

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 95, Dezember 2013 / Januar 2014

Eine Ahnung von Stagnation

In der Ideengeschichte unterscheiden wir zwischen zwei Arten von Denkern: Auf der einen Seite die *esprits simplistes*, welche davon ausgehen, dass es einfache Lösungen gibt für alle Arten von Problemen. Das beste Beispiel sind hier die Philosophen der Aufklärung, von Leibniz bis Voltaire. Ihnen stehen die Bedenkenträger gegenüber, im Extremfall vom Schicksal eines Hamlet, welche einen Sinn für die Komplexität der Zusammenhänge haben und bei dem Gedanken, in einer undurchschaubaren Situation zu einer Entscheidung kommen zu müssen, schnell depressiv werden.¹

An den Finanzmärkten, die ja Spiegel der menschlichen Veranlagungen sind, lassen sich ebenfalls diese beiden Regimes identifizieren. Mal glauben die Investoren an einfache Lösungen, während sie zu anderen Zeiten an der Unentwirrbarkeit der Zukunft verzweifeln. Die Aktionäre sind derzeit fraglos *esprits simplistes*, sie freuen sich nicht nur am eigenen Glück, sondern auch daran, dass der scheinbar unendliche Bullenmarkt bei den Anleihen nun augenscheinlich zu einem Ende gekommen ist. Endlich triumphiert der unternehmende Aktionär über den zinsgierigen Anleihe-

gläubiger, das mutige Eigenkapital über das zittrige Fremdkapital. *Sollen sie doch ihre ein- einhalb Prozent fressen, die Rentiers*, so denkt sich der Aktionär und freut sich an den 20%, die er in diesem Jahr mit europäischen und amerikanischen Papieren verdienen konnte.



Dr. Georg Graf von Wallwitz

Die Welt stellt sich ihm derzeit so dar: Die Zentralbanken sind bereit, die Vermögensrisiken der investierenden Bevölkerungsschichten abzusichern. Es gibt viele Theorien darüber, warum sie das tun, aber für die *esprits simplistes* ist eine genaue Antwort nicht wichtig, Hauptsache ist die Information, dass nach unten nicht viel verloren, nach oben aber jede Menge gewonnen werden kann. Also kaufen sie Aktien, solange die Aussichten gut sind und die Zentralbanken die Nerven schonen.

Finanzmärkte haben eine besondere Dynamik. Steigende Preise erhöhen die Nachfrage. Normalerweise ist es umgekehrt: je teurer etwas wird, desto weniger Käufer finden sich. An der Börse hingegen wird eine Aktie oder Anleihe umso beliebter, je höher sie gestiegen ist. Jeder will haben, was gestiegen ist, in der Hoffnung, nicht der letzte Käufer zu sein, son-

¹ Vgl. dazu etwa Arthur O. Lovejoy, *The Great Chain of Being*. Harvard 1964, S. 7.

dem irgendwann einen größeren Idioten zu finden, der noch mehr für das Papier zahlt (die Angelsachsen sprechen von der *greater fool theory*). Und je länger ein solcher Trend dauert, desto größer die Wahrscheinlichkeit, dass er ins Extrem verlängert wird.

Und so mag der gegenwärtige Trend noch durchaus ein Jahr andauern, vielleicht mehr, vielleicht weniger. Die Euphorie, die das Charakteristikum des Endes einer Aktienmarkttralle ist, hat sich noch nicht eingestellt. Die Kurse können durchaus noch einmal um 20 Prozent zulegen, zumal die Zinsen (das *primum movens*, welches die Aktien treibt) noch auf lange Zeit niedrig bleiben werden. Etwas anderes können sich die hoch verschuldeten Regierungen nicht leisten und entsprechend werden die Notenbanken dafür sorgen, dass der Schuldenberg bezahlbar bleibt. Und solange es bei den festverzinslichen Papieren kaum Zinsen gibt, bleiben die Aktien attraktiv, bieten

sie doch immerhin noch die Hoffnung auf bessere Kurse und anständige Dividenden.

Viel mehr als die Politik der Zentralbanken unterstützt die Kurse aber nicht. Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV) sind nicht mehr günstig, insbesondere wenn man die durchschnittlichen Gewinne der letzten 10 Jahre („Shiller-KGV“) zu Grunde legt. Die Kurse sind im Jahr 2013 - jedenfalls in den USA und Europa - fast ausschließlich auf Grund der höheren Bewertungen gestiegen. Die Gewinne, die eigentlich das Fundament höherer Kurse sein sollten, sind kaum gestiegen. Es ist ein ausgesprochen ungesunder Zustand, der die gute Laune ausschließlich von der Zukunft borgt und nicht der Gegenwart schuldet.

Die Kurse werden derzeit also gestützt von den niedrigen Zinsen. Die Hausse ist keineswegs eine „Flucht in die Sachwerte“, angesichts einer bevorstehenden Inflation - sonst



USA: Verhältnis von Aktienmarktbeurteilung zu Wirtschaftsleistung
 Die Kapitalisten haben wieder mehr vom Kuchen

hätte der Goldpreis nicht um ein Drittel nachgegeben. Inflation ist in der gegenwärtigen Situation (zu schwache Nachfrage, zu wenig Investitionen, zu hohe Sparquote) ein Hirngespinnst, mit dem man insbesondere den Deutschen Angst einjagen kann.² Die niedrigen Zinsen, zusammen mit dem Versprechen, finanzielle Zusammenbrüche zu verhindern, geben den Börsen derzeit Auftrieb. Mehr ist auch nicht nötig.

