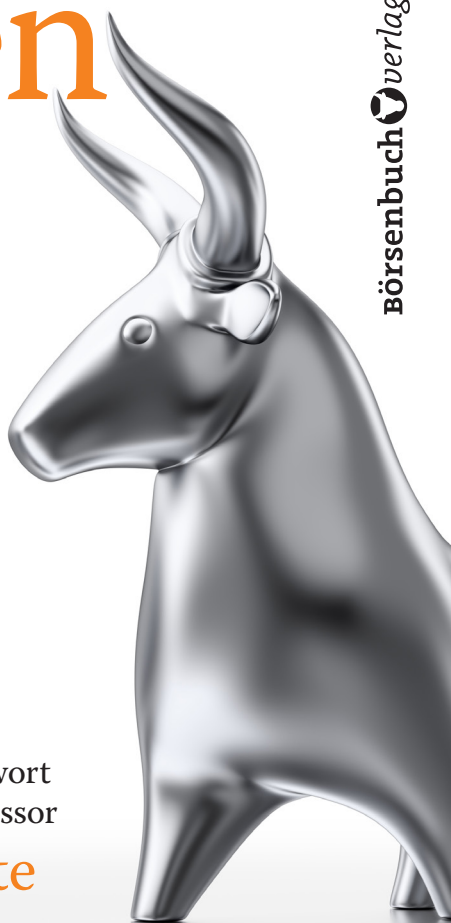


# Hin und Her macht Taschen leer?

JESSICA  
SCHWARZER

Was die Börsenweisheiten  
von Kostolany, Buffett  
und Co heute noch taugen  
– Teil 2

Börsenbuchverlag



Mit einem Vorwort  
von Börsenprofessor

Max Otte

Jessica Schwarzer

# Hin und Her macht Taschen leer?

Börsenbuch  Verlag

Was die Börsenweisheiten von Kostolany,  
Buffett und Co heute noch taugen  
– Teil 2

Copyright 2017:

© Börsenmedien AG, Kulmbach

Covergestaltung: Johanna Wack

Satz: Denksportler Grafikmanufaktur

Lektorat: Egbert Neumüller

Druck: GGP Media GmbH, Pößneck

ISBN 978-3-86470-467-3

Alle Rechte der Verbreitung, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen Wiedergabe und der Verwertung durch Datenbanken oder ähnliche Einrichtungen vorbehalten.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:  
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der  
Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten  
sind im Internet über <<http://dnb.d-nb.de>> abrufbar.

BÖRSEN  MEDIEN  
AKTIENGESELLSCHAFT

Postfach 1449 • 95305 Kulmbach

Tel: +49 9221 9051-0 • Fax: +49 9221 9051-4444

E-Mail: [buecher@boersenmedien.de](mailto:buecher@boersenmedien.de)

[www.boersenbuchverlag.de](http://www.boersenbuchverlag.de)

[www.facebook.com/boersenbuchverlag](https://www.facebook.com/boersenbuchverlag)





# Inhalt

Vorwort von Max Otte 9

1. Spekulieren Sie niemals gegen die Notenbanken. 13
2. Meine einfache Börsenformel lautet:  
Börsentendenz = Liquidität + Psychologie 27
3. Börsenkurse sind wie Stöckelschuhe, je höher, desto besser. 39
4. Ein Schnäppchen mit Aktien  
verhält sich zur Geldanlage wie ein  
Stück Sahnetorte zur gesunden Ernährung. 51
5. Die Hausse stirbt in der Euphorie. 59
6. Man muss der Börsentendenz  
entgegengehen, nicht nachlaufen. 75
7. Das Geheimnis des erfolgreichen Börsengeschäfts  
liegt darin, zu erkennen, was der  
Durchschnittsbürger glaubt,  
dass der Durchschnittsbürger tut. 87

8. Der Verlust ist die Notbremse der wilden Spekulation. **101**
9. Der einzige Investor, der nicht diversifizieren sollte,  
ist derjenige, der immer zu 100 Prozent richtigliegt. **113**
10. Hin und Her macht Taschen leer. **125**
11. Die Börse benimmt sich oft wie ein Alkoholiker:  
Bei guten Nachrichten weint sie, bei schlechten lacht sie. **139**
12. Die Börse ist wie eine Skatpartie:  
Man muss mit guten Karten mehr  
gewinnen, als man mit schlechten Karten verliert. **147**
13. Risiko entsteht dann,  
wenn Anleger nicht wissen, was sie tun. **157**
14. Kurzfristig ist die Börse eine  
Abstimmungsveranstaltung,  
langfristig ist sie ein Wägemechanismus. **169**
15. Das Gefährlichste an der Börse ist die Überraschung.  
Dabei können nur die wenigsten  
Börsianer ihre Ruhe und Objektivität bewahren. **177**
16. Mit dem Hintern verdient man mehr als mit dem Hirn. **183**
17. Die Börse ist keine Einbahnstraße. **191**
18. Der Anleger ist sein eigener schlimmster Feind. **197**

