

# BÖRSENBLATT

## FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 94, November 2013

### Auf dem Läuterungsberg

*Wie der, der eifrig zu gewinnen strebt,  
Wenn zum Verlieren nun die Zeit gekommen,  
In Kümmernis und tiefem Bangen lebt*  
**Dante (1265-1321)**

Heute erklären wir die diesjährigen Nobelpreise für Wirtschaftswissenschaften anhand von Dantes *Göttlicher Komödie*. Diese muss, wie wir schon öfters bemerkt haben, stets griffbereit auf dem Schreibtisch eines Investors liegen. Darin schildert Dante, wie er in einer akuten Lebenskrise auf Vergil, wahrscheinlich Roms größten Dichter trifft, der ihn auf die rechte Bahn bringt, indem er ihn zunächst nach unten durch die Hölle (Inferno), dann den Läuterungsberg (Purgatorio) empor, und schließlich in die Arme seiner Jugendliebe Beatrice führt, welche als Belohnung eine etwas langatmige Führung durch das Paradies bereit hält.

Es werden dort alle menschlichen Angelegenheiten erklärt, die po-

litischen, die ethischen und die seelischen. Insbesondere Inferno und Purgatorio sind saftig und phantastisch erzählt und eignen sich daher für das tägliche Geschäft an der Börse. Sucht der Spekulant etwa nach einer Erklärung für Italiens Staatsschuldenkrise, so findet er sie in *Canto 6* des Purgatoriums.<sup>1</sup> Fragen zur Arbeitsweise von Analysten? Diese beschreibt Dante unvergleichlich in *Canto 20* des *Inferno*, wo er den Magiern und Wahrsagern begegnet, „die alle zwischen Kinn und Schulter

seltsam verdreht waren. Ihr Gesicht saß verkehrt herum, von den Nieren an gewendet. Sie mussten rückwärts gehen, denn der Blick nach vorn war ihnen verwehrt. Vielleicht gab es einmal einen Menschen, der durch Lähmung so missgestaltet war, aber ich habe nie so einen gesehen, und ich glaube auch nicht, dass es ihn gibt.“ Die Wahrsager haben während ihres irdischen Daseins immer nur nach hinten geschaut und so getan, als könnten sie



**Dr. Georg Graf von Wallwitz**

<sup>1</sup> „O weh, Sklavin Italia, du Haus der Schmerzen! Schiff ohne Steuermann in schweren Stürmen! Nicht Herin, sondern Hure der Länder! ... die Menschen, die jetzt in dir leben, sind nie ohne Krieg. Einer frißt den anderen auf - Menschen, die ein und dieselbe Mauer und derselbe Graben umschließt. Such doch, du Elende, die Küsten deiner Meere ab! Dann schau ins innere des Landes: Genießt irgendein Teil von dir Frieden? ... Komm, deine Roma zu sehen, die weint. Sie ist Witwe und verlassen; sie ruft Tag und Nacht: ‚Mein Kaiser, warum, warum bist du nicht bei mir?‘ Komm zu sehen, wie dieses Volk sich liebt! Und wenn schon das Mitleid mit uns dich nicht bewegt, so komm dich zu schämen wegen deines schlechten Rufs.“ (Übersetzung Kurt Flasch)

# BÖRSENBLATT

## FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 94, November 2013

über die Zukunft etwas sagen, indem sie die Entwicklungen der Vergangenheit in die Zukunft fortschreiben. Nicht anders halten es die Analysten auch heute. Die Strafe ist die ewige Verdrehung des Rückgrats und der ewige Blick nach hinten. So findet sich zu allem die richtige Erklärung bei Dante, auch zum Nobelpreis.

Verliehen wurde er im wesentlichen an Eugene Fama und Robert Shiller. Fama ist berühmt für seine **Theorie der Effizienten Märkte**, nach welcher der Marktpreis an den Börsen stets das Ergebnis einer vernunftgemäßen Verdauung aller bekannten Informationen ist. Shiller ist berühmt dafür, dass er genau dies **bestreitet** und sich um den Nachweis bemüht, dass Börsenkurse auch mal unvernünftig sein können.

Nun zwei etwas technische Absätze, die zart besaitete Leser ohne Schaden überspringen können: Am Aktienmarkt werden Preise gerechtfertigt, indem man die künftigen Dividendenzahlungen abdiskontiert mit den Kapitalkosten (aus Sicht der Anleger: der erwarteten Rendite). Die Kapitalkosten sind gleich dem risikolosen Zins plus der Risikoprämie der Aktie. Die Erhöhung der erwarteten Dividendenzahlungen führt zu einem Ansteigen des Aktienkurses, während ein Ansteigen der erwarteten Rendite ihn fallen lässt. Robert Shiller hat gezeigt, dass die Aktienkurse (und Immobilienpreise) aber erheblich volatil sind, als sich durch die Änderung des risikolosen Zinses und der erwarteten Dividendenzahlungen erklären lässt. Daher ist es wohl die Risikoprämie, welche die großen Kursschwankungen an den Börsen erklärt.

