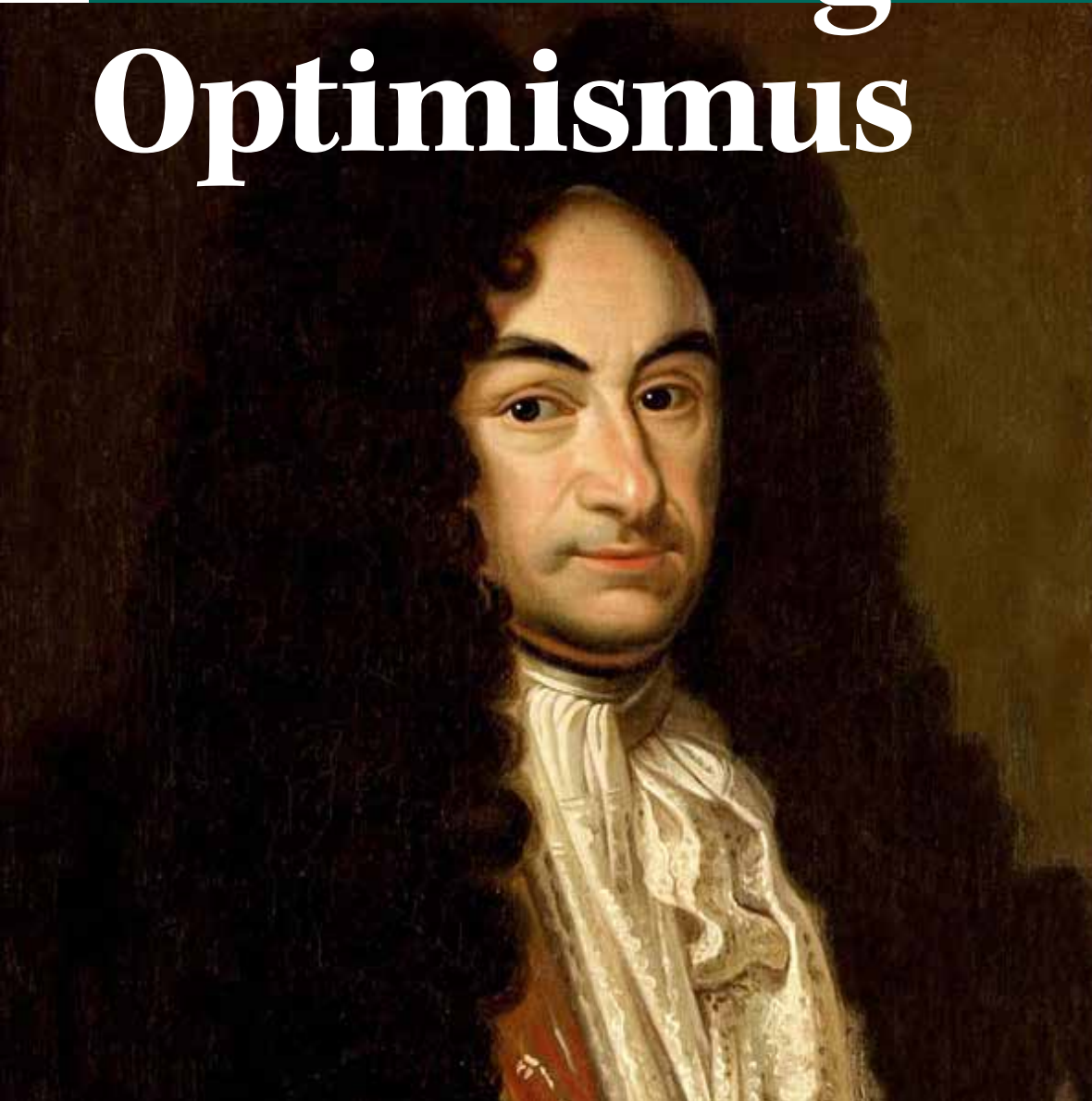


Der wacklige Optimismus



For any serious
purpose, intelligence
is a very minor gift.

G.H. HARDY

Als französische Jesuiten im Februar 1737 den Begriff des Optimismus erfanden, um die Theodizee des großen Leibniz lächerlich zu machen¹, ahnten sie nicht, dass sie damit eine großartige Vokabel schufen. Das Witzwort und sein bald aus der Taufe gehobenes Geschwister „Pessimismus“ lösten sich bald von der metaphysischen Streitfrage, die an ihrem Ursprung stand. Sie bezeichneten ab dem 19. Jahrhundert die Pole eines vor allem Denken liegenden psychischen Befindens. Wie wenig Optimismus und Pessimismus mit kritischem Nachdenken zu tun haben, lässt sich an der Börse wie in einem Labor studieren.