19. An der Börse ist zwei mal zwei niemals vier,  
sondern fünf minus eins.  
Mann muss nur die Nerven,  
die Geduld und das Geld haben,  
das minus eins durchzuhalten. **209**

20. Für den Erfolg an der Börse  
braucht es die vier Gs:  
Geld, Gedanken, Geduld und Glück. **217**

Glossar **227**





Vorwort  
von  
Max Otte

**M**it Ihrem mittlerweile vierten Buch hat sich Jessica Schwarzer als feste Größe im deutschen Börsenjournalismus etabliert. Die in diesen Buch versammelten Börsenweisheiten sind lehrreich und unterhaltsam. Etliche davon waren mir auch nach einem Vierteljahrhundert Börse noch unbekannt. Und bei vielen konnte ich ein Schmunzeln nicht unterdrücken, weil ich meine eigenen Erfahrungen an der Börse im Lichte der entsprechenden Weisheit reflektieren konnte.

Die in „Hin und Her macht Taschen leer“ und im Vorgängerbuch „Sell in May and go away“ versammelten Weisheiten sind ein hervorragender Begleiter durch die verschiedenen Börsenphasen. Wenn man gerade ein Schnäppchen, über das man nachdachte, verpasst hat – und das passiert Ihnen garantiert! – dann finden Sie vielleicht Trost in „Ein Schnäppchen mit Aktien verhält sich zur Geldanlage wie ein Stück Sahnetorte zur gesunden Ernährung“ nebst Erläuterung. Und wenn gerade die Euphorie tobt, dann denken Sie vielleicht mal über „Börsenkurse sind wie Stöckelschuhe, je höher, desto besser“ nach. Denn auf hohen Stöckelschuhen kann man auch ins Straucheln kommen.

Meine Lieblingsweisheit von Benjamin Graham, dem Urvater aller Value-Investoren, findet sich ebenfalls im Buch: „Kurzfristig ist die Börse eine Abstimmungsveranstaltung, langfristig ist sie ein Wägemechanismus.“ Sie will sagen, dass kurzfristig die Psychologie an der Börse die entscheidende Kraft ist, sich langfristig aber die Fundamentaldaten durchsetzen. Auch ich muss mir das immer wieder ins Gedächtnis rufen, zum Beispiel wenn bestimmte Aktien oder die Börse insgesamt längere Zeit in die falsche Richtung laufen. Sechs Monate halten viele vielleicht durch. Aber ein Jahr? Zwei Jahre? Meine Erfahrung ist, dass die Kurse innerhalb von drei Jahren fast immer drehen. Wenn Ihre grundlegende These gestimmt hat. Wenn Sie natürlich deutlich zu teuer gekauft haben oder Unternehmen mit sehr

wackeligen Geschäftsmodellen im Depot haben, dann drehen die Kurse vielleicht gar nicht mehr.

Wer am Höhepunkt 1998 die Aktie von Coca-Cola bei einem KGV von 46 gekauft hatte, der musste 16 Jahre warten, bis er die alten Kurse wiedersah. Wer 1973 in die sogenannten „Nifty Fifty“ (wachstumsstarke US-Unternehmen in einer insgesamt stagnierenden Wirtschaft zu ähnlichen KGVs) investierte, der musste ähnlich lange warten. Und wer 2000 in Technologiewerte ging, erlitt in vielen Fällen Totalverlust.

Das Analysehandwerk gehört also zur Börse dazu. Sie sollten Bilanzen lesen und Geschäftsberichte verstehen können. Die wenigsten spielen ein Musikinstrument, ohne Noten lesen zu können. An der Börse fühlen sich hingegen viele zur Improvisation berufen.

Jessica Schwarzer ist überzeugte Anhängerin des passiven Investierens, das auch Warren Buffett Laien nahegelegt hat. Passive Investoren setzen auf Indizes und Indexprodukte mit niedrigen Kosten. In ihrem Buch „Einfach erfolgreich anlegen: Entspannter Vermögensaufbau mit cleveren Strategien“ beschreibt sie diesen Ansatz im Detail und liefert eine klare Anleitung sowie Portfolios für verschiedene Investorentypen. Das Buch empfehle ich denjenigen, die über eine konkrete Anlagestrategie nachdenken.

