



Kennen Sie Russisches Roulette, das Spiel um Leben und Tod? Stellen Sie sich vor, jemand bietet einem guten Freund von Ihnen eine Million für eine Runde dieses morbiden Zeitvertreibs. Urplötzlich steht er vor der Wahl, im Bruchteil einer Sekunde entweder Millionär zu sein oder tot. In dieser Situation braucht er Rat und wendet sich vertrauensvoll an uns.

Wie nicht anders zu erwarten, raten wir ihm eindringlich von der Annahme dieses ungewöhnlichen Angebots ab. Zu laut, zu blutig, zu reißerisch und zu niveaulos, so einige unserer zahlreichen Argumente. Vor allem aber weisen wir vehement auf das überaus ungünstige Chance-Risiko-Verhältnis dieses Angebots hin.

Zu unserem Bedauern gelingt es uns nicht, den von der Gier gepackten Draufgänger mit unseren Einwänden zu überzeugen. Schon im Gehen begriffen, hören wir ihn etwas murmeln, das wir für eine oberflächliche Rationalisierung einer irrationalen Entscheidung halten: „Ihr seid erbärmliche Angsthasen und phantasielose Feiglinge, mit euch lässt sich bestimmt kein Krieg gewinnen“. Nachdenklich nickend wünschen wir ihm viel Glück, nicht ohne uns die Richtigkeit der erhobenen Vorwürfe einzuge stehen. Genau genommen könnte man mit uns noch nicht einmal einen Krieg verlieren. Ja, wir sind Feiglinge, aber ganz sicher nicht phantasielos, ganz im Gegenteil.

Gerade unsere ausgeprägte Phantasie unterscheidet uns von zahlreichen draufgängerischen Zeitgenossen. Unsere phantasievollen Gedanken tragen maßgeblich zu unserer Feigheit bei. Denn zu jeder erdenklichen Unternehmung fallen uns sofort und ungerufen zahlreiche phantasievolle Szenarien ein, die das Unterfangen scheitern lassen würden. Die stets optimistischen Draufgänger hingegen sehen nur ihr Ziel und den zu ihm führenden Weg vor Augen. Sie belasten ihr Gemüt gewöhnlich nicht mit abstrakten und manchmal defätistischen Wahrscheinlichkeitsüberlegungen oder Chance-Risiko-Verhältnissen; sie sind sich ihrer Sache sicher. Hin und wieder gedenken wir dieser zum Kriegführen so hervorragend geeigneten Menschensorte, insbesondere bei unseren gelegentlichen Spaziergängen über einen der zahlreichen Heldenfriedhöfe, die allen Nationen zur Zierde gereichen. Ist es nicht erstaunlich, wie viele tote Helden es gibt und wie wenige lebende?

Mit einem etwas mulmigen Gefühl zwar, aber fest entschlossen, schreitet unser Spieler bereits am nächsten Tag zur Tat. „Wer wagt, gewinnt“ so hören wir ihn sich selbst Mut zusprechen. Ein vielleicht letzter Blick zum strahlend blauen Himmel, dann drückt er ab.

Ein leiser Klick erinnert ihn daran, dass er noch lebt. Es folgen Jubel, Freude und Genugtuung. Soeben ward ein neuer Millionär geboren.

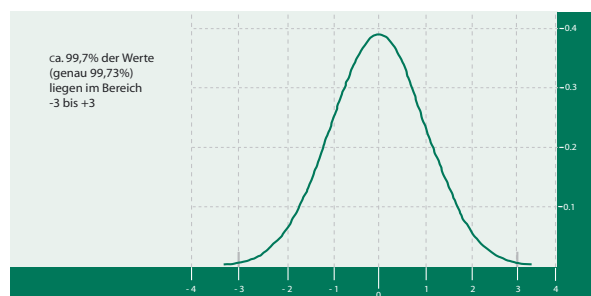
Er hat gespielt und er hat gewonnen. War unser Rat deshalb ein schlechter? Oder hatte unser fiktiver Spieler einfach nur Glück?

Als Menschen sind wir nicht damit vertraut, in Wahrscheinlichkeiten und statistischen Verteilungen zu denken. Wir alle ziehen klare „Wenn-dann“-Beziehungen vor. Dieses vermutlich angeborene Verhalten leistete uns ausgezeichnete Dienste auf dem langen Weg von der Steinzeit in die Gegenwart. An der Börse jedoch leitet es uns in die Irre. Nur zu gern geben wir der Neigung

nach, den Lauf der Dinge erst im Nachhinein zu beurteilen. Dabei tun wir so, als sei die eingetretene Realität das einzige, was zählt, und wir ignorieren die zahlreichen anderen Möglichkeiten, die sich eben nicht verwirklicht haben, aber unter Umständen eine überaus hohe Eintrittswahrscheinlichkeit hatten. Auf diese Weise rechtfertigen wir dann den Spieler des Russischen Roulettes mit der Tatsache, dass sein hochriskantes Verhalten in diesem speziellen Fall einen guten Ausgang nahm. Dass er zum Erreichen seines Ziels ein überaus schlechtes Chance-Risiko-Verhältnis akzeptiert hat, spielt in diesem falschen Denken keine Rolle. Wer klagt schon über Tote, die es nie gegeben hat? Der Gedanke, mit einer Wahrscheinlichkeit von 16,6% tot zu sein, ist schlicht und einfach nicht sehr überzeugend. Etwas plastischer wird dieses Beispiel vielleicht dann, wenn man sich klar macht, dass von 1.000 Spielern 167 auf der Strecke bleiben werden. Wir wissen natürlich nicht, wen genau das Schicksal auf diese Weise ereilen wird, aber wir wissen, dass es etwa 167 Personen sein werden, wenn 1.000 mitspielen. Deshalb raten wir von einer Teilnahme an diesem Spiel ab – auch dann, wenn man uns als „Beweis“ für unseren angeblich falschen Rat mit Hunderten von Überlebenden konfrontieren sollte.

Ähnlich wie in diesem Beispiel verhält es sich auch an der Börse. Hier wissen wir beispielsweise, dass Käufe von fundamental hoch bewerteten Aktienmärkten in der Finanzmarktgeschichte stets zu längerfristig schlechten Ergebnissen geführt haben. Daraus leiten wir den guten Rat ab, überbewertete Märkte mit äußerster Vorsicht zu genießen. Selbst wenn die Börse wie beispielsweise im Jahr 2004 trotz eines überaus unattraktiven Chance-Risiko-Verhältnisses steigt, bleibt der Rat zu vorsichtigem Agieren der richtige. Wer sich nicht daran hält und anschließend die Freude hat, tatsächlich Geld zu verdienen, der hat lediglich Glück gehabt.