Der Aufschwung an den Aktienmärkten in den letzten Jahren war von vier wesentlichen Faktoren getragen: Erstens waren seit der großen Wirtschafts- und Finanzkrise der Jahre 2008/09 die Zinsen niedrig und die Geldpolitik locker angesichts einer lahmen Konjunktur, eines zerbrechlichen Finanzsystems und des Fehlens jeglichen Inflationsdrucks. Zweitens machten viele Unternehmen gute Gewinne, insbesondere wenn sie die Digitalisierung der Wirtschaft oder die niedrigen Zinsen für sich nutzen konnten. Drittens profitierte die Welt von fallenden Rohstoffpreisen und einem steigenden Dollar. Und viertens war die Vorsicht der Anleger nach den drei tiefen Einbrüchen an den Aktienmärkten zwischen 2001 und 2011 groß. Wenn der Pessimismus aber überwiegt, kann man davon ausgehen, dass die Bewertungen günstig sind – was mittelfristig für steigende Kurse sorgt.

Was ist passiert?

Dieses Bild hat in den letzten Monaten allerlei Risse bekommen. Die Konjunktur ist nicht mehr lahm, im Gegenteil, in allen Weltgegenden zei-

gen die Indikatoren nach oben. Das führt gegenwärtig zu höheren Lohnabschlüssen, was prinzipiell gut ist, allerdings in höheren Inflationsraten Enden kann. Die Rohstoffpreise steigen ebenfalls, was (jedenfalls in den USA, wo der fallende Dollar ein Übriges beiträgt) zusätzlichen Auftrieb für die Preise bedeutet. Beides lässt nun die Zinsen steigen, die wiederum schlecht sind für Aktienkurse – wenn sie über ein gewisses Niveau übertreffen. Darüber hinaus ist der Pessimismus längst in Optimismus umgeschlagen, wie sich an den Kapriolen der finanziellen Leichtmatrosen (oder Freibeuter) ablesen lässt, die ihr Geld in Bitcoin oder angeblich von Leonardo da Vinci stammenden Bildern anlegen. Die gute Stimmung hat aber sicher auch dazu beigetragen, dass heute viele ganz normale Menschen und Institutionen ihr Geld in Anlage-Klassen haben, in denen sie eigentlich nichts zu suchen haben, da sie die entsprechenden Risiken weder verstehen noch tragen können. Und sie hat (insbesondere am amerikanischen Aktienmarkt) zu Bewertungen geführt, die nüchternen Naturen durchaus zu Nervosität Anlass geben können.

Wenn sich das Bild wandelt und hinreichend viele Marktteilnehmer realisieren, dass sie die Risiken nicht vertragen, kommt es zu Einbrüchen wie in den vergangenen Tagen, in denen Dax und Dow Jones um (bisher) etwa 9% gefallen sind, auf das Niveau vom Oktober des vergangenen Jahres. Zunächst hat es wohl bestimmte Produkte erwischt, die darauf gewettet haben, dass die Ruhe der letzten Jahre an den Märkten auch in Zukunft herrschen wird. Dann, als die Schwankungsbreiten zunahmen, mussten viele Fonds verkaufen, die weniger auf eine bestimmte Rendite, sondern vielmehr auf eine bestimmte Volatilität in ihren Portfolios abzielten. Und schließlich waren durch

Die Konjunktur ist nicht mehr lahm, im Gegenteil, in allen Weltgegenden zeigen die Indikatoren nach oben.

den fallenden Markt die so genannten Trendfolge-Fonds gezwungen zu verkaufen, denn diese müssen in schwachen Märkten ihre Positionen glattstellen.

Das Wechselspiel von Optimismus und Pessimismus, welches in den letzten Tagen zum größten Einbruch seit Januar 2016 geführt hat, war also vermutlich mindestens so sehr von der Angst um das hohe Kursniveau getrieben wie von Automatismen, die sich gegenseitig verstärkt haben. Weder Angst noch Automatismen haben aber mit kritischem Nachdenken zu tun.

Wie ordnen wir das ein?