Ich selber berate einen aktiv gemanagten Fonds und bin natürlich Vertreter eines aktiven Investmentansatzes. Im einem aktiv gemanagten Multi-Asset-Fonds übertragen Sie die Entscheidungen über die Vermögensaufteilung innerhalb des Fondsinvestments und die Einzeltitel dem Fondsmanager. Viele Fondsmanager schlagen ihren Vergleichsindex nicht – was zu Kritik an diesem Ansatz führt –, manche schaffen es aber über sehr lange Zeiträume. Und bei kleineren, inhabergeführten Gesellschaften („Fondsboutiquen“) stehen die Eigentümer oder Initiatoren für ihre Produkte gerade, während die

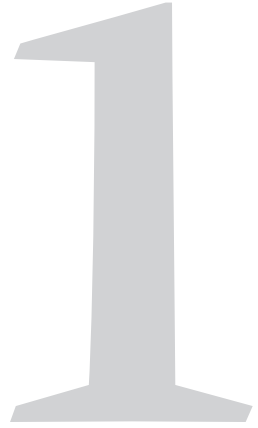
durchschnittliche Verweildauer eines Fondsmanagers gerade einmal dreieinhalb Jahre beträgt.

Vielleicht ist auch eine Mischung aus aktiv und passiv das Richtige. Mit etablierten Produkten langfristig auf Indizes setzen und Misch- oder Multi-Asset-Fonds von Managern, denen Sie vertrauen, als Ergänzung hinzufügen. Und vielleicht auch den ein oder anderen Einzeltitel.

Egal, wie Sie es machen – die Börse lässt kaum jemanden kalt, der dort Geld investiert hat. In jedem Fall helfen Ihnen die hier aufgeschriebenen Weisheiten, besser mit den Schwankungen, die unweigerlich auftreten werden, umzugehen.

*Prof. Dr. Max Otte<sup>1</sup>*

<sup>1</sup>Gründer des Instituts für Vermögensentwicklung (IFVA) in Köln und Berater des Max Otte Vermögensbildungsfonds (WKN: A1J3AM).



# Spekulieren

Sie niemals gegen die

# Notenbanken.

**D**ie Weltwirtschaft hängt an der Nadel des billigen Geldes und findet immer wieder einen Vorwand, den Entzug hinauszuzögern. Ober um es anders auszudrücken: „Dow Jones und Dax unter Drogen.“ „Die Märkte im Rausch der Geldpolitik.“ „Super Mario beflügelt die Börse.“ Schlagzeilen wie diese gibt es in den Jahren seit dem Ausbruch der Finanzkrise viele, unendlich viele. Seit die Geldhüter um Ben Bernanke und Janet Yellen, der ehemalige Chef und die heutige Präsidentin der amerikanischen Federal Reserve (Fed), sowie Mario Draghi, Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB), die Weltwirtschaft vor dem Zusammenbruch zu retten versuchen, scheinen an der Börse neue Regeln zu gelten: Die Notenbanken regieren.

Sie fluten die Märkte mit gigantischen Summen, schaffen die Zinsen ab, kaufen Anleihen, bis ihre Bilanzen fast platzen. So verhindern die Währungshüter zwar den großen Crash, können aber die Wirtschaft nur mühsam über Wasser halten. Was sie ankurbeln, sind die Finanzmärkte. Zwar waren die Schwankungen in den vergangenen Jahren enorm, doch der Trend zeigt ganz klar in eine Richtung: nach oben. Und das ist der Politik der Notenbanken zu verdanken, mag sie auch noch so umstritten sein. Niemand, schon gar kein Investor, kann sich der gigantischen Macht der obersten Währungshüter entgegenstellen. Es ist das elfte Gebot: Spekuliere niemals gegen die Notenbank. Ganz gleich, ob Europäische Zentralbank, Bank of England, Federal Reserve – oder wie sie heißen mögen: Eine Notenbank hat wohl gottgleichen Charakter, zumindest was ihre Allmacht betrifft. Und wer gegen einen Allmächtigen wettet, steht ruckzuck auf der Verliererseite. Fragen Sie Odysseus.

Einzigste Ausnahme, die mir bekannt ist: George Soros. Ich habe den amerikanischen Investor mit ungarischen Wurzeln einmal bei einem Abendessen in Düsseldorf getroffen. 84 Jahre war er damals und die Sessellehne stützte seine aufrechte Gestalt. Die Gedanken

waren klar, die Stimme schon ein bisschen brüchig. Aber als das Gespräch auf seinen Angriff gegen die englische Notenbank kam, leuchteten die Augen. Es war der Deal seines Lebens, damals im September 1992, als er gegen das Britische Pfund antrat. Er knackte die Bank of England und verdiente rund eine Milliarde US-Dollar. Wie er das gemacht hat? „Ich habe stets versucht, die Welt und die Wirklichkeit zu verstehen. Und das ist gar nicht so einfach, denn die Wirklichkeit wird durch das eigene Denken beeinflusst“, sagte Soros damals, und mir wurde klar, dass diese Strategie nur eine Handvoll der ganz Großen wagen können. Die Wirklichkeit prägt uns, und weniger wir sie.