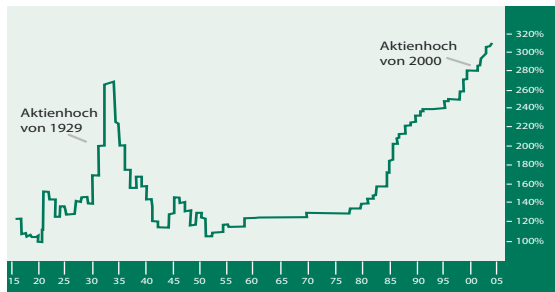
Als Menschen neigen wir natürlich dazu, dieses Glück nicht zu thematisieren. Viel lieber sehen wir uns und unsere glücklich ausgegangene Entscheidung als geradezu zwingendes Ergebnis unserer Weitsicht und unserer außergewöhnlichen Fähigkeiten. Wer wollte uns da widersprechen – jedenfalls so lange die Glückssträhne anhält? Und wenn uns das nicht eingestandene Glück eines Tages verlassen sollte, dann ändert das selbstverständlich nichts an unseren mittlerweile längst „erwiesenen“ Fähigkeiten. Dann hatten wir trotz unserer Weitsicht eben einfach nur Pech.



„Standardnormalverteilung“



BULLISH WIE SELTEN ZUVOR, ODER: IGNORANCE IS BLISS

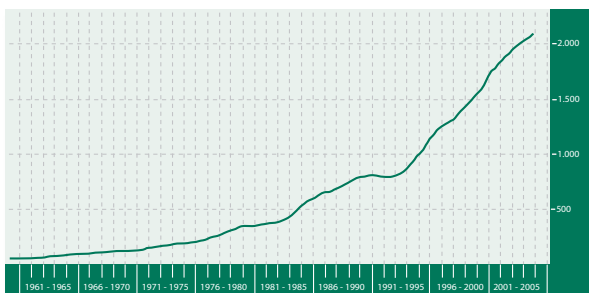


US-Gesamtverschuldung in % des BIP von 1915 bis heute

"The economy is about as nicely poised and balanced for further growth as imaginable. I don't think the expansion is fragile." (Die [US-] Wirtschaft ist so ausgewogen und bereit für weiteres Wachstum wie nur vorstellbar. Ich glaube nicht, dass der Aufschwung zerbrechlich ist.)

William Poole, Präsident der Federal Reserve Bank of St. Louis, am 13. Januar 2005

Erst letzten Monat haben wir unseren Lesern mit Hilfe einiger Grafiken die offensichtlichsten Ungleichgewichte der US-Wirtschaft präsentiert. Wir zeigten das Leistungsbilanzdefizit, das rund 6% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) erreicht hat und damit einer sprichwörtlichen Bananenrepublik zur Zierde gereichte. Wir zeigten den steilen Anstieg der US-Gesamtverschuldung, also die Verschuldung von Staat, Unternehmen und privaten Haushalten. Mit rund 300% des BIP befindet sich diese ökonomische Kennzahl deutlich über dem alten Rekord aus der Zeit der Weltwirtschaftskrise. Schließlich präsentierten wir den Verlauf der US-Sparquote, die auf unter 1% gefallen ist. Da Sparen bekanntlich die grundsätzliche Voraussetzung für die Schaffung von Wohlstand ist, halten wir diese Entwicklung langfristig für äußerst bedenklich. Die Spekulationsblase am US-Immobilienmarkt erwähnten wir in jener Ausgabe unserer „Performance“ ebenso wenig wie das gewaltige Haushaltsdefizit des Staates oder die Echoblaste an der Börse oder die Zeichen wilder Spekulation an den Rentenmärkten. Allerdings haben wir diese Themen in den vergangenen Monaten immer wieder einmal aufgegriffen. Unsere Betrachtung der wirtschaftlichen Lage der USA liefert also ein Bild gravierender Ungleichgewichte von geradezu beängstigendem Ausmaß. Wie passt das zu obigen Zeilen eines bekannten amerikanischen Notenbankers?



Verschuldung der US-Konsumenten in Mrd. Dollar

Was sieht der euphorische Notenbanker, das sich unserem analytischen Blick entzieht? Lebt Herr Poole in einer anderen Welt als wir? Oder sieht die Welt aus der erhabenen Sicht eines Notenbankbürokraten einfach anders aus? Hat vielleicht George Orwells „Neusprech“, in dem „Krieg“ „Frieden“ genannt wird und „Tyrannei“ „Freiheit“, endgültig das Zepter übernommen? Hören wir nicht immer wieder von angeblich sparenden Politikern, die in Wahrheit stets größere Budgets verbraten und immer größere Schuldenberge anhäufen? Und von Kriegen, die Friedensmissionen genannt werden? Oder versuchen die neuzeitlichen Regenmacher der Notenbanken auf diese kuriose Weise gute Zeiten herbeizubeschwören?

Da auch uns zumindest die gängigen Abgründe des Menschseins prinzipiell vertraut sind, neigen wir dazu, letztere, auf den ersten Blick vielleicht absurd anmutende Erklärung zu favorisieren. Ist der ständig wiederholte Versuch von Notenbankern und Wirtschaftspolitikern, sich der Öffentlichkeit als Wohltatensmacher zu verkaufen, nicht ein klares Zeichen von Hybris und abgründigem Selbstbetrug? Was täten wir in vergleichbar verzweifelter, wenn auch selbstverschuldeter Lage? Sind nicht auch Notenbanker in letzter Konsequenz nur Menschen, die in großer Not nach jedem Strohalm greifen?

Leider kennen wir die Antworten auf diese zahlreichen Fragen nicht. Aber wir kennen die Finanzmarktgeschichte. Folglich kam uns sofort ein anderes, ähnliches Zitat in den Sinn, das allerdings schon über 30 Jahre alt ist. Dass manche Dinge von zeitloser Schönheit sind, mag dieses kurze Zitat beweisen:

„It is very rare that you can be as unqualifiedly bullish as you can be now.“ (Es kommt nur sehr selten vor, dass man so uneingeschränkt bullish sein kann wie heute.)

Alan Greenspan, US-Notenbankpräsident, am 7. Januar 1973; damals war er übrigens noch kein Notenbanker.

Ist es nicht erstaunlich, wie sehr sich die beiden Zitate ähneln? Beide Propheten scheinen in ihrer Wahrnehmung der Gegenwart die Zukunft bereits gesehen zu haben. Vielversprechend sei sie und schön wie selten zuvor.

