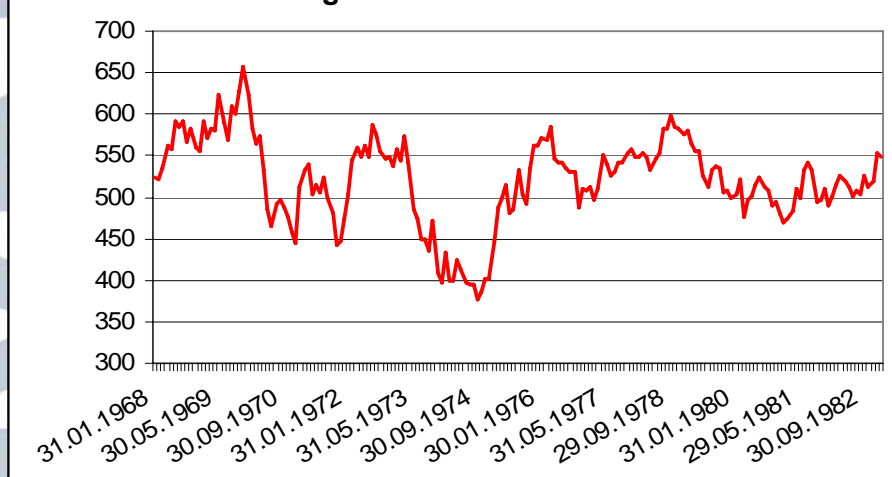
Die **Fed** steckt in einem riesigen **Dilemma**: Wenn es der Wirtschaft unerwartet gut geht, werden die Zinsen so lange erhöht, bis es ihr nicht mehr gut geht. Das ist schlecht für Aktien. Wenn der lang erwartete Abschwung einsetzt, dann ist das auch schlecht für Aktien. Da aber nach dem Bullenmarkt der letzten drei Jahr alle Marktteilnehmer zu viele Aktien haben und nun gleichzeitig verkaufen wollen, gibt es unschöne Szenen, die auch Rückwirkungen auf die Realwirtschaft haben können.

Darüber hinaus wird derzeit gerne noch einmal an die Spiele vergangener Zeiten erinnert. Warum sollte sich der damalige Markt grundsätzlich von dem heutigen unterscheiden? In den 70er Jahren gab es

immer wieder starke Kursavancen, ohne dass irgendetwas passiert wäre. Vielleicht ist es ein frühkindliches Trauma, das den Autor dieser Zeilen so skeptisch gegenüber Aktien macht: Zwischen seiner Geburt im Februar 1968 und seinem 15. Geburtstag hat der DAX insgesamt gerade einmal 4% zugelegt. Solch frühkindliche Langeweile prägt, sagt Freud. Das ist etwa so, als würde die Nationalmannschaft 15 Jahre lang nur unentschieden spielen. Grauensvolle Vorstellung. Warum sollte es diesmal anders sein als in den 70ern? Damals waren die Gewinne eigentlich auch nicht schlecht und die Bewertungen moderat und die Weltwirtschaft boomte und die Inflation war etwas zu hoch und und und.

Zusammen mit den beiden üblichen Zeitbomben (US-Dollar und US-Immobilienmarkt) gibt es genügend Gründe, Gewinne zu realisieren. So hat eine Korrektur eingesetzt. **Korrekturen dauern in der Regel zwei Monate und bringen die Märkte zwischen 15% und 20% nach unten.** Die Hälfte haben wir nun also erreicht. Die Bullen haben noch nicht kapituliert: Erst wenn fallende Kurse nicht mehr als Kaufgelegenheit geschätzt, sondern als Geldvernichtung gefürchtet werden, geht es wieder aufwärts. Aber so weit sind wir erst wieder im Oktober – falls dann nicht ganz andere Sorgen im Vordergrund stehen – nicht nur weil wir dann immer noch nicht Weltmeister sind.

Wertentwicklung DAX Februar 1968 bis Januar 1983



Menschen lernen nicht

Kürzlich ist ein [Aufsatz](#) bei der *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich* in Basel erschienen, der eine sehr lebhaft Resonanz im Markt hatte. Darin steht zu lesen, dass die **Inflationsbekämpfung von den Zentralbanken vielleicht zu wichtig genommen wird.** Auch in Zeiten niedriger

Inflation kann es zu wirtschaftlichen Katastrophen kommen: Japan ist Ende der 80er Jahre trotz niedriger Inflation in eine permanente Stagnation geraten. Die Schwellenländer hatten 1997/98 kein Inflationsproblem, ebenso wenig wie die USA vor der Depression Anfang der 30er Jahre.

In dem Aufsatz wird für die Realwirtschaft so argumentiert, wie wir es für die Finanzmärkte schon lange kennen: Die Stabilität, die durch niedrige Inflationsraten erreicht wird, ermutigt zu immer höheren Risiken. Es werden immer mehr Schulden gemacht, immer größere Hebel gesucht, bis der Punkt erreicht ist, wo der Boom plötzlich zu Ende ist und die Blase platzt.³ Je länger die Phase der Stabilität, desto größer werden die Exzesse, die mit geborgtem Geld angestellt werden. Das Muster eines solchen Booms aus Überinvestitionen ist Japan in den 90er Jahren. **Gier frisst Hirn. Multa pentibus multa desunt.** Die Folgen sind bekannt.

Aber diese Sorgen machen wir uns erst nach der WM. Wenn wir erst Weltmeister sind, können wir auch mit unseren heimischen Problembären besser umgehen.

Umgeschichtet

Im April und Mai haben wir unsere Anlagestrategie erheblich geändert. Vor exakt einem halben Jahr, im Dezember-Börsenblatt, hatten wir zuletzt unsere Strategie detailliert ausgelegt. Die

³ Buoyed by justified optimism about some particular development, credit is extended which drives up related asset prices. This both encourages fixed investment . . . and increases collateral values, which supports still more credit expansion. With time, and underpinned by an associated increase in output growth, this process leads to increasing willingness to take risks ('irrational exuberance'), which gives further impetus to the credit cycle . . . Subsequently, as exaggerated expectations concerning both risk and return are eventually disappointed, the whole process goes into reverse."

Prognosen, die wir damals gemacht haben, waren weitgehend profitabel: Aktien (insbesondere Nebenwerte und Emerging Markets) sind gestiegen, der Dollar ist gefallen, Wandelanleihen sind sehr gut gelaufen, deutsche Immobilienaktien ebenfalls, nur bei den Zinsen haben wir uns verschätzt und haben ihren Anstieg nicht vorhergesagt. Da die Vorhersagen der Vergangenheit von wenig praktischem Nutzen sind, ist es an der Zeit, das Feld erneut abzustecken.

Wir haben die Lieblinge der letzten 12 Monate, Emerging Markets und Nebenwerte, verkauft. Sie sind teilweise zu teuer und jedenfalls zu beliebt. Noch nicht teuer aber viel zu beliebt sind Rohstoffaktien, wir haben sie ebenfalls erheblich reduziert. Industrierohstoffe hatte man, weil es sehr profitabel war, das zu haben, was die Chinesen brauchen. All diese Anlageklassen haben auch in hohem Maße ihren Wert als Diversifikation verloren. In der Abwärtsbewegung im Mai sind alle gleichmäßig mit dem Blue Chips in die Knie gegangen. Da kann man sich die Risiken auch sparen und gleich bei den Blue Chips bleiben.