Seien wir ehrlich: Wir gehören nicht zu den Superinvestoren, wir arbeiten mit der Wirklichkeit, wie sie ist. Als Privatanleger sollten wir gar nicht erst versuchen, gegen die Notenbank zu spekulieren. Für uns stimmt die alte Börsenweisheit, sich niemals gegen die mächtigen Zentralbanken zu stellen. Und ich füge noch hinzu: Sie stimmt in Zeiten von Niedrig- und Nullzinsen, Anleihekäufen und einer scheinbar grenzenlosen Geldschwemme mehr denn je.

Meine *Handelsblatt*-Kollegen haben den permanenten Ausnahmezustand, der seit fast einem Jahrzehnt an den Finanzmärkten herrscht, sehr treffend als „das große Geldbeben“ bezeichnet. Immerhin haben die Chefs der vier großen Zentralbanken in den USA, Japan, Großbritannien und der Eurozone ihre Bilanzsumme zusammengekommen auf mehr als zehn Billionen Euro vervierfacht. Bewegten die Notenbanker vor zehn Jahren maximal 20 Prozent der Wirtschaftsleistung ihres Landes in ihren Bilanzen, sind es inzwischen in der Spitze 80 Prozent. Das als Geldschwemme zu bezeichnen ist fast zu wenig. Geld-Tsunami trifft es wohl eher. Der renommierte Ökonom Thomas Mayer sieht uns gar in „einer Welt der monetären Zentralplanung“. Die Zentralbanken dominieren den gesamten Kapitalmarkt, mit Marktwirtschaft habe das nichts mehr



zu tun, weil es keine Mechanismen der Marktanpassung mehr gebe. Der ehemalige Chefvolkswirt der Deutschen Bank und heutige Direktor des Flossbach von Storch Research Institute ist sich ziemlich sicher, dass das Agieren der Notenbanken früher oder später zu einem neuen Finanzcrash führen wird, womöglich schlimmer als der Kollaps nach der Pleite der amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers im Jahr 2008. Ein ziemlich düsteres Bild, das der Experte da zeichnet. Er ist nicht der Einzige, der die Politik der großen Zentralbanken offen kritisiert.

Ob ihre Politik in den Krisenjahren alternativlos war oder nicht, ob sie wirkungsvoll ist oder nicht, darüber wird viel diskutiert. Für Investoren könnte es ungemütlich werden, wenn die Notenbanken weltweit das Ende der Politik des billigen Geldes einleiten. Muss es aber nicht. Fakt ist: Seit 2008 haben die Zentralbanken weltweit mehr als 700-mal die Zinsen gesenkt. Mit welchem Erfolg? Inzwischen rentieren Staatsanleihen im Wert von mehr als 10.000 Milliarden Euro negativ – ein Drittel der Schulden von Industrieländern. Das Problem: Zinsen von null entziehen jeder Altersvorsorge den wirtschaftlichen Boden. Sparen lohnt sich nicht mehr. Anleger werden auf der Suche nach Rendite in riskante Investments gedrängt – mit der Gefahr von Preisblasen. Aber: Vom Crash infolge der Finanz- und Wirtschaftskrise erholten sich die Märkte relativ schnell. Zwar verlor der Dax 2008 und auch noch zu Beginn des Jahres 2009 fast die Hälfte seines Wertes – von gut 8.000 Punkten ging es runter auf zeitweise 4.000 Punkte. Es folgte eine relativ rasante Erholung. Ende 2009 notierten die Standardwerte bereits wieder bei 6.000 Punkten. Unter teils großen Schwankungen ging es in den Monaten und Jahren danach weiter aufwärts. Anfang 2013 notierte der Dax wieder so hoch wie vor der Krise und stieg weiter. Im Frühjahr 2015 notierte er mit rund 12.400 Punkten auf einem neuen Allzeithoch. Und das,

obwohl die Krise längst nicht völlig ausgestanden war. Nach neuerlichen Schwankungen ist der Dax 2017 wieder auf Rekordkurs.

## **Es gibt keine Blaupause für das Ende der Geldflut**

Die Rettungsmaßnahmen der Notenbanken funktionieren also zumindest an den Kapitalmärkten relativ gut. Aber eines muss klar sein: Was da läuft, ist das wohl größte geldpolitische Experiment der Geschichte. Es gibt keine Blaupause dafür. Ebensovienig für das Ende der Geldflut. Nach der Finanzkrise haben die USA vieles richtig gemacht: Notenbank und Regierung arbeiteten Hand in Hand, koordinierten Niedrigzinspolitik mit schuldenfinanzierten Konjunkturprogrammen, kauften Anleihen und Wertpapiere für Billionen Dollar – Stichwort „Quantitative Easing“. Während die Fed mit einem Zinssatz von null bis 0,25 Prozent nämlich vor allem die kurzfristigen Zinsen beeinflussen konnte, drückte sie durch die Anleihekäufe die langfristigen Zinsen, die für Investitionen sehr viel wichtiger sind. Vor allem aber sorgte die US-Bankenaufsicht dafür, dass angeschlagene Banken entweder abgewickelt wurden oder frisches Kapital verabreicht bekamen, notfalls unter Zwang. Mit Erfolg: Das Wachstum kehrte in die USA deutlich zügiger zurück als nach Europa.

