

BÖRSENBLATT

für die gebildeten Stände

ENTSCHEIDEN WIE DIE KLASSIKER

Herodot von Halikarnassos, Vater der Geschichtsschreibung, Geograph und Ethnograph, berichtet in seinen Historien von den Eigenheiten der Perser, die wir verstehen müssen, wenn wir uns über den Hergang der zahlreichen Kriege informieren möchten, welche sie mit den Griechen geführt haben.



Dr. Georg Graf von Wallwitz

Etwa bemerkte Herodot, dass die Perser eine recht abstrakte Religion hatten, ohne einen unterhaltsamen Ort wie den Olymp (Historien, Buch I,131) und sie brachten ihre Opfer ganz ohne Musik und Feuer dar. Das hatte vielleicht mit dem Umstand zu tun, dass es, anders als bei den Hellenen, eine professionelle Priesterkaste gab, die Magier. Die Perser waren ein selbstbewusstes Volk, welches sich selbst am höchsten schätzte. Das hinderte sie freilich nicht daran, Bräuche anderer Völker anzunehmen, wie etwa die lustigen Hüte von den Medern und die Knabenliebe von den Grie-

chen (135). Höchster Feiertag war bei den Persern der Geburtstag. Bei dieser Gelegenheit wurde bei den Reichen ein Ochse oder ein Pferd oder ein Kamel am Stück geröstet und dann, damit niemand (wie sie es den Griechen unterstellten) hungrig nach Hause ging, gewaltige Nachspeisen serviert. Es wurde viel Alkohol getrunken und es war verboten, ihn in Gegenwart der anderen Gäste wieder auszukotzen (133). An dieser Stelle machte Herodot noch eine für praxisorientierte Menschen interessante Beobachtung: Wichtige Entscheidungen pflegten die Achämeniden zweimal zu treffen, einmal nüchtern und einmal in trunkenem Zustand. Insgesamt schien der Iran 450 v. Chr. schon ein attraktives Reiseziel gewesen zu sein.

Als Fondsmanager sind Entscheidungstheorien, wie die hier von Herodot beschriebene, für mich immer ein wichtiges Thema gewesen. Die Frage, warum Entscheidungen mal so und mal anders fallen, ist keineswegs trivial. An der Börse hängt alles davon ab. Jeder Investor muss einen Investmentprozess haben, mit welchem er Entscheidungen so weit wie möglich rational zu unterlegen versucht. Wir analysieren Bilanzen, Geschäftsberichte und Geschäftsmodelle. Wir wägen die Perspektiven und den bisherigen Geschäftsverlauf ab, schätzen zukünftige Gewinne und legen erprobte

Wertmaßstäbe an. So weit, so gut. Aber Investment-Entscheidungen erschöpfen sich nicht in der Analyse von Zahlen, denn das einzig Gewisse sind die Kurse von gestern und vorgestern. Der Blick in die Zukunft hängt von früheren Überzeugungen ab und ist von unvollständigen Informationen und Missverständnissen getrübt. Entscheidungen sind also bestenfalls auf gut fundierten Wahrscheinlichkeitsüberlegungen gegründet.



Da verlieren wir gerade
Moskau ...

Tolstoi beschreibt in *Krieg und Frieden*, dem großartigsten Roman seit der Ilias, das Problem der Entscheidungsfindung in einem sich permanent verändernden Umfeld. Der General Kutusow wundert sich über sich selbst, als er den heranrückenden französischen Truppen Moskau überlässt.

„Habe ich wirklich Napoleon bis Moskau kommen lassen?“, sinniert er, während seine Generäle Kriegsrat halten. „Und wann habe ich das getan? Wann war der Wendepunkt? Vielleicht gestern, als ich Platow befahl, sich zurückzuziehen? Oder vorgestern, als ich einschlummerte und

Bennigsen das Kommando übergab? Oder noch früher? Aber wann, wann war dieser Wendepunkt? Jetzt muss Moskau aufgegeben werden, und die Truppen müssen sich zurückziehen!“ Es ist eine monumentale Entscheidung, die zwei Kaiserreiche ins Mark erschüttert, aber der Verantwortliche kann sich nicht entsinnen, wann und wie er sie getroffen hat. Kutusow weiß, dass er verantwortlich ist, aber hat er die Kontrolle? Wie auch immer sein Entscheidungsprozess war, Kutusow ging in die Geschichte als der Mann ein, der Napoleon besiegte.