In der Januar-Ausgabe unserer „Performance“ zeigten wir nicht nur die Charts der oben erwähnten wirtschaftlichen Ungleichgewichte. Der Zufall wollte es, dass wir auch den Kursverlauf des S&P 500 Index ab 1968 präsentierten. Ein schneller Blick auf diese Grafik genügt, um Greenspans unsterbliche Lagebeurteilung vom 7. Januar 1973 richtig einzuordnen: Nach zweieinhalb Jahren steigender Aktienkurse erreichte der Index am 9. Januar 1973 ein markantes Hoch. In den folgenden beiden Jahren halbierten sich die Kurse und die Wirtschaft erlebte die schlimmste Rezession seit der Weltwirtschaftskrise.

Wird William Pooles aktueller Lagebeurteilung ein glücklicheres Los beschieden sein?

NEUES VON DER FED

Das Anfang Januar veröffentlichte Protokoll der US-Notenbank-sitzung vom 14. Dezember 2004 erregte bei zahlreichen Beobachtern der amerikanischen Geldpolitik zu Recht einiges Aufsehen. Zunächst lässt die Lektüre dieser Mitschrift nur einen



Schluss zu: Die Mitglieder der Fed werden auch in den kommenden Monaten Zinserhöhungen beschließen und dabei womöglich aggressiver agieren als bisher vermutet. Zumindest einige der an dieser Sitzung teilnehmenden Notenbanker scheinen den zunehmenden Inflationsdruck zu erkennen. Allerdings wird an der Prognose niedriger Inflationsraten auch während dieser Sitzung festgehalten.

Per Dezember 2004 betrug die offiziell berechnete Inflationsrate (Consumer Price Index, CPI) in den USA bereits stattliche 3,3% per annum. Ist eine Inflationsrate von 3,3% noch niedrig? Und wird sie von hier aus weiter steigen?

Sicherlich kennt man bei der Fed den Effekt von Zinserhöhungen auf die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und deren Einfluss auf die Inflationsrate. Zinserhöhungen führen tendenziell zu einer Zunahme der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, weil die Opportunitätskosten der Bargeldhaltung zunehmen. Eine höhere Umlaufgeschwindigkeit wiederum führt zu höherer Inflation, da sich das Inflationspotenzial einer vorangegangenen expansiven Geldpolitik plötzlich zu realisieren beginnt.

(Dieser Zusammenhang ergibt sich aus folgender grundlegenden volkswirtschaftlichen Identität: $\text{Geldmenge} \cdot \text{Umlaufgeschwindigkeit} = \text{Preisniveau} \cdot \text{Output}$. Halten wir in dieser Gleichung Geldmenge und Output konstant und erhöhen die Umlaufgeschwindigkeit, dann muss das Preisniveau steigen. In der Umlaufgeschwindigkeit zeigt sich die Bereitschaft der Wirtschaftssubjekte, unverzinsten Liquidität zu halten. In Zeiten einer hohen Umlaufgeschwindigkeit wird versucht, die unverzinsten Liquidität möglichst gering und nur kurzzeitig zu halten. In Zeiten einer niedrigen Umlaufgeschwindigkeit hingegen herrscht der Wunsch nach möglichst hohen Bargeldbeständen vor. In Extremfällen kam es in solchen Zeiten zu ruinösen Runs auf die Banken.)

Aufgrund des hier kurz geschilderten Zusammenhangs zwischen Zinserhöhungen, Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und Inflation müssen wir in den kommenden Monaten mit einer Fortsetzung des inflationären Drucks in den USA rechnen. Sogenannte negative Überraschungen scheinen an der Inflationsfront also vorprogrammiert zu sein. Das wissen die klugen Köpfe bei der Notenbank natürlich ebenso gut wie wir, vermutlich noch viel besser. Dennoch beruhigen die Geldpolitiker ihre Leser mit folgender Einschätzung:

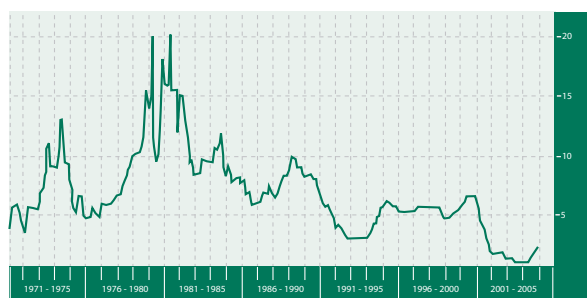
„Despite these concerns, participants generally expected that inflation would remain low in the foreseeable future.” (Trotz dieser Bedenken erwarteten die Teilnehmer der Sitzung im Allgemeinen, dass die Inflation in der voraussehbaren Zukunft niedrig bleiben wird.)

Das Greenspan-Zitat aus dem Jahr 1973 mag uns helfen, den nicht nur von Notenbankern so gern verwendeten Begriff der „voraussehbaren Zukunft“ besser zu verstehen. Damals gelang es dem heutigen Star der modernen Geldpolitik gerade einmal, 2 Tage lang richtig zu liegen mit seiner euphorischen Prognose. Die „voraussehbare Zukunft“ scheint manchmal außerordentlich schnell vorüber zu sein.

Eine regelrechte Überraschung lieferte uns die Fed in besagter Sitzung aber durch folgende Erkenntnisse:

„Some participants believed that the prolonged period of policy accommodation had generated a significant degree of liquidity that might be contributing to signs of potentially excessive risk-taking in financial markets evidenced by quite narrow credit spreads, a pickup in initial public offerings, an upturn in mergers and acquisition activity, and anecdotal reports that speculative demands were becoming apparent in the markets for single-family homes and condominiums.”

(Einige Teilnehmer glaubten, dass die lang anhaltende Periode expansiver Geldpolitik einen signifikanten Grad an Liquidität erzeugt hat, der möglicherweise beiträgt zu den sichtbaren Zeichen exzessiver Risikofreude an den Finanzmärkten, wie sehr enge Qualitäts-Spreads an den Anleihemärkten, eine Belebung der Neuemissionstätigkeit, eine Zunahme von Unternehmensübernahmen und -zusammenschlüssen sowie Einzelberichte über deutliche spekulative Nachfrage an den Märkten für Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen.)



Kurzfristige US-Zinsen (Federal Funds Target Rate)

Die Lektüre dieser Passage löste bei uns umgehend ein doppeltes Déjà-vu-Erlebnis aus. Erinnerungen an 1996 und an 1994 wurden wach.

1) Im Dezember 1996 hielt Alan Greenspan seine berühmt gewordene „Irrational Exuberance“-Rede. Darin wies er auf die damals bereits klar sichtbare Spekulationsblase am Aktienmarkt hin und sprach von irrationalem Überschwang. Allerdings ließ er diesen deutlichen Worten seinerzeit keinerlei Taten folgen. Die Konsequenzen dieser Unterlassung sind bekannt: Die Irrationalität am Aktienmarkt erreichte in den folgenden Jahren ebenso historische Dimensionen wie später die Verluste an der NASDAQ.