Deshalb proben die USA auch bereits das Ende des Experiments, wenn auch sehr zögerlich. Im Gegensatz zur Europäischen Zentralbank, die die Zinsen auch 2017 weiter bei null hält und munter weiter Anleihen kauft, hat in den USA der Ausstieg aus der Politik des billigen Geldes längst begonnen. Schließlich war immer klar: Irgendwann muss Schluss sein mit der gigantischen Liquiditätsschwemme, aber wann und wie?

Eingeleitet wurde der Ausstieg bereits im Mai 2013, als der damalige Fed-Chef Ben Bernanke verkündete, die Bondkäufe auslaufen zu

lassen. „Tapering“ nennen Experten dieses Herunterfahren der Anleihekäufe. An der Börse löste Bernanke damit ein mittleres Beben aus. Von dem erholten sich die Märkte aber relativ schnell und verkräfteten es, dass ab Januar 2014 nicht mehr 85 sondern „nur noch“ 75 Milliarden Dollar in den Markt flossen. In der Folge schrumpfte das Volumen der Bondkäufe Monat für Monat um weitere zehn Milliarden. Das Programm endete im Oktober 2014, zehn Monate nachdem die Fed begonnen hatte, das monatliche Ankaufvolumen zu verringern.

Natürlich haben die Anleihekäufe die Bilanz der US-Notenbank mächtig aufgebläht. Und die Fed lässt keinen Zweifel daran: Ihre in den Nachwehen der Weltfinanzkrise auf die riesige Summe von 4,5 Billionen Dollar angeschwollene Bilanz muss schrumpfen. Vor Ausbruch der weltweiten Finanzkrise in den Jahren 2007/08 war das Portfolio der Fed mit 800 Milliarden Dollar noch vergleichsweise überschaubar. Auch wenn es die Fed bislang bei Absichtserklärungen belässt und das Thema tiefer hängt, dürfte es bald angesichts anstehender Zinserhöhungen oben auf die Agenda rücken. Experten erwarten, dass die Fed 2018 den Startschuss für die Bilanzreduzierung gibt – eine Mammutaufgabe. Dies könnte übrigens mit dem Abgang von Fed-Chefin Janet Yellen einhergehen. Sie liegt mit US-Präsident Donald Trump überkreuz und kann nicht darauf hoffen, ab 2018 weiter an der Spitze der mächtigsten Notenbank der Welt stehen zu können.

Laut Fed müssen Zinserhöhungen jedoch zunächst „voll im Gang sein“, bevor die Notenbank den Abbau ihres Wertpapier-Portfolios in Angriff nehmen kann. Entsprechend findet sich der Satz zur beabsichtigten geldpolitischen „Normalisierung“ weiterhin im allerletzten Absatz des Begleittextes zum Zinsentscheid. Doch das Thema dürfte nach oben rücken: 2016 ist die US-Wirtschaft um 1,6 Prozent gewachsen. Auch wenn das Plus niedriger als in den Vorjahren ausgefallen ist, will das Konjunkturbild nicht mehr so recht zu den bil-

lionenschweren Stützungsmaßnahmen passen. Denn die Fed hält die Bilanzsumme seit Längerem auf hohem Niveau konstant, da sie Einnahmen aus auslaufenden Anleihen wieder in neue Papiere investiert. Stellt die Notenbank die Praxis der Reinvestitionen eines Tages ein, führt dies automatisch zu einem Abbau der Bilanz in mehreren Schritten. Laut Commerzbank-Berechnungen werden in den nächsten fünf Jahren US-Staatsanleihen in Höhe von 1,43 Billionen Dollar fällig.

Der frühere Fed-Chef Ben Bernanke, der die Geldpolitik der Notenbank in der Rezession einst auf Krisenmodus schaltete, warnt jedoch vor zu ambitionierten Zielen auf dem Rückweg zur Normalität. Die Bilanz müsse angesichts einer wachsenden Wirtschaft nicht mehr auf das einstige Niveau von 800 Milliarden Dollar abgeschmolzen werden. Auch viele Banken an der Wall Street sehen dies ähnlich: Sie halten es für ausreichend, wenn die Gesamtsumme um maximal anderthalb Billionen Dollar schrumpft. Das neue ‚Normalmaß‘ läge somit bei drei Billionen Dollar. Bis der Bilanzabbau abgeschlossen ist, wird aber wohl noch einige Zeit, wahrscheinlich sogar Jahre, vergehen.