Es ist immer hilfreich, sich den Kontext des Kursverfalls anzusehen. Er hat, erstens, nichts damit zu tun, dass es der Konjunktur oder den zu erwartenden Unternehmensgewinnen schlechter geht. Ginge es der Wirtschaft schlecht, müssten die Zinsen fallen, anstatt zu steigen wie in den vergangenen Monaten. Die reale Wirtschaft spielt, wie in jeder Übertreibungsphase, auch diesmal keine Rolle. Und dieser geht es gut, was sich zunehmend auch in höheren Löhnen ausdrückt.

Was sollte man daran nicht mögen?

Zweitens handelt es sich, auch wenn der Aktienmarkt in den nächsten Wochen und Monaten schwach bleiben sollte (was ich genauso wenig voraussagen kann wie etwa 100% der übrigen Marktteilnehmer), nicht um eine Krise des Finanzsystems. Es werden sich eine Reihe von Volatilitätsprodukten in Luft auflösen, eine gewisse Anzahl an Hedge-Fonds mag Pleite machen. Aber der Ruin einiger Anleger ist nichts Ungewöhnliches oder Beklagenswertes und die Banken sind davon ebenso wenig betroffen wie von der Kernschmelze beim Bitcoin.

Drittens lässt sich zeigen², dass an den Zinsmärkten eher eine Normalisierung der Verhältnisse gespielt wird als die Ankündigung einer bemerkenswerten Inflation. Das Risiko einer Deflation ist heute (zumindest in den USA, und zunehmend auch in Europa) nicht mehr signifikant. Von einer Rückkehr zu den Verhältnissen in den 70er- und 80er-Jahren, als das Wachstum und die Inflation strukturell hoch waren, kann aber derzeit keine

Rede sein. Genau genommen ist ein solches Szenario extrem unwahrscheinlich.

Was tun?

Zunächst ist es sicher eine gute Idee, sich an die höhere Volatilität zu gewöhnen. Im Jahr 2017 wurde am amerikanischen Aktienmarkt nicht ein einziger Kursausschlag von mehr als 2% registriert. 2011 war dies an 21 Handelstagen der Fall. Die Wahrheit ist, dass Rückschläge in der Höhe von 10% zu jedem einigermaßen normalen Aktienjahr gehören. Die jüngere Vergangenheit mag uns besser im Gedächtnis haften, aber wir sollten sie nicht für eine historische Norm halten.

In der Hitze des Kurssturzes hilft es, sich zu vergegenwärtigen, dass die Unternehmen, die in den großen Indices (und im eigenen Fonds) enthalten sind, auf soliden Füßen stehen. Firmen wie Apple, BASF, Henkel oder SAP haben nach wie vor ein funktionierendes Geschäftsmodell und ein Produkt, welches sich großer Nachfrage erfreut. Wer solche Aktien hat, weiß auch, dass er sich mittelfristig wenig Sorgen machen muss. Die mittlere und lange Frist sind aber die einzigen Fristen, die an der Börse Sinn machen. Nur wer diese Perspektive einnimmt, kann durch die kurzfristigen Schwankungen hindurchblicken. Und nur wer einen klaren Kopf behält, wird auf Dauer mit Aktien Geld verdienen.

Wir tun also zunächst einmal nichts. Die Kurse mögen noch ein Stück weit fallen, je nachdem, wie viele Fonds ihre Positionen noch liquidieren müssen. Aber dann kommen irgendwann die „Value“-Investoren in den Markt, die Unternehmen nach ihrer wirtschaftlichen Stärke und Substanz beurteilen und eine günstige Kaufgelegenheit wittern. Denn so lange die Zinsen absolut niedrig bleiben (was sie unter 4% in den USA und unter 3% in Europa zweifellos sind) und die Konjunktur gut läuft, gibt es keinen Grund, Aktien nicht mehr zu mögen.

Der Markt wird also wieder zu den Fundamentaldaten der Zinsen und der wirtschaftlichen Entwicklung zurückfinden. Denn nur eine vollkommene Welt kann, wie Leibniz bereits bemerkte, nach ihren eigenen Gesetzen existieren. Vollkommen sind die Märkte aber jedenfalls nicht.

[1] Journal de Trévoux ou Mémoires pour servir à l'hist. des sci. et des arts 37 (1737), S. 207 ff.



DISCLAIMER: Die Wertemanufaktur Berlin stellt hier regelmäßig mit deren Erlaubnis die Kolumne der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH ein. Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Wertemanufaktur Berlin oder der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der persönlichen Meinungsbildung des Lesers. Er ist jedoch 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.