Da wir uns zur Zeit bereits inmitten eines Zinssteigerungszyklus der Notenbank befinden, wird sich dieser Teil der neueren Finanzmarktgeschichte sicherlich nicht wiederholen. Ob das nun ein Zeichen für die Lernfähigkeit von Notenbankburekraten ist oder einfach nur deren opportunistische Anpassung an den etwas kritischer gewordenen Zeitgeist bei der Beurteilung von Spekulationsblasen und der Rolle der Zentralbanken, wagen wir nicht zu entscheiden.

2) Wie die Mitschriften der Notenbanksitzungen der Jahre 1993 und 1994 beweisen, war damals selbst Alan Greenspan in der Lage, Spekulationsblasen zu erkennen. In unserem gemeinsam mit Roland Leuschel verfassten Buch „Das Greenspan Dossier“, dessen französische und niederländische Ausgaben in diesen Tagen erscheinen werden, haben wir diese erstaunliche Tatsache ausführlich dokumentiert. Im Unterschied zu 1996 ließ der



Maestro im Jahr 1994 den Worten auch tatsächlich Taten folgen: Die Zinsen wurden deutlich erhöht. Notenbankintern wurden diese Zinserhöhungen ausdrücklich mit der entstehenden Spekulationsblase am Aktienmarkt und spekulativen Exzessen an den Rentenmärkten begründet. Letztere erlebten 1994 eines der verlustreichsten Jahre aller Zeiten, während die Aktienmärkte lediglich 10% bis 15% nachgaben.

Zeiten steigender Zinsen, wir wiederholen diesen überaus wichtigen Zusammenhang auch in dieser Ausgabe unserer „Performance“, sind gleichzeitig Zeiten hoher Risiken an den Finanzmärkten. Aus dem oben Geschriebenen sollte deutlich geworden sein, dass ein Ende des gegenwärtigen Zinssteigerungszyklus noch längst nicht erwartet werden darf. Folglich sollte sich ein rationaler Anleger auf potenziell schwere Zeiten an den Aktien- und Rentenmärkten einstellen. In den USA, Großbritannien und einigen anderen Ländern gilt das auch für die Immobilienmärkte.

ALTES VON DER FED

Alan Greenspan, der Präsident der US-Notenbank, wurde Ende der 1990er Jahre nicht müde, seinem Publikum zu versichern, dass es nicht möglich sei, Spekulationsblasen vor ihrem Platzen zu erkennen. Hätte er, statt eine Allaussage zu treffen, die Ich-Form gewählt, niemand hätte einen Grund gehabt, ihm zu widersprechen. Selbst wir hätten es zumindest für möglich gehalten, dass der mächtigste Geldpolitiker der Welt diese – unserer Meinung nach recht einfache – Aufgabe nicht zu meistern weiß. Für besonders glaubhaft hätten wir diese Behauptung angesichts Greenspans in der Vergangenheit bewiesener intellektueller Kapazität und insbesondere aufgrund seiner in den Jahren 1993/94 gemachten Äußerungen allerdings nicht gehalten. Wir haben nie einen Zweifel gelassen an der Unhaltbarkeit der Behauptung, Spekulationsblasen seien erst nach ihrem Platzen zu erkennen. Sowohl in unserer „Performance“ als auch in dem Buch „Das Greenspan Dossier“ haben wir mehr oder weniger einfache Checklisten zur Diagnose von Spekulationsblasen publiziert. Später modifizierte Greenspan seine offensichtlich falsche Behauptung über Spekulationsblasen dahingehend, dass er ihre Erkennung nicht mehr als unmöglich, sondern lediglich als überaus schwierig bezeichnete. Unser konstruktiver Kommentar zu diesem Eingeständnis lautete damals wie heute unverändert: Vielleicht sollten wir bei der Besetzung der Notenbankpösthchen auf eine entsprechende Qualifikation drängen, anstatt uns mit der lapidaren Feststellung „Ich weiß nicht, wie das geht“ abspeisen zu lassen.

Am 12. Januar 2005 erschien eine interessante Abhandlung des US-Notenbankers Roger W. Ferguson. Sie trägt den Titel „Recessions and Recoveries Associated with Asset-Price Movements: What Do We Know?“ (Rezessionen und Aufschwünge im Zusammenhang mit Preisänderungen von Vermögenswerten: Was wissen wir darüber?)

In dieser Analyse lesen wir folgende aus unserer Sicht zwar nicht gerade erstaunlichen, aber dennoch falschen Aussagen: „Unfortunately, detection of a bubble, which is problematic even ex-post, is an even more formidable task and arguably becomes virtually impossible in real time. (...) Current statistical methods

are simply not up to the task of detecting asset-price bubbles, especially not in real time, when it matters most.“

(Leider ist das Erkennen einer Spekulationsblase sogar nach ihrem Platzen problematisch. Während ihrer Entstehung ist das Erkennen eine noch schwierigere Aufgabe und wird praktisch wohl unmöglich. (...) Derzeitige statistische Methoden sind der Aufgabe, Spekulationsblasen zu erkennen, einfach nicht gewachsen, insbesondere gilt das, während die Blase sich entwickelt, also gerade dann, wenn es am wichtigsten ist.)

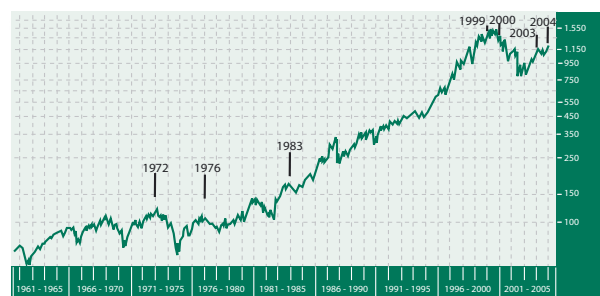
Wir halten diese Analyse von Herrn Ferguson für alles andere als überzeugend. Allerdings wissen wir von einem uralten und leider sehr wirksamen Trick aus der Propaganda-Mottenkiste: Selbst der größte Unsinn wird von den Massen geglaubt und akzeptiert, wenn er nur oft genug wiederholt wird.

Selbstverständlich erwarten wir von den Notenbankern kein Eingeständnis ihrer geldpolitischen Fehler, sondern das genaue Gegenteil, nämlich die vehemente Verteidigung ihrer Politik. Genau diese Strategie scheint Ferguson mit diesem Beitrag zu verfolgen. Konsequenterweise kommt er zu dem gewünschten Ergebnis: Die Fed hat alles richtig gemacht.