Fama erklärt die Bewertung als das Ergebnis der Informationen, welche wir über die Vergangenheit haben. Über die Zukunft will er nicht spekulieren, das hält er für uninteressant, denn der Markt reflektiert die verfügbaren Informationen so gut, dass wir unmöglich wissen können, wie es mit den Kursen weiter geht. Shiller hingegen will nicht voranschreiten mit dem Blick zurück wie die Magier in Dantes Hölle. Er wagt die Aussage, dass an den Märkten nicht viel zu verdienen ist, wenn die Bewertungen hoch sind. Auf mittlere Sicht lässt sich die Entwicklung des Marktes vorhersagen, weil seine Übertrei-

bungen erkennbar sind. In einfachen Worten: Wer teuer einkauft, steht am Ende schlechter da, als wer billig in den Markt kommt. Für eine solche Einsicht bekommt man in unserer Zeit einen Nobelpreis.

Während Fama von der Rationalität der Märkte ausgeht und zu dem Schluss kommt, dass es so etwas wie eine Blase nicht geben kann, ja dass dieser Begriff keinen Sinn und keinen Inhalt hat<sup>2</sup>, sieht Shiller noch andere, dunkle Mächte am Werk, durch die allererst die Volatilität der Märkte erklärt werden kann. Die Wissenschaft, die sich der Erforschung dieser Phänomene verschrieben hat, nennt sich „Behavioural Finance“. Deren Thema ist die Frage, warum wir immer am besten gelaunt sind, wenn wir kurz vor dem Abgrund stehen und umgekehrt nie erkennen wollen, dass in der Nacht die dunkelste Stunde der Dämmerung unmittelbar vorausgeht.

Bevor wir noch weiter auf das emotionale Verhalten der Spekulanten eingehen, indem wir es bei Dante nachschlagen, müssen wir aber noch **einen Schritt zurück** gehen und das stärkste Argument entkräften, das die Anhänger der Theorie der Effizienten Märkte immer wieder vorbringen. Famas Theorie sagt voraus, dass es auf die Dauer **unmöglich** ist, den **Markt zu schlagen**, was in der Praxis bedeutet: Aktive Vermögensverwalter und Fondsmanager werden niemals so gut sein wie ein Indexfonds, der einfach nur den Markt abbildet (also etwa den DAX). Die Erfahrung zeigt, dass etwa 80% der aktiv gemanagten Fonds über fünf Jahre schlechter sind als der Markt. Ist dieser also doch effizient und spiegelt Informationen stets korrekt wider, sodass der Fondsmanager keinen Vorteil erlangen kann? Ja und Nein. Es ist in der Tat so, dass die wenigsten Fondsmanager<sup>3</sup> einen Mehrwert erwirtschaften,

<sup>2</sup> Vgl. <http://www.newyorker.com/online/blogs/johncassidy/2010/01/interview-with-eugene-fama.html>

<sup>3</sup> Das schlechte Abschneiden vieler Fondsmanager lässt sich darauf zurückführen, dass sie nicht wirklich versuchen, den Markt zu schlagen. Sie betreiben so genanntes „closet indexing“, d.h. sie hängen sich an den Index, behaupten aber aktive Wetten einzugehen (und lassen sich dafür reichlich bezahlen): <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/d05e39e0-2467-11e3-8905-00144feab7de.html?siteedition=intl#axzz2jhCCkXKI>