Könnte es nicht ewig so weiter gehen? Klar ist jedenfalls, dass es der Wirtschaft im Kern nicht gut geht, wenn sie in diesem Zinsumfeld nur ein Wachstum von ein bis drei Prozent schafft. Man möchte sich nicht ausmalen, wie es ihr in einem normalen Zinsumfeld erginge. Wohl wie einem alten Mann ohne medikamentösen Jungbrunnen. Das Problem mit den ewig niedrigen Zinsen ist, dass niemand weiß, wie die Politik des billigen Geldes wieder beendet werden kann, ohne die Schäden anzurichten, die man zu verhindern versprochen hatte. So spielen die Investoren heute ein gefährliches Spiel, das auf der Hoffnung auf auch künftig billiges Geld beruht - denn dieses steht den Zentralbanken als einziges Mittel zur Verfügung, um Wachstum zu kaufen und Zeit, um die strukturellen Probleme der entwickelten Länder zu lösen.

Die Zentralbanken senken die Zinsen an die Nullgrenze, um den Unternehmen das Investieren leicht und dem Mann auf der Straße das Konsumieren schmackhaft zu machen. Das Resultat kann aber auch ein ganz anderes sein, wie es in Japan zu studieren ist: Durch das billige Geld können schwache Firmen am Leben gehalten werden, welche die Entwicklung neuer Unternehmen hemmen. Und die Konsumenten werden nicht durch billiges Geld, sondern nur durch gute wirtschaftliche Aussichten von ihrer Furcht vor der Zukunft befreit.

Die ehrwürdige Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), die Zentralbank der Zentralbanken, hat in ihrem letzten Quartalsbericht darauf hingewiesen, dass die scheinbar unendliche Lockerung das Risiko eines Absturzes zwar in die Zukunft verschiebt, nicht aber wirklich verringert.³ Je höher die Kurse steigen, desto mehr gilt es, sich an die alte Regel zu erinnern, *What goes up, must come down*.

Erschwerend kommt hinzu, dass die Märkte wie verwöhnte, unerzogene Kinder sind: Irgendwann, in einem halben Jahr oder auch in zwei, werden sie sich langweilen und herausfinden wollen, was Janet Yellen, ihre neue Herrin der Märkte auf dem Stuhl des US-Zentralbankpräsidenten, im Krisenfall unternimmt. Sie werden testen, ob sie noch mehr Hasen aus dem Hut zu zaubern bereit ist als ihr Vorgänger.

Auch in Europa werden die Märkte ihre Rauflust wieder entdecken, wenn die Eurokrise sich erneut meldet. Die Europäische Zentralbank hat ihre Bilanzsumme um fast 25% geschrumpft, hat Liquidität aus dem Markt genommen, um den Deutschen zu gefallen.

So gut es uns heute also geht, so sehr wir uns an den steigenden Bewertungen für alles freuen können, so sehr sind doch die Erwartungen und Ahnungen davon geprägt, dass wir nach wie vor eine Wirtschaft haben, die im Wesentlichen stagniert. In diesem Fall ist die gegenwärtige Geldschwemme aber kein Mittel, das Problem zu lösen, sondern ruft nur eine Blase hervor, bei deren Platzen wir alle ganz tapfer sein müssen.

Diese Ahnung hat kürzlich Lawrence Summers auf einer Veranstaltung des IWF formuliert. Das Video von dieser Veranstaltung⁴ hat sich rasend schnell bei den investierenden Ständen verbreitet, was darauf hindeutet, dass man vielerorts nur auf diese brillante Formulierung

² Staaten lösen ihre finanziellen Probleme durch Inflation, Enteignung oder Finanzielle Repression. Die Entscheidung ist ganz offensichtlich auf die letztere Möglichkeit gefallen. Die Zinsen werden niedrig bleiben, bis die Staaten ihre Schulden erträglich gemacht haben. Das kann dauern.

³ Vgl. http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1309a_de.pdf

⁴ <http://www.youtube.com/watch?v=KYpVzBbQIX0>



geschlossenheit und die Möglichkeiten von Janet Yellen testen, und in dieser Phase ist man mit weniger risikoreichen Anlagen sicher besser aufgehoben. Vielleicht stellt sich dann schnell heraus, dass Aktien nicht so alternativlos sind, wie sie heute erscheinen. Dann geht es wieder um den *Return of Capital*, im Unterschied zum heute so hoch geschätzten *Return on Capital*. Dann vergeht den *esprits simplistes* der Spaß und plötzlich sind die Verlierer dieses Jahres, amerikanische und deutsche Staatsanleihen, und vielleicht auch Gold, wieder die Investitionen *du jour*.

gewartet hat. Für das nächste Jahr ist das kein gutes Omen.

Dr. Georg v. Wallwitz, CFA

Was tun im Jahr 2014?

Für das Jahr 2013 lagen wir bei unserer Prognose meist richtig.⁵ Wir waren negativ auf Staatsanleihen und Rohstoffe eingestellt. Positiv sahen wir Aktien, außer in China und ähnlich gelagerten Schwellenländern. Und so ist es auch gekommen. Leider war die Auswahl unserer Aktien nicht sehr mutig. Mit unserem Korb (bestehend aus Hamborner, Procter & Gamble, Fresenius Medical Care und AIA) haben wir etwa 13% verdient und damit ein gutes Stück weniger als der Markt. Aber wir wären nicht überrascht, wenn der Korb sich über die Zwei- und Dreijahresfrist deutlich besser entwickeln würde.

Blicken wir nach vorne, so würde es uns nicht wundern, wenn es zu einem Bruch käme. Zunächst werden zwar noch mehr Investoren von den Zentralbanken in den Aktienmarkt gedrückt - dieser Prozess ist noch nicht am Ende. Aber wenn das Wachstum sich nach wie vor nicht einstellt, werden die Märkte die Ent-

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.

⁵ Nachzulesen unter: http://eybwallwitz.de/files/boersenblatt_87.pdf