

# BÖRSENBLATT

---

## FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

### Nr. 37, April 2007

Die Unsicherheit, welche die Weltbörsen im März einem Hagelschauer gleich heimgesucht hat, ist im Wesentlichen eine **Unsicherheit über die Weiterentwicklung bei den Zinsen**. An den Zinsen hängt am Ende alles: Die Renditen der Anleihenportfolios, die Währungen, die Unternehmensgewinne sowie deren Bewertung. Zu hohe Zinsen sind Gift, zu niedrige ebenfalls. Finanziell selig die Zeiten, da man sich des richtigen Zinsniveaus sicher sein kann. Im März hat die US-Notenbank bekannt, dass sie sich ihres weiteren Vorgehens nicht sicher ist.

Bis zum letzten Frühjahr konnte man sicher sein, dass die Zinsen bei jeder Gelegenheit um 0,25% angehoben werden. Dann konnte man sich sicher sein, dass sie auf absehbare Zeit unverändert bleiben würden. Wo die Zinsen in einem halben Jahr stehen, weiß niemand so recht: Der Futures-Markt sagt eine Zinssenkung im Sommer voraus, aber darauf würden wir nicht wetten wollen. Von größter Wichtigkeit werden sicher die **Arbeitslosenzahlen** sein. **Sollte die Quote vom derzeit sehr niedrigen Niveau (4,5%) nachhaltig zu steigen beginnen, wird es schnell zu Zins-senkungen kommen.**

#### Schlaflose Zentralbank

Das zweite Thema, das die Zentralbankiers nicht schlafen lässt, ist der

**Immobilienmarkt.** Auch wenn die gegenwärtige Krise nicht auf das gesamtwirtschaftliche Gleichgewicht durchschlägt – dank der derzeit sehr belastbaren Bilanzen der Unternehmen – hemmt der Immobilien-sektor doch auf das Wachstum auf absehbare Zeit. In einer sehr **lesenswerten Studie der Federal Reserve** wird der idealtypische Verlauf so dargestellt: Wenn die Zinsen eine Weile gesunken sind und einen Boden gefunden haben, beginnen die Immobilienpreise zu steigen. Die Zinsen bleiben noch ein Jahr niedrig, beginnen dann zu steigen, bis der steigende Trend in den Immobilienpreisen gebrochen ist. Der Höhepunkt in den Immobilienpreisen fällt in der Regel mit dem Höhepunkt des Konjunkturzyklus zusammen. Die realen Immobilienpreise fallen dann für ca. fünf Jahre, wobei die



Dr. Georg Graf von Wallwitz

Auswirkungen auf das BIP (insbesondere bei Konsum und Investitionstätigkeit) im ersten Jahr am markantesten sind.

Zentralbanken lassen die Zinsen am liebsten unverändert. Sie bewegen sich nur ungern. Und wenn sie sich bewegen, dann sichern sie sich gerne ab dabei. Daher ist die Studie wichtig. Und die Konsequenz der Studie ist eindeutig: **Die Zinsen werden sinken, sobald die fallenden Immobilienpreise sich nennenswert auf das Wirtschaftswachstum auswirken.**

Es kommt also auf die Arbeitslosigkeit und auf die Immobilienpreise an.

## Verwirrte Märkte

Das ist eigentlich einfach und eindeutig und dennoch haben die Märkte anscheinend ein Verständnisproblem in dieser Angelegenheit. Dabei wäre alles so leicht zu verstehen, würde man nur die Lehren aus Platons Dialog *Phaidros* in angemessener Weise würdigen.

Der *Phaidros* ist unser Lieblingsdialog von Platon. Es wird dem Leser dort nahegelegt, seine Entscheidungen nicht von Emotionen leiten zu lassen, und erst recht Leuten zu misstrauen, deren Reden in offensichtlichem Überschwang geführt werden. Was Verliebte sagen, ist wenig wert. Allerdings, so steht es im zweiten Teil des Dialogs, soll man sich darüber im Klaren sein, dass das Bauchgefühl, das „Näschen“ eben doch seine Berechtigung hat. So ganz rational lassen sich eben doch nur die wenigsten Entscheidungen treffen. Eros hat seinen Platz und ist nicht umsonst ein Gott und bei keinem Gott tut man gut daran, ihn zu verspotten.

## Dialektisch geschulter Bernanke

Neulich, als der (immer noch neue) Chef der US-Notenbank, Ben Bernanke, dem Wirtschaftsausschuss des Kongresses die Wirtschaft zu erklären versuchte, hat er es, aus Gründen, die bis zum Ende der Anhörung im Dunkeln blieben, versäumt, den *Phaidros* zu zitieren. Bernankes Ausführungen machen letztlich nur Sinn, wenn man sie im platonischen Kontext interpretiert – hätte er dies explizit gesagt, so hätte er eine Reihe von Fehlinterpretationen vermeiden können.