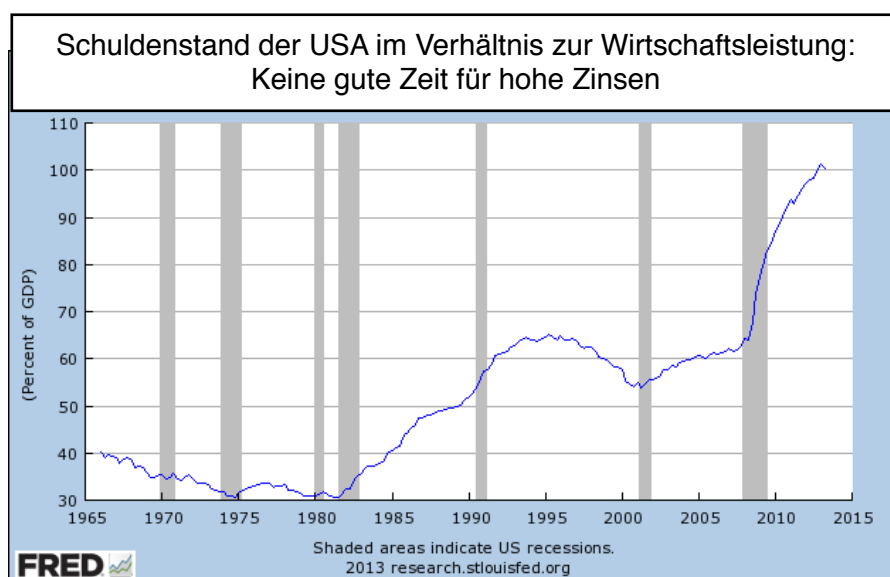
der ihre Kosten rechtfertigen würde. Aber ginge es den Investoren besser, wenn sie sich selbst kümmern, indem sie Indexfonds kaufen? Eher nein, denn allein gelassen tendieren sie dazu, nahe des Höhepunkts in den Markt einzusteigen und ihn am Boden wieder zu verlassen. Die geldgewichtete Wertentwicklung von Indexfonds liegt weit unter der zeitgewichteten, was nichts anderes bedeutet, als dass die Investoren lange nicht so viel Geld verdienen mit Indexprodukten wie ihnen die offizielle Wertentwicklung vorgaukelt. Der Indexfondsinvestor bekommt die „offizielle“ Rendite in der Regel nur, wenn er sich auf ein oder mehrere Jahrzehnte festlegt mit seinem Fonds. Er muss die Disziplin haben, nicht auszusteigen, wenn er das Gefühl hat, dass Aktien eine schlechte Investition sind. Und das schaffen die Investoren etwa so gut wie Kinder an einem Süßigkeitenladen vorbeigehen können.

**Welche menschlichen Impulse treiben also den Markt**, wenn es dort nicht immer vernünftig zugeht? Hier hilft der Aufbau des Sündenkatalogs in der *Göttlichen Komödie*. Im Purgatorium liegt fast allen Sünden der Hochmut, *superbia*, zu Grunde. Die Stolzen sehnen sich nach Ruhm, nach Aufmerksamkeit, wie es auch Künstler tun (die Dante als Beispiel dienen). Aber ihr Beweggrund ist doch nur eine übersteigerte Liebe zu sich selbst, wie sie sich auch in den abgeleiteten Sünden zeigt, dem Neid und dem Zorn. Um das übersteigerte Selbstbewusstsein etwas einzudämmen, werden die schuldigen Seelen von schweren Steinen niedergedrückt, unter denen sie sich wie Würmer winden (*Purgatorio, Canto 11f.*).

Und an der Börse wirkt der Mensch genauso, wenn er Blasen

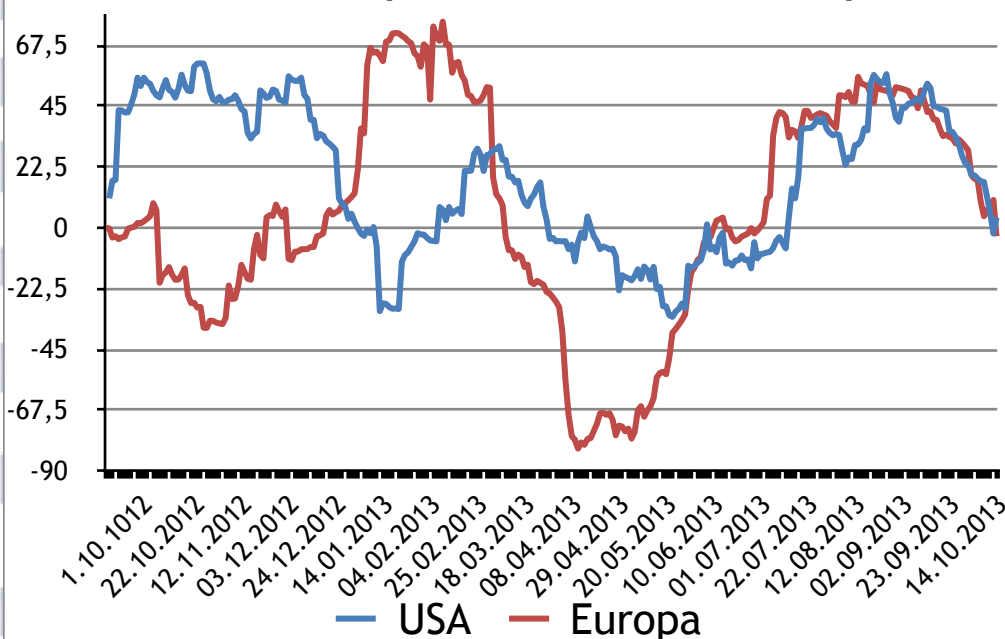
entstehen lässt: Er ist sich seiner Sache sicher, schlägt alle Warnungen in den Wind, glaubt den kreuzverdrehten Wahrsagern, dass es diesmal ganz anders kommen wird. Er glaubt dann, es könne ihm nichts passieren, meint die Sache im Griff zu haben, blickt mitleidig auf die armen Würmer, die nicht verstehen wollen, was doch so offensichtlich ist. So manche dieser armen Gestalten lassen sich dann tatsächlich überzeugen, versuchen die Wertentwicklung der letzten drei Jahre zu kaufen und nähren so den Glauben, die Fundamentaldaten könnten noch eine Weile ignoriert werden. Diese Selbstsicherheit, die doch nur Eigenliebe ist, geht jeder Blasenbildung an den Börsen voraus. Was folgt ist Neid und Zorn.