Auch die Zinsen sind bereits wieder gestiegen. Im Dezember 2015 hob Fed-Chefin Janet Yellen den Leitzins auf eine Spanne zwischen 0,25 und 0,5 Prozent an – und kündigte weitere Schritte für 2016 an. Auf die nächste Zinserhöhung, wieder um mickrige 25 Basispunkte, mussten Investoren allerdings ein ganzes Jahr warten. Die Fed hatte einen Zinsschritt immer wieder hinausgeschoben. Dabei spielten neben ökonomischen Daten auch politische Risiken wie das Referendum der Briten über den Austritt aus der Europäischen Union eine Rolle. Und obwohl die Geldpolitiker stets betonen, dass sie nicht auf kurzfristige Bewegungen der Kapitalmärkte reagieren, haben sie auch die Situation dort im Blick. Denn schon ein Sinken der Aktienkurse wird von der Fed als Verschärfung der Finanzierungsbedingungen für Unternehmen gewertet, beeinflusst also die Geldpolitik. Aber

nach dem Sieg von US-Präsident Donald Trump haben die Aktienmärkte auf Optimismus umgeschaltet und lassen sich auch von schlechten Nachrichten wie der Regierungs- und Bankenkrise in Italien kaum beeindrucken. Und so folgte im Dezember 2016 der nächste Zinsschritt, die zweite Erhöhung nach Ausbruch der Finanzkrise. 2017 geht es schrittweise weiter.

Börsianer bewerten das positiv. Denn ein solcher Zinsschritt zeigt ihnen, dass die Währungshüter die Wirtschaft für robust genug halten, höhere Finanzierungskosten zu verkraften. Grundsätzlich sind hohe Zinsen natürlich nicht gut für die Unternehmen und damit die Aktienmärkte, eben weil sie die Firmenbilanzen belasten und weil Geld aus Aktien in Anleihen fließt. Doch bei den noch immer homöopathisch niedrigen Zinsen besteht diese Gefahr nicht. Noch nicht. Aber die Investoren werden genau beobachten, wie die Fed weiter agiert, begründet und prognostiziert.

Die Notenbanken sind enorm mächtig, ihre Entscheidungen sind für die Märkte extrem wichtig. Vergessen Sie deshalb nie die alte amerikanische Börsenweisheit: Spekuliere nie gegen die Notenbank! Diese Börsenweisheit stimmt fast immer. Gerade im heutigen Börsenumfeld sollte jeder Anleger vermeiden, sich gegen den Wind zu lehnen, der dem Markt aus der Chefetage der Zentralbanken entgegenweht. Das heutige Börsenumfeld, die Jahre nach der Finanz- und Wirtschaftskrise, ist in viel größerem Maße als die Vorkrisenjahre oder gar die 1990er-Jahre durch die Eingriffe aller großen Notenbanken der Welt geprägt. Denn die Zentralbankpolitik von heute besteht, ganz platt gesprochen, vor allem im „Drucken“ von immer mehr Geld.

## Der Atem der Notenbanken ist länger als der der Anleger

Dieses Geld wurde wie in den USA in Staatsanleihen investiert oder wie in der Eurozone lange Zeit dem Bankensektor zur Verfügung gestellt, bevor auch die Europäer Bonds aufkauften. Die so geschaffene zusätzliche Liquidität im Finanzsystem sucht dann nach Anlagemöglichkeiten. In den vergangenen Jahren führte das zu deutlichen Kursbewegungen an den Aktienmärkten. Viele Leitindizes wie etwa Dow Jones, S&P 500 oder auch der Dax notieren nahe ihren Allzeithochs und haben sich in den vergangenen Jahren vervielfacht. Die Aktienmärkte profitierten von der Politik des billigen Geldes der Notenbanken. Auch wenn die Hausse – Börsendeutsch für eine sehr gute Börsenphase – deutlich länger andauert als im historischen Vergleich, was einige immer wieder das Ende der Rally ausrufen lässt: Sich gegen diese Politik zu stellen ist deshalb so gefährlich, weil die Notenbanken diese theoretisch unbegrenzt betreiben können. Ihr Atem ist länger als der der Anleger. Spekulieren Sie nicht gegen die Notenbanken!

Auch wenn in den USA die Zinsen mittlerweile wieder gestiegen sind, ist ein Ende der Niedrigzinspolitik – in der Eurozone ist es sogar eine Nullzinspolitik – nicht in Sicht. Das kann noch Jahre so weitergehen. Denken Sie nur an Japan. Das Land lebt bereits seit 20 Jahren praktisch ohne Zinsen. Ein gutes Vorbild ist das allerdings nicht. Das Land kommt wirtschaftlich nicht auf die Beine und die Geldschwemme der japanischen Notenbank scheint eigentlich nur einem Wirtschaftsbereich gutzutun: der Immobilienindustrie. Obwohl der Bauboom auch seine Kehrseite hat. Während in Deutschland rund ein Prozent des Bestands leer steht, waren es in Japan im Jahr 2013 nach einer amtlichen Statistik 13,5 Prozent oder 8,2 Millionen Häuser. Zu viel gebaut? Es scheint so.