So haben es dialektisch ungeschulte Beobachter nicht verstanden, warum Bernanke vor dem Kongress von einem „moderaten Wachstum“ bei den Investitionsgütern für das Jahr 2007

sprach, während am selben Tag bekannt wurde, dass die Auftragseingänge für Investitionsgüter von Dezember bis Februar um satte 13,5% gefallen sind.

In derselben Aussage geht Bernanke davon aus, dass die Inflation auf absehbare Zeit das größte Problem für die Wirtschaft bleibt (derzeit liegt die Kernrate bei 2,7%, sie sollte aber unter 2% sein). Unverstanden blieb aber, warum dann im letzten Statement der Fed sich kein Hinweis auf möglicherweise bevorstehende Zinserhöhungen fand.

Ähnlich steht es mit seinen Äußerungen zum Konsumverhalten: Die Ausgabenneigung sei „anscheinend solide.“ Allerdings wurde die Solidität in den letzten Monaten sehr vom fallenden Benzinpreis unterstützt, der den stärksten Rückgang seit 20 Jahren zu verzeichnen hatte. Wie der Konsument ohne diese Stütze aussähe, weiß genau genommen niemand. Aber wir werden es bald herausfinden, denn die Benzinpreise steigen wieder, dank unserer stets an ökonomischen, militärischen und sozio-religiösen Experimenten interessierten Persischen Freunde.<sup>1</sup>

## Unverändertes Basisszenario

Die Verwirrung um den Standpunkt der US-Notenbank liegt, wie gesagt, darin begründet, dass die Kommentatoren mit Texten wie dem *Phaidros* nicht vertraut sind. Bernanke geht nach wie vor davon aus, dass das Basisszenario seine Gültigkeit behält: **Wachstum um 2,5% und langsam zurückgehende Inflations-**

<sup>1</sup> Circuit City, ein großer Elektrotechnik-Einzelhändler (also eine Art Media-Markt für Amerikaner) jedenfalls möchte nicht abwarten, was passiert, und hat in der letzten Woche schon mal angekündigt, 3.400 seiner bestbezahlten Verkäufer und mittleren Manager zu entlassen. Bernankes Optimismus bezüglich des Konsums hat hier nicht wirklich ausgestrahlt

**raten.** Er geht darüber hinaus davon aus, dass die Krise am Immobilienmarkt nicht in die übrige Wirtschaft hinüberschwappt. Allerdings ist die Datenlage, die dieses Szenario unterstützt, keineswegs mehr eindeutig. Es gehört mittlerweile eine Menge Bauchgefühl dazu, dieses Szenario zu vertreten. Die Fed lässt sich auf die Spekulation ein und vertraut derzeit eher der Weisheit ihrer Gouverneure als den Modellen ihrer Ökonometriker.

Die Datenlage gibt aber auch kein anderes Szenario her als das Basisszenario. Die Indikatoren sind derzeit zu widersprüchlich, als dass man mit großem Selbstbewusstsein sagen könnte, wohin es mit der Konjunktur und den Zinsen in den USA geht. Die Welt verändert sich und die Struktur der Wirtschaft mit ihr. In der entwickelten Welt basiert die Wertschöpfung immer weniger auf Produktion (19. Jahrhundert) und Dienstleistungen (20. Jahrhundert), sondern immer mehr auf Finanzkonstruktion (21. Jahrhundert). „Asset based economy“ sagt man dazu. Viele Stellschrauben sind neu und niemand kann aus der Vergangenheit ableiten, wie die Wirtschaft auf die alten Lenkungsmittel reagiert.

So bleibt den Lenkern in einer Zeit, in der die alten Modelle widersprüchliche oder gar keine Signale geben, sich auf das ganz große Gefühl zu verlassen. Platon nennt es Eros, Bernanke „Abhängigkeit von

künftigen Entwicklungen“. Beide meinen dasselbe: man muss der Rationalität allen Raum geben, den sie braucht, man muss sich aber auch auf sein Gefühl verlassen können, wenn man sieht, dass die Rationalität nicht weiter führt.

Dr. Georg v. Wallwitz, CFA  
+49-89-255 466-0

---

Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und sollte nicht als Anlagevorschlag gesehen werden bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quelle für die Grafiken ist, so weit nichts anderes vermerkt ist, Bloomberg.