

**VITALIY N. KATSENELSON**

# **DAS KLEINE BUCH DER SEITWÄRTSMÄRKTE**

**Wie Sie trotz stagnierender  
Kurse Gewinne machen**

**FBV**

© des Titels »Das kleine Buch der Seitwärtsmärkte« (ISBN 978-3-89879-680-4)  
2012 by FinanzBuchVerlag, ein Imprint  
der Münchner Verlagsgruppe GmbH, München  
Nähere Informationen unter: <http://www.finanzbuchverlag.de>

# EINLEITUNG

Die jüngere Schwester meines Vaters verließ Moskau 1979. Ich bin mir nicht sicher, ob sie die erste russisch-jüdische Einwanderin war, die Brighton Beach entdeckte, aber jedenfalls fand sie es, bevor Russisch dort zur vorherrschenden Sprache wurde. 1991 lud sie meine Familie in die Vereinigten Staaten ein. Inzwischen hatte sie sich scheiden lassen und erneut geheiratet. Ihr neuer Ehemann war ein Rabbi, der eine Gemeinde in Cheyenne, Wyoming leitete. Ich entschuldige mich bei Wyoming – zum Glück sind wir nicht nach Cheyenne gezogen, sondern ließen uns rund 100 Meilen weiter südlich nieder, in Denver. Nachdem ich in einem Fitnesscenter Handtücher gefaltet und im Village Inn Geschirr von den Tischen geräumt und Einkäufe in Tüten verpackt hatte, trat ich meine erste richtige Stelle bei einer Investmentfirma in Golden, Colorado an.

Ich war im dritten Jahr an der University of Colorado. Ich wurde wegen meiner Computerfähigkeiten eingestellt. Ich schrieb eine Datenbankanwendung, die sie noch heute benutzen. Sie hatten in Sachen Computer sonst nichts für mich zu tun, so dass sie mich zum Cheftrader machten (okay, ich war der einzige Trader). „Trader“ war ein übertriebener Begriff für meine eigentliche Tätigkeit, da ich in Wirklichkeit nichts tat als telefonisch oder per Fax Kauf- und Verkaufsaufträge zu übermitteln. Doch der Job bot mir die Gelegenheit, viel Zeit vor einem Bloomberg-Terminal zu verbringen und mit Vermögensverwaltern über Aktien zu sprechen. Ich brauchte nicht lange, um zu bemerken, dass ich den Investmentbereich liebte. Ich änderte zum sechsten und letzten Mal mein Studienfach, und der Rest ist Geschichte ... nun, beinahe.

Ich wollte Analyst sein, aber sie brauchten keinen, so dass ich das Branchenbuch hervorholte und meinen Lebenslauf an jede einzelne Investmentfirma in Denver schickte. Ich weiß nicht, was Michael Conn, der Präsident von Investment Management Associates, Inc. (IMA) in mir sah, da ich damals nicht viel wusste – vielleicht stach mein Wissensdurst hervor. Dass ich jemanden fand, der bereit war, mich für die Aktienanalyse zu bezahlen, war fast unglaublich.

IMA hatte es seit 1979 gegeben und konnte eine solide Investmentbilanz vorweisen. Seit der Gründung hatte es Qualitätsaktien gehalten, die regelmäßige Erträge abwarfen und vernünftig bewertet waren. An meinem allerersten Arbeitstag zeigte mir Michael Conn, der heute mein Partner ist, stolz seine Positionen an Walgreens, MBNA und ein

paar weiteren Aktien, die er über ein Jahrzehnt zuvor gekauft hatte. Seine Kostenbasis betrug nur einen Bruchteil der aktuellen Kurswerte, und viele Aktien waren um das 10- oder 20-Fache gestiegen, seit er sie gekauft hatte. Das Prinzip „Kaufen und Halten“ funktionierte!