Es ist mit der Geldpolitik genau so wie im richtigen Leben: Die Grenzen der Belastbarkeit erfährt man erst, wenn man sie überschritten hat. Wir befürchten, dass die amerikanischen Notenbanker unsere Wissenslücke hinsichtlich der Grenzen expansiver Geldpolitik in den nächsten Jahren schließen werden.

VON ZAHLREICHEN BULLEN UND WENIGEN BÄREN

In den vergangenen Monaten haben wir immer wieder auf den außergewöhnlich hohen Grad an Börsen-Optimismus in den USA hingewiesen. Da zahlreiche Sentimentindikatoren bereits im Sommer des Jahres 2003 wieder extrem hohe Werte angenommen hatten – der S&P 500 notierte damals bei rund 1.000 Punkten, also etwa 20% unter dem aktuellen Niveau – stellten wir uns und unseren Lesern zwischenzeitlich sogar die Frage, ob diese Indikatoren versagt haben und in Zukunft ignoriert werden müssten. Aufgrund der mittel- bis langfristigen Ausrichtung der von uns verwendeten Sentimentindikatoren verneinten wir die Frage. Wir sahen und sehen in dem hohen Börsenoptimismus der vergangenen Monate einen deutlichen Hinweis auf ein sehr hohes Enttäuschungspotenzial, das sich jederzeit in empfindlichen Kursverlusten realisieren kann. Je länger die Phase weit verbreiteter Zuversicht anhält, desto größer wird anschließend vermutlich die Ernüchterung ausfallen.



S&P 500 von 1965 bis heute; die Pfeile kennzeichnen Jahre mit durchgängig mehr Bullen als Bären



Eine interessante Auswertung des Sentimentindikators von Investors Intelligence hat Peter Eliades von StockmarketCycles kürzlich vorgelegt. Auch ihm sind die ungewöhnlich hohen Prozentsätze bullischer Börsenbriefe aufgefallen und auch er stellt sich die Frage, was dieser große Optimismus über einen so langen Zeitraum bedeuten mag. In seinem aktuellen Börsenbrief stellt Eliades zunächst fest, dass das Jahr 2004 keine einzige Woche aufwies, in der die Statistik von Investors Intelligence mehr Bären als Bullen zu vermelden hatte. Ein ganzes Kalenderjahr mit stets mehr Bullen als Bären ist ein relativ seltenes Phänomen. In den vergangenen 40 Jahren gab es das unter Berücksichtigung des Jahres 2004 genau 7 Mal, schreibt Eliades.

Erstmals sei diese Konstellation 1972 zu bewundern gewesen. In den folgenden anderthalb Jahren halbierten sich die Börsenkurse. Bereits 1976 sei es erneut geschehen. Es folgte ein Kursrückgang von 20%. 1983 sei es dann wieder so weit gewesen, und es folgte prompt eine 15%-ige Korrektur. Es habe bis zum Jahr 1999 gedauert, bevor man erneut Zeuge eines ganzen Jahres mit mehr Bullen als Bären werden konnte.

Wer nun anhand dieser Statistik von Investors Intelligence Anfang des Jahres 2000 mit fallenden Kursen rechnete, der sah sich zunächst getäuscht und konnte statt dessen ein bis dahin ungesehenes Phänomen beobachten: Während die Börsenkurse mehr oder weniger seitwärts liefen, blieb der Optimismus weiterhin auf historisch gesehen außergewöhnlich hohem Niveau. Auch im Jahr 2000 gab es keine einzige Woche, in der die Anzahl der Bären die der Bullen überstieg. Erstmals kam es somit zu 2 aufeinanderfolgenden Jahren mit scheinbar grenzenlosem Optimismus. Was dann folgte, wissen wir alle: Kursverluste von 50% im S&P 500 und von 80% an der NASDAQ.

Trotz dieser verheerenden Verluste erreichten weder die Sentimentindikatoren noch die fundamentale Bewertung in den Jahren 2001 und 2002 auch nur annähernd jene Niveaus, die in der Vergangenheit mit langfristigen Bodenbildungen zusammenfielen. Dafür kehrte die große Börsenzuversicht bereits 2003 mit solcher Vehemenz zurück, dass auch dieses Jahr sich im Sinne der hier betrachteten Statistik qualifizierte. So kam es jetzt also zum zweiten Mal innerhalb von nur 6 Jahren zu 2 aufeinander folgenden Jahren, bei denen Investors Intelligence jede Woche mehr Bullen als Bären zu zählen hatte.

Dass die Endphase der vermutlich größten Spekulationsblase aller Zeiten mit einem Höchstmaß an Börsenoptimismus zusammenfiel, halten wir für angemessen und wenig erstaunlich. Dass die von uns als ausgeprägte Bearmarket-Rallye angesehene Echo-Spekulationsblase der Jahre 2003/04 mit einem ähnlich großen Maß an Optimismus einhergehen würde, hat uns zumindest überrascht.

Lehrreich ist diese Sentiment-Statistik allerdings noch in einer anderen Hinsicht. Rufen wir uns kurz die langfristigen oder säkularen Trends des Aktienmarkts in Erinnerung. Von 1966 bis 1982 befand sich die US-Börse im Griff eines langfristigen Abwärtstrends. Die hohen Inflationsraten während dieser Phase täuschen den oberflächlichen Betrachter über das tatsächliche Ausmaß der damals entstandenen Verluste: Inflationsbereinigt betrugen sie rund 80%. Im August 1982 begann ein langfristiger Aufwärtstrend, der unserer Meinung nach im Jahr 2000 ende-

te. Wir sehen also 1983, am Beginn dieser spektakulären säkularen Hausse, die insgesamt 18 Jahre dauerte, ein Jahr höchster Börsenbriefschreiber-Zuversicht. Es folgten viele gute Börsenjahre und spätestens 1995 begann eine gewaltige Spekulationsblase. Dennoch hielt sich der Optimismus der Marktteilnehmer gemessen an diesem Indikator durchaus in Grenzen. Erst in der vollkommen irrationalen Endphase der Blase und sogar in den Monaten nach ihrem Höhepunkt kehrte dieses hohe Maß an Zuversicht zurück.

Eines der bekanntesten Börsenbonmots fasst dieses börsentypische massenpsychologische Phänomen auf einprägsame Weise zusammen: „*Bull markets climb a wall of worry. Bear markets slide down a slope of hope.*“ (Bullenmärkte erklimmen eine Wand des Zweifels, während Bärenmärkte einen Abhang des Hoffens hinabschlittern.) Wir sind gespannt, wie lange die derzeitige Welle der Hoffnung noch tragen wird.