Der wesentliche Punkt bei Herodot und Tolstoi ist, dass es gerade die großen Entscheidungen sind, die sich oft rational nicht nachvollziehen lassen. Sie werden ohne hinreichende Daten gefällt, sind nicht das Ergebnis eines Algorithmus, sondern basieren einzig auf einer Theorie (wenn sie nüchtern gefällt werden) oder einem Gefühl (wenn sie auf persisch-trunkene Art erfolgen). Die kleinen Entscheidungen, die einen überschaubaren Zeithorizont und eine begrenzte Auswirkung haben, lassen sich erheblich leichter rational fassen und begründen.

Was für eine Armee das Terrain ist, das sind für den Investor die sich ändernden wirtschaftlichen Umstände. Was eben noch gut begründet war, hält in wenigen Wochen oder Monaten der Realität vielleicht nicht mehr stand. Als General Motors 2007 seinen Geschäftsbericht veröffentlichte, wies die Bilanz eine Cash-Position von 25 Milliarden Dollar auf und die Firma feierte sich zum 76sten Mal in Folge als den größten Automobilhersteller der Welt. Ein Unternehmen wie eine Festung. Und doch, 18 Monate später meldete GM Insolvenz an.

Das eine sind die wirtschaftlichen Realitäten, welche sich sehr schnell ändern können. Das andere ist die Sicht des Marktes auf die Fakten. Denn welche Zahl wie aufge-

nommen und an der Börse verdaut wird, hat im Wesentlichen mit Erwartungen und nicht viel mit den Zahlen zu tun. Wie er eine bestimmte Neuigkeit aufnimmt, hat viel damit zu tun, in welcher Verfassung der Markt ist und welche Erwartungen er hegt. In der laufenden Berichtssaison hat Apple schlecht berichtet und Amazon gut. Die Aktie von Apple ist gestiegen und die von Amazon gefallen – die Erwartungen waren eben andere.

JETZT KAUFEN?

Diese Vorrede war nötig, um Folgendes festzustellen: Die Konjunktur verlangsamt sich deutlich. Der Aufschwung in den USA ist ein schuldenfinanziertes Strohfeuer geblieben und hat nicht zu nachhaltig höheren Investitionen geführt. Die Auseinandersetzung zwischen den USA und China hat das Potenzial, die wirtschaftliche Entwicklung der nächsten Jahre erheblich zu stören. Das Wachstum in China ist auf den niedrigsten Stand seit 1990 gefallen, im Wesentlichen, weil die Konsumenten dort wenig optimistisch in die Zukunft schauen. Eine „harte Landung“ der Konjunktur im Reich der Mitte ist eine ernstzunehmende Möglichkeit geworden und das ist keine schöne Perspektive in einem Land, in dem die Gesamtverschuldung bei 300% der Wirtschaftsleistung liegt (was jeden Hellenen erröten lassen würde). Die deutsche Industrie, die in den letzten Jahren das Zugpferd des Wirtschaftswachstums in Europa war, ist ins Stottern geraten, weil die alles dominierende Autoindustrie in eine unordentliche Zukunft schaut und der Export nach China sich spürbar eintrübt. Und auch sonst macht Europa keinen guten Eindruck: Die Briten scheinen bis heute nicht zu verstehen, wie die EU funktioniert. Die Italiener sind immer noch unglücklich mit dem Euro verheiratet, haben eine schrumpfende Wirtschaftsleistung und mehr Schulden, als je ein Ret-