Was nun sagen Dante und die Nobelpreisträger zur **gegenwärtigen Lage der Märkte**? Einerseits ist zu erwarten, dass die gegenwärtig günstigen Bedingungen für Aktien noch eine Weile anhalten. Die Zinsen werden niedrig bleiben;<sup>4</sup> die Gewinnentwicklung der Unternehmen (+2,4% über die letzten 12 Monate) ist so schlecht, dass der Zentralbank das Geld weiterhin locker sitzen wird; die Gewinnentwicklung



<sup>4</sup> Der Grund für langfristig niedrige Zinsen liegt in der hohen Verschuldung der Regierungen. Sie können sich hohe Zinsen auf ihre Verbindlichkeiten nicht leisten, also sorgen die Zentralbanken - vielleicht auch noch auf 10 oder 20 Jahre - dafür, dass es nicht so kommt.

### Economic Surprise Index USA und Europa



Gefahr droht den Märkten aus einer ganz anderen Richtung: Das größte Risiko besteht darin, dass es der US-Konjunktur allzu gut geht. Die Zentralbank wäre dann, wie man so sagt, hinter der Kurve. Die neue Zentralbankchefin, Janet Yellen, wäre dann in der Situation, schnell zeigen zu müssen, wer die Herrin der Zinssätze ist. Sie müsste den Börsen in Erinnerung rufen, dass sie vor noch fünf Jahren im Inferno waren, und dass sie sich heute allenfalls auf dem Läuterungsberg befinden und keinesfalls

ist andererseits so gut, dass nicht mit einem Zusammenbruch der Kurse zu rechnen ist. **Das Wachstum ist mau, aber hinreichend.**

So werden heute auch schlechte Nachrichten als gute Nachrichten aufgefasst, denn sie bedeuten, dass die US Zentralbank noch länger mit dem Drosseln ihrer Anleihekäufe zögern wird. Der **Economic Surprise Index**, ein Maß für die guten bzw. schlechten Überraschungen bei den Wirtschaftsdaten, zeigt in den USA seit einer Weile unzweifelhaft auf die Füße. Und die **Probleme Europas** werden nach wie vor verdrängt und vergessen.<sup>5</sup>

Aber hochmütig wie zur Zeit der Internet- und Immobilienblase ist die Stimmung noch nicht. An den von uns frequentierten Stammtischen wird zwar schon wieder über Aktien geredet, aber es wird noch nicht aus vollem Herzen geprahlt. Noch ist der letzte Zusammenbruch nicht vergessen. Die Märkte werden ihren vorsichtig positiven Grundton noch eine Weile behalten.

im Paradies. Und das Bemühen, wieder auf der richtigen Seite des Geschehens zu stehen, würde bedeuten, dass der Übergang zu einer restriktiven Geldpolitik schneller und schärfer käme, als es sich der Markt heute vorstellt. Das wäre ein eher unschöner Übergang von Paradieso zu Purgatorio, und ganz die falsche Richtung.

Dr. Georg v. Wallwitz, CFA

DISCLAIMER: 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 ist kein Anlagevorschlag 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 nicht anders vermerkt, Bloomberg.

<sup>5</sup> Wir erinnern uns, dass Dante, zum Ende seiner Besteigung des Läuterungsberges, in den Fluss Lethe tauchen muss, der alles vergessen lässt. Der Verlust der Erinnerung an die schlechten Dinge ist notwendige Voraussetzung für die Glückseligkeit im Paradies. Anschließend wird Dante in einen zweiten Fluss getaucht, welcher die Erinnerungen an das Gute in seinem Leben wieder herstellt. Reboot, würde man heute sagen.