DAS GESAMTMODELL

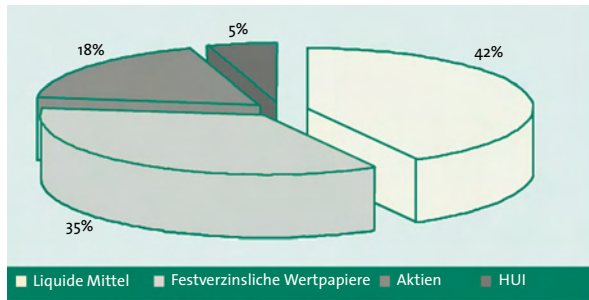
Die *fundamentale Bewertung* des US-Aktienmarkts befindet sich auf einem sehr hohen Niveau. Alle klassischen Kennzahlen der Fundamentalanalyse kommen eindeutig zu diesem Ergebnis. Fundamentaldaten eignen sich bekanntlich nicht für kurzfristige Prognosen. Ihr Wert liegt vor allem im mittel- bis langfristigen Bereich. Und hier ist ihre Aussage eindeutig: Auf Sicht mehrerer Jahre muss ein rationaler Investor mit einem enttäuschenden Ergebnis einer heute getätigten Aktienanlage rechnen. Kurzfristig sehen wir in der fundamentalen Überbewertung lediglich einen Hinweis auf ungewöhnlich hohe Risiken.

Die *Sentimentindikatoren* bestätigen das Bild hoher Risiken an den Aktienbörsen. Wie oben geschildert, spiegeln die Sentimentindikatoren nicht nur ein überaus hohes Maß an Börsenoptimismus wider, sie tun dies auch schon ungewöhnlich lange. Das die Börse bestimmende emotionale Ringen zwischen Angst und Gier hat damit einen seltenen Extremwert produziert. Ein Stimmungsumschwung ist mehr als überfällig.

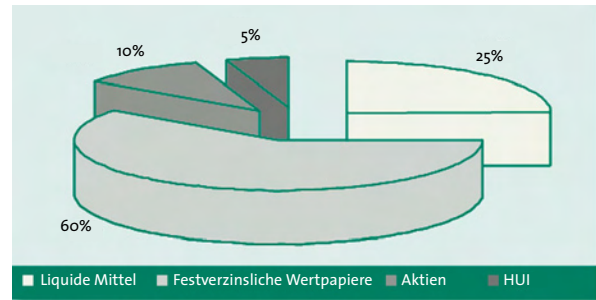
Die *monetären Rahmenbedingungen* beurteilen wir als eindeutig negativ. 5 Zinserhöhungen liegen bereits hinter uns, weitere werden mit hoher Wahrscheinlichkeit folgen. Ein altes Börsenspruchwort heißt: „*Never fight the Fed.*“ (Handele als Investor niemals gegen die Notenbank.) Ab Januar 2001, dem Zeitpunkt der ersten Zinssenkung des seinerzeitigen Zyklus, verging kaum ein Tag, an dem wir nicht an diese sowohl theoretisch als auch empirisch gut untermauerte Weisheit erinnert und damit zum Kauf von Aktien motiviert wurden. Wir haben unseren Lesern damals erklärt, warum wir ausnahmsweise nicht gewillt waren, diesem Rat zu folgen – und lagen damit bis März 2003 goldrichtig, allein auf weiter Flur. Jetzt halten wir die Zeit für gekommen, unseren Lesern diese Börsenweisheit erneut ins Gedächtnis zu rufen. Argumente, die uns von der Befolgung dieses Rats Abstand nehmen ließen, überzeugen uns derzeit nicht.



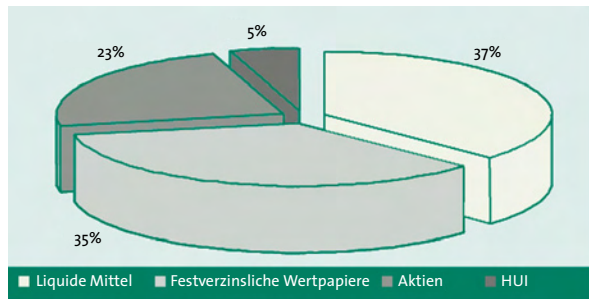
DIE BÖRSE UND RUSSISCHES ROULETTE



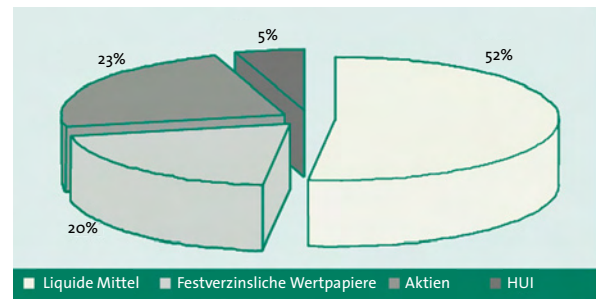
Aggressives Wachstum



Moderates Wachstum



Mittleres Wachstum



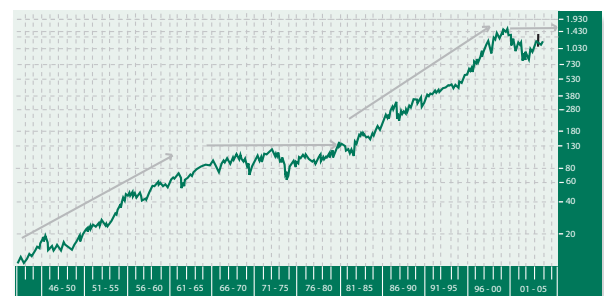
Langfristiges Wachstum

	Liquide Mittel	Festverzinsliche Wertpapiere	Aktien	HUI
Aggressives Wachstum	42%	35%	18%	5%
Moderates Wachstum	25%	60%	10%	5%
Mittleres Wachstum	37%	35%	23%	5%
Langfristiges Wachstum	52%	20%	23%	5%

Asset Allocation

FAZIT

Alle 3 Komponenten unseres Modells sind eindeutig negativ. Folglich halten wir die vom amerikanischen Aktienmarkt auch auf die europäischen Börsen ausstrahlenden Risiken für außerordentlich groß. Wir gehen weiterhin davon aus, dass im Jahr 2000 an den europäischen und amerikanischen Aktienmärkten der 1982 begonnene säkulare Aufwärtstrend ein Ende fand. Die seit März 2003 laufende Hausse betrachten wir in diesem Szenario lediglich als zyklische Aufwärtsbewegung innerhalb eines langfristigen Abwärtstrends. Wie so oft in der Geschichte der Finanzmärkte dürften auch dieses Mal die Zinserhöhungen der US-Notenbank das Ende dieser Bearmarket-Rallye einläuten. Es würde uns nicht gerade in Erstaunen versetzen, wenn wir die Jahreshöchstkurse des laufenden Jahres bereits hinter uns hätten.