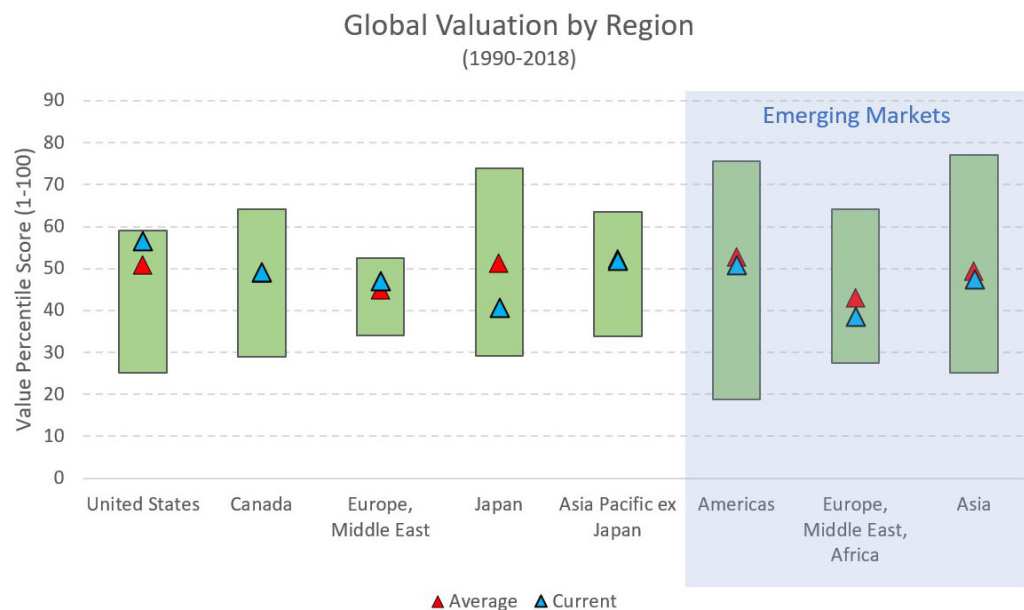
tungsschirm auffangen könnte. Ach ja, und im Osten rasseln die Russen mit dem Säbel, was im Westen kaum jemanden interessiert.

Das alles ist übel und noch vor einem Jahr fühlte sich die Welt irgendwie besser an. Aber: Ob das an den Börsen zu fallenden Kursen führt, ist völlig offen, denn es hängt ebenso sehr von den Erwartungen wie von den Bewertungen ab. Die schlechten Nachrichten werden von den Finanzmärkten nun schon seit bald einem Jahr verdaut. Immerhin ist der DAX im vergangenen Jahr um 18% gefallen. Auch die amerikanischen Börsen, wo die Unternehmen sich über gewaltige Steuernachlässe freuen konnten, haben von der Spitze bis zum (vorläufigen) Boden knapp 20% nachgegeben. Es ist also viel passiert. Ist genug passiert? Schwer zu sagen. Kann es sein, dass wir neue Tiefpunkte sehen? Jederzeit! Aber die Erfahrung lehrt, dass jeder Kurssturz irgendwann zu Ende ist und dass dieser Zeitpunkt lange vor dem Ende der schlechten Nachrichten liegt. Irgendwann und irgendwie muss sich auch der Skeptiker entscheiden, wieder zuzukaufen – wenn er überhaupt ein anderes finanzielles Asset besitzen will als ein Sparbuch.

Woran macht man also die Entscheidung fest: Wird 2019 ein gutes Aktienjahr, oder war 2018 nur ein Vorgeschmack auf den großen Rutsch? Wie oben bei Herodot und Tolstoi gesehen, hängt die große Entscheidung, ob man überhaupt in Aktien, Anleihen, Immobilien, Landwirtschaft oder Kunst investiert, von so vielen Unwägbarkeiten und einzigartigen Umständen ab, dass man sie rational nur sehr begrenzt hinterfragen kann und soll. Für die kleine, kurzfristige Entscheidung, ob ich auf Sicht der nächsten Monate die Aktienquote erhöhe, bieten sich rationale Kriterien an. Diese sind derzeit aber wenig aussagekräftig. Die Märkte sind aktuell, wie sich folgender Grafik entnehmen lässt, weder besonders teuer noch besonders billig. Und die Erwartungen sind

weder besonders schlecht noch besonders gut. Für große Wetten eignet sich dieses Umfeld nicht. Aber wir haben ohnehin schon öfters darauf hingewiesen, dass Market-Timing eher etwas für junge Männer und Spekulanten ist, als für erfahrene Investoren.

Es drängen sich also keine taktischen Gründe auf, kurzfristig von der großen, neutralen Allokationsentscheidung nennenswert abzuweichen.



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, soweit nicht anders vermerkt, Bloomberg.