Die Immobilienbranche war übrigens auch der Ausgangspunkt der Krise in Japan, die zu der jahrelangen Nullzinspolitik geführt hat. Erinnern Sie das auch an die jüngste Krise? Ein Rückblick: Nach drei Jahrzehnten rasanten Wachstums platzte in Japan Anfang der 1990er-Jahre eine gewaltige Spekulationsblase auf dem Immobilienmarkt. Von der darauf folgenden Rezession hat sich das Land nie mehr wirklich erholt. Die Industrieproduktion in Japan, einst Werkhof der Weltwirtschaft, liegt heute auf dem gleichen Niveau wie 1989. Eine alternde Bevölkerung und strenge Einwanderungsgesetze lassen die Zahl der arbeitsfähigen Japaner sinken. Der japanische Staat verhinderte mit immer neuen Konjunkturprogrammen, dass die Wirtschaft in die Dauerrezession abrutscht. Doch die Wachstumsimpulse waren kurzfristig, nachhaltig stieg nur die Staatsverschuldung: Sie wuchs von knapp 50 Prozent der japanischen Wirtschaftsleistung im Jahr 1990 auf fast 250 Prozent im Jahr 2016.

Zum Vergleich: Griechenland konnte 2010 bereits bei einem Schuldenstand von 150 Prozent seine Verbindlichkeiten nicht mehr allein bedienen. Der entscheidende Unterschied zwischen Japan und Griechenland: Japan hat eine eigene Währung und eine Zentralbank, die die Politik des „Deficit Spending“ bereitwillig unterstützt. Seit 1995 lag der Leitzins der Bank of Japan nie höher als 0,5 Prozent, seit der Weltfinanzkrise ist er bei symbolischen 0,1 Prozent zementiert. Zugleich kauft die japanische Zentralbank in enormem Umfang japanische Staatsanleihen vom Markt. Der Anteil des Staatshaushalts, den der japanische Finanzminister für den Schuldendienst zurückstellen muss, liegt heute bei moderaten 25 Prozent, etwa ebenso hoch wie zur Jahrtausendwende. Die japanische Bevölkerung lässt sich diese Voodoo-Ökonomie gefallen, obwohl die jahrzehntelange Nullzinsphase ihr Ersparnis auffrisst. Fast scheint es, als hätten die Japaner eine neue Art von Gesellschaftsvertrag geschlossen: Die Bürger erlauben Regierung

und Notenbank, sie schleichend zu enteignen. Dafür erspart die Politik den Bürgern allzu quälende Reformen – und lässt sie in Ruhe alt werden. Auch hier gilt: Bloß nicht gegen die Notenbanken spekulieren.

Es gibt aber auch Experten, die diese Börsenweisheit durchaus kritisch sehen. Sie glauben, dass an ihr nur teilweise etwas dran ist. Der bekannte Börsenprofessor und Fondsmanager Max Otte ist einer davon. Natürlich sagt auch er, dass die Notenbanken – insbesondere die Fed – über ihre Geldpolitik einen enormen Einfluss haben. „Allerdings sind die Notenbanken nicht allmächtig“, fügt er hinzu. „Seit 1987 kennt die Notenbankpolitik nur eine Richtung: expansiv – sehr expansiv – ultraexpansiv.“ Man dürfe nicht vergessen, dass die Notenbanken staatliche Akteure seien und dass die planwirtschaftliche Beeinflussung von Märkten nur bis zu einem gewissen Punkt funktioniere, mahnt er. „Kurzfristig durch einen Politikwechsel der Notenbank kalt erwischt zu werden kann man nicht ausschließen – wenn man kurzfristig spekuliert“, so Otte.

Den einen oder anderen Vorgeschmack bekamen Börsianer bereits. Beispielsweise im Mai 2013. Damals schockierte der scheidende Fed-Chef Ben Bernanke die Märkte mit der Ankündigung des Einstiegs in den Ausstieg aus der Politik des billigen Geldes. Die Rückschläge waren allerdings schnell wettgemacht und die Rally an den Weltbörsen ging weiter. Doch wie lange noch? Wer weiß das schon genau? Niemand. Die meisten Marktteilnehmer glauben im Sommer 2017, dass die Aussichten für die Aktienmärkte trotz des mehr als siebenjährigen Börsenaufschwungs weiter gut sind. Ausstieg aus der extrem lockeren Geldpolitik hin oder her, die Fed und die Währungshüter rund um den Globus werden weiterhin alles tun, um die Konjunktur zu stärken. Zur Not auch mit unkonventionellen Maßnahmen: Ihr Repertoire reicht dabei von Strafzinsen für Banken über Nullzinsen bis hin zu weiter sprudelnden Geldquellen. Weil ihre



bisherigen Maßnahmen die Konjunktur nicht so stark belebt haben, dass sie der Arbeitslosigkeit Herr werden konnten, werden Fed-Chefin Janet Yellen und EZB-Chef Mario Draghi ihrer Politik treu bleiben. Davon profitieren die Aktienmärkte.