S&P 500 von 1943 bis heute; die Pfeile verdeutlichen die säkularen Trends



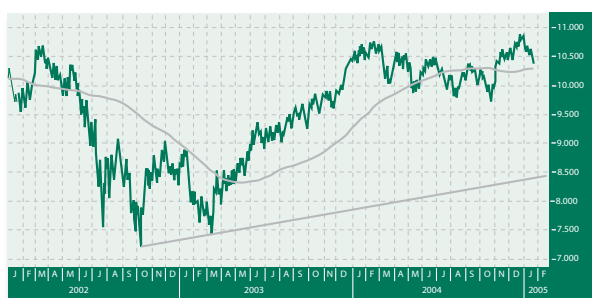
CHARTANALYSE

Letzten Monat zeigten wir an dieser Stelle den Kursverlauf des Dow Jones Industrial Average der Jahre 1971 bis 1974. Dabei wiesen wir auf einige interessante Ähnlichkeiten zur Gegenwart hin. Insbesondere galt unser Augenmerk dem scheinbar sehr bullischen Ausbruch des Index über seine Hochs des Jahres 1972, der im Anschluss an die Wiederwahl des damaligen US-Präsidenten Richard Nixon zu beobachten war. Damals wie heute fand der technische Ausbruch vor dem Hintergrund eines fundamental überbewerteten Marktes statt und war begleitet von euphorischen Sentimentindikatoren. Außerdem hatte die Notenbank bereits mit Zinserhöhungen begonnen. Vielleicht nicht ganz überraschend erwies sich dieses technische Kaufsignal als schwerwiegendes Fehlsignal, dem eine Kurshalbierung folgte. Wir werden genau beobachten, ob sich die erstaunlichen Parallelen der beiden Perioden fortsetzen werden.

Die Kursrückgänge der vergangenen Wochen folgten jedenfalls dieser potenziellen Blaupause. Zumindest kurzfristig sehen wir auch aus charttechnischer Sicht keinen Grund zur Abkehr von unserer überaus vorsichtigen Beurteilung der US-Aktienmärkte.

DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE

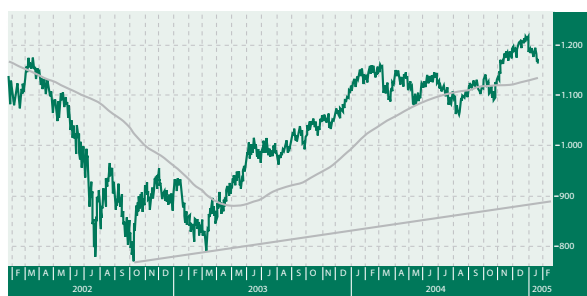
Der DOW konnte seine Hochs von Anfang 2004 im Rahmen seiner Jahresendrallye nur marginal übertreffen. Danach ging es für viele überraschend recht zügig abwärts, bisher um 5%. Damit notiert der Index wieder innerhalb der Kursspanne des Jahres 2004. Wir können nun getrost von einer unbedeutenden Ausweitung dieser Spanne auf nunmehr 13% von Tief zu Hoch ausgehen. Vielleicht nicht ganz zufällig entspricht diese Größenordnung der typischerweise zu beobachtenden Ausdehnung einer Umkehrformation. Zu dieser Interpretation passt auch der Verlauf der 200-Tage-Durchschnittslinie. Diese scheint dabei zu sein, nach unten überzurollen und verläuft ziemlich genau in der Mitte der Tradingrange. Das aus dieser Formation abzuleitende Minimumkursziel befindet sich bei rund 8.500 Punkten. Die Aufwärtstrendlinie vom Oktober 2002 verläuft übrigens exakt in diesem Bereich. Wichtige charttechnische Unterstützung sehen wir allerdings bereits bei rund 9.000 Zählern. Wir rechnen für die kommenden Wochen und Monate mit einer Fortsetzung des am ersten Handelstag des neuen Jahres begonnenen Abwärtstrends.



DJIA

S&P 500

Die technische Verfassung des S&P 500 ist eindeutig besser als die des DOW. Zum Jahresende stiegen die Kurse in der Spitze um 5% über die obere Begrenzung der großen Seitwärtsbewegung des Jahres 2004. Die Kursverluste der vergangenen Wochen testeten – bisher zumindest erfolgreich – das alte Ausbruchsniveau bei rund 1.160 Zählern. Damit können die zahlreichen Bullen ihre Ausbruchsphantasien einstweilen problemlos aufrechterhalten. Die 200-Tage-Durchschnittslinie, die letzten Herbst bereits zu fallen begonnen hatte, steigt jetzt wieder, ein prinzipiell positives Zeichen. Von Hoch zu Tief beträgt die Trading-Range der vergangenen 12 Monate rund 15%. Auch diese Größenordnung lässt sich problemlos mit einer potenziellen oberen Umkehrformation in Einklang bringen. Auch aus dieser Formation ergibt sich ein Minimumkursziel in den Bereich der zyklischen Aufwärtstrendlinie, die sich aus der Verbindung des Oktober 2002-Tiefs mit dem März 2003-Tief ergibt. Wir erwarten eine Fortsetzung der Kursrückgänge. Von dieser unmittelbar bearishen Interpretation müssten wir abrücken, falls der Index sein am ersten Handelstag des laufenden Jahres markiertes Hoch von 1.218 Punkten überbieten sollte.



S&P 500



NASDAQ

An der NASDAQ konnten die Januar 2004-Hochs im Laufe der Jahresendrallye marginal überboten werden. Analog zu unserer Interpretation des DOW sehen wir hierin lediglich eine kleine Ausweitung der Tradingrange des Jahres 2004. Diese beläuft sich allerdings auf stattliche 25%. Damit fällt sie eindeutig aus dem Rahmen einer typischen Umkehrformation. Seit dem am 3. Januar 2005 markierten Hoch bei 2.192 Punkten hat die NASDAQ bereits gut 8% verloren. Vielleicht wird hier in den kommenden Wochen und Monaten eine neue Umkehrformation entstehen, nachdem die alte im Juli 2004 mit einem gewaltigen Fehlsignal beendet wurde. An dieser Stelle erinnern wir noch einmal an die Beobachtung von Edwards und Magee, den Verfassern des ersten Lehrbuchs zur Chartanalyse. Sie waren der Überzeugung, dass auch eine fehlgeschlagene Umkehrformation eine beachtenswerte Schwäche des Marktes signalisiere und zu großer Vorsicht mahne. Die 200-Tage-Durchschnittslinie scheint in recht behäbiger Weise nach unten überzurollen. Von Ende Juli 2004 bis Ende September fiel sie bereits und bestärkte uns damals in unserer bearishen Interpretation. Es folgte eine Woche mit steigender 200-Tage-Durchschnittslinie, dann ging es wieder abwärts. Mitte November erfolgte erneut ein Dreher nach oben. Seit einigen Tagen fällt die 200-Tage-Durchschnittslinie wieder und weist damit erneut auf das mögliche Ende der im Oktober 2002 begonnenen Bearmarket-Rallye hin. Der Index befindet sich ungefähr auf demselben Niveau wie vor einem Jahr. Dass die Sentimentindikatoren trotz dieser ausgeprägten Seitwärtsbewegung den weiter oben beschriebenen sehr hohen Grad an Börsenoptimismus zeigen, halten wir für eine überaus bedenkliche Konstellation, die allerdings bestens zu einer wichtigen oberen Umkehrformation passt. Ein Bruch der zur Zeit bei rund 1.900 Punkten verlaufenden zyklischen Aufwärtstrendlinie würden wir als massives Verkaufssignal interpretieren.