Die Jahre 1997 und 1998 liefen für IMA großartig; ihre Aktien stiegen so sehr wie der Markt, was eine Menge war – der Markt stieg um 30 Prozent pro Jahr. Doch 1999 sah es anders aus. Die Vorschrift „vernünftiger“ Bewertungen hielt die Firma von den Dotcom-Firmen und der Mehrheit der Hightech-Unternehmen fern, da ihre Geschäftsmodelle keinen Sinn ergaben. 1999 verdoppelten sich diese aufgeblasenen Aktien jeden zweiten Monat, während unsere schwerfälligen, qualitätsvollen Unternehmen hinterherhinkten. Der S&P 500 stieg 1999 um über 20 Prozent, und unsere Aktien lagen gerade so im Plus. Unsere Kunden wurden langsam mürrisch, aber unser vergangener Erfolg erhielt uns ihr Wohlwollen. Im folgenden Jahr wurde unsere Geduld belohnt – unsere Aktien stiegen, während der Markt abstürzte, insbesondere die Dotcom- und Technologiefirmen. Wir fühlten Genugtuung, aber die Genugtuung war von kurzer Dauer.

Denn dies war das letzte Jahr, in dem die altherwürdige Strategie, großartige Unternehmen zu günstigen Bewertungen zu kaufen und dann für immer zu halten, funktionierte. Während der nächsten paar Jahre fiel oder stagnierte der Markt. Wir stagnierten ebenfalls. Wir mussten einige frustrierende Jahre überstehen. Zunächst dachte ich, es handle sich um ein ähnliches Phänomen wie 1999: Unsere Aktien seien vorübergehend aus der Mode gekommen. Doch schließlich besaßen wir Aktien großartiger Unternehmen, wie konnten wir uns also irren?

Der Aha-Moment kam, als ein Redner bei einer Investment-Konferenz, an der ich teilnahm, eine logarithmische Dow-Jones-Kurve (ähnlich der in Kapitel 1) zeigte und darauf hinwies, dass der Dow jedes Mal, wenn er eine glatte Marke mit einer Eins und Nullen dahinter erreichte (also 100, 1.000 usw.), über zehn Jahre lang stagnierte. Das war Anfang 2004, und der Dow pendelte um 10.000 Punkte herum, so dass der Redner dies für eine passende Zeit hielt, in der der Markt stagnieren könnte. Er erklärte nicht, warum dies geschehen sollte – und mich beeindruckte seine Logik à la „Jedes Mal, wenn wir eine 1 erreichen ...“ nicht gerade. Dennoch begann ich nachzudenken, ob es eine rationale Erklärung für das von ihm beschriebene Muster geben könnte.

Ich begab mich auf die Suche, um es herauszufinden. Ich brütete über den Wirtschafts- und Börsendaten eines ganzen Jahrhunderts und entdeckte, dass in der Tat eine sehr logische Erklärung dafür existiert, dass es Zeiten gibt, in denen der Markt jahrzehntelang auf der Stelle tritt. Sie werden dieses Buch lesen müssen, um herauszufinden, was

ich erkannte, aber eines werde ich Ihnen gleich vorneweg verraten: Es hat sehr wenig mit einer Eins zu tun, an die Nullen gehängt werden.

Genauso, wie die meisten Menschen in ihre Religion hineingeboren werden, war ich an dem Tag, als ich meine Stelle bei IMA antrat, als Investor in meine Investmentstrategie, die IMA-Strategie, hineingeboren worden. Das Prinzip, Qualitätsaktien zu kaufen, die Erträge abwerfen und moderat bewertet waren, saugte ich gewissermaßen mit der Muttermilch auf, und natürlich hielt ich unsere Investmentstrategie für allen anderen überlegen. Ein paar Jahre des Scheiterns und der Frustrationen sind jedoch ein guter Anlass, um das eigene Glaubenssystem zu hinterfragen. Nach einer genauen Untersuchung fand ich in unserer Strategie einige schwere Fehler.

Unsere Aktien waren angemessen bewertet – wir erwarteten, damit Geld zu verdienen, weil die Gewinne dieser Unternehmen im Laufe der Zeit steigen würden, was die Aktienkurse nach oben ziehen würde. Aber diese Aktien waren nicht billig, so dass sie es sich nicht leisten konnten, die Wall Street zu enttäuschen. Wenn die Unternehmensgewinne