## **Der große Aufschwung blieb bisher aus**

Trotz der umfassenden Maßnahmen erholt sich die Weltwirtschaft bisher nur im Kriechgang von den Folgen der Finanz- und Wirtschaftskrise. In der Zeit von 1980 bis 2007 lag das durchschnittliche jährliche Wirtschaftswachstum der Industrieländer basierend auf Daten des Internationalen Währungsfonds (IWF) bei 2,84 Prozent. Von 2010 bis 2015, also in der Periode nach der Finanzkrise, fiel das Wachstum in den Industrieländern mit 1,3 Prozent sehr viel schwächer aus. Doch von dieser Schwächephase erholt sich das globale Wirtschaftswachstum bereits wieder: Der IWF prognostiziert für 2017 immerhin 3,4 Prozent Wachstum und für das Jahr 2018 sogar 3,6 Prozent. Im Jahr 2016 ging es um 3,1 Prozent aufwärts. Das darf aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Wirtschaft in vielen Ländern und Regionen noch immer sehr schwach ist. Japan steckt in der Dauerstagnation fest. In Europa ist das Wachstum so schwach, dass die Eurozone immer noch nicht das Produktionsniveau erreicht hat, das vor der Krise herrschte. Und in den Vereinigten Staaten zieht die Konjunktur mit einer Rate von unter zwei Prozent an.

Insbesondere die EZB ist gefordert, sieht es doch in Euroland am düstersten aus. Während es in den USA, Großbritannien und vielen Schwellenländer moderat aufwärts geht, lebt das Wachstum in den Ländern der Eurozone vom deutschen Wachstumsmotor. Um das zu ändern, wird Draghi „alle verfügbaren Instrumente in Betracht ziehen“, wie er nach der Sitzung des EZB-Rats im Dezember 2013 sagte. Ähnliche Äußerungen folgten in den Monaten und Jahren danach.

Das ist nicht gerade ein großer Erfolg. Ja, die Wirtschaftskrise ist abgewendet worden, aber der große Aufschwung blieb bisher aus. Hinzu kommt, dass all die Konjunktur- und Stützungsmaßnahmen die Staatsverschuldung der G7-Industriestaaten von 83 Prozent auf 118 Prozent der Wirtschaftsleistung in die Höhe getrieben haben. Auf die Summe von 36,7 Billionen Euro beläuft sich ihre Staatsschuld. Die globale Gesamtverschuldung, das hat der IWF pünktlich zu seiner Herbsttagung 2016 errechnen lassen, ist gar auf das Rekordniveau von 136 Billionen Euro gestiegen. Das alles im Jahr acht nach einer Weltfinanzkrise, deren Hauptursache die zu hohe Verschuldung der Welt war.

Die Politik der Notenbanken wird die Märkte also weiter stützen (müssen). Experten erwarten, dass weiterhin viel Geld in die Aktienmärkte fließt. Aber natürlich ist eine solche Marktentwicklung nicht primär von fundamentalen volkswirtschaftlichen Daten getragen. Ohne ein entsprechendes Wirtschaftswachstum oder steigende Unternehmensgewinne kann der Aktienmarkt nicht in beliebige neue Höhen steigen. Langfristig sollten Sie als Anleger auf die Fundamentaldaten achten und bei extrem niedrigen Zinsen lieber mit einem Aufschlag auf die Kapitalkosten kalkulieren – so wie jetzt. Bei hohen Zinsen – wie 1980 bis 1982 – können Sie demgegenüber mit einem Abschlag kalkulieren. Derzeit mag die Wirtschaftsentwicklung in den Hintergrund getreten sein, sie ist aber mittel- bis langfristig die ausschlaggebende Größe für die Entwicklung an den Aktienmärkten. Insgesamt ist die Geldanlage in dieser Situation nicht unbedingt einfacher geworden. Die Märkte hängen am (Liquiditäts-)Tropf von Fed, EZB und Co. Die Zentralbanken können ihre Politik der Geldschwemme zwar praktisch unbegrenzt fortsetzen. Irgendwann einmal wird dies aber nicht mehr ausreichen. Das Problem für den Anleger ist nur: Ob und wann dieser Zeitpunkt eintritt, lässt sich

unmöglich vorhersagen. Daher: Spekulieren Sie nie gegen die Notenbank! Doch es gibt noch einen Faktor, der die Kurse massiv beeinflusst: die Psychologie.