NASDAQ

DAX

Der deutsche Aktienindex verbesserte seine Hochs von Anfang 2004 um in der Spitze 3,5%. Die leichten Kursrückgänge der letzten Tage können als Test der Ausbruchslinie angesehen werden. Allerdings dürfen die Kurse kaum noch fallen, wenn diese Interpretation gültig bleiben soll. Ein Kursrückgang in die Trading-Range des Jahres 2004 wäre bereits ein deutliches Warnzeichen. Einen Bruch der bei rund 4.100 Zählern verlaufenden zyklischen Aufwärtstrendlinie würden wir als deutliches Verkaufssignal interpretieren. Die 200-Tage-Durchschnittslinie war im Spätsommer und dann erneut im Herbst 2004 bereits mehrere Wochen gefallen, steigt zur Zeit aber wieder. Relativ geringe Kursrückgänge würden ein erneutes Überrollen dieses wichtigen technischen Hilfsmittels bewirken. Noch kann die technische Verfassung des DAX problemlos als bullish bezeichnet werden. Allerdings würden Kursverluste von nur 3% genügen, um eine eindeutig bearish Prognose zu erzwingen.



DAX

NIKKEI

Anfang des Jahres brachen die Kurse über die obere Begrenzung einer großen Dreieckformation aus und erzeugten so ein Kaufsignal. Es folgte eine kleine Konsolidierung zurück auf die Ausbruchslinie. Auf diesem Niveau verläuft auch die 200-Tage-Durchschnittslinie. Diese zeigt allerdings seit Herbst letzten Jahres erste Schwächezeichen, indem sie nicht mehr eindeutig steigt. Aufgrund des Ausbruchs und der großen Zahl eindeutig positiver Einzelaktiencharts bleiben wir bei unserer bullishen Interpretation des japanischen Aktienmarktes. Einen Ausbruch unter die untere Begrenzung des Dreiecks würden wir allerdings als Verkaufssignal interpretieren.



NIKKEI



HUI

Die im November begonnene Konsolidierung setzte sich auch in den letzten Wochen fort. Die Kurse kamen in den Bereich der wichtigen Unterstützung bei rund 200 Punkten zurück. Aufgrund fundamentaler Überlegungen halten wir Edelmetallaktien für überaus attraktiv. Wir neigen deshalb dazu, die Charts dieses Sektors im Zweifel bullish zu interpretieren. Folglich sehen wir in der Kursbewegung der vergangenen 12 bis 18 Monate eine sehr große Dreiecksformation. Dreiecke sind zumeist trendbestätigende Konsolidierungen und keine Umkehrformationen. Dennoch können wir die Augen nicht verschließen vor den Warnzeichen, die der HUI-Chart uns hier in Form einer klar fallenden 200-Tage-Durchschnittslinie liefert. Wir wiederholen deshalb unsere bereits letzten Monat ausgesprochene Warnung: Sollte die Unterstützungszone im Bereich 190-200 Punkte unterschritten werden, dann würden wir das als mittelfristiges Verkaufssignal ansehen. Weitere Kursverluste bis zur nächsten Auffanglinie bei rund 140 Zählern wären dann wahrscheinlich. Die hier geschilderte Konstellation gibt uns allerdings eine höchst interessante Chance-Risiko-Situation an die Hand. Auf dem aktuellen Niveau können Käufe getätigt werden, die wir aus fundamentalen Überlegungen heraus für attraktiv halten. Da die Kurse sich an der Obergrenze der genannten Unterstützungszone befinden, muss das Stop Loss für diese Position knapp unter die Unterstützung gelegt werden.



HUI

GOLD

Gold befindet sich weiterhin in einem Aufwärtstrend. Die 200-Tage-Durchschnittslinie steigt und der Kursrückgang der letzten Wochen kam bereits im Bereich der ersten Unterstützung zum Stehen. Wir können keine Anhaltspunkte für eine mögliche Trendwende erkennen und bleiben bullish.



GOLD

ROHÖL

In unserer November-Performance hatten wir vor einer bevorstehenden „Korrektur in der Größenordnung von 20% oder sogar mehr“ gewarnt. Bereits einen Monat später hatte diese Prognose sich erfüllt. Im Dezember teilten wir unseren Lesern dann mit, dass wir diese Kursrückgänge als Kaufgelegenheit betrachten. Auch jetzt bleiben wir bullish und erfreuen uns weiterhin an den zahlreichen Prognosen deutlich fallender Ölpreise. Gerade beim Rohöl können wir die oben genannte „wall of worry“, die ein Bullenmarkt erklimmt, seit nunmehr einigen Jahren bestens beobachten. Während die Preise sich von ihren 1998 erreichten Tiefs aus gerechnet in der Spitze fast verfünffacht haben, konnten wir ständig Prognosen eines unmittelbar bevorstehenden Preisverfalls lesen. Der sogenannte „point of recognition“, an dem der herrschende Trend von einer Mehrheit der Kommentatoren, Analysten, Politiker und Bürokraten als Realität zunächst wahrgenommen und dann extrapoliert wird, steht uns beim Rohöl noch bevor.



Rohöl

Claus Vogt, Jahrgang 1963, absolvierte ein BWL-Studium an der Universität Frankfurt am Main. Bereits während des Studiums, das er 1990 als Dipl.-Kaufmann beendete, stand die Börse im Mittelpunkt seines Interesses. Sein beruflicher Werdegang führte ihn zu zwei internationalen Großbanken, bevor er im Jahr 2000 als Leiter Research zur Berliner Effektenbank kam. Im März 2004 erschien sein gemeinsam mit Roland Leuschel verfasstes Buch: „Das Greenspan Dossier. Wie die US-Notenbank das Weltwährungssystem gefährdet, oder: Inflation um jeden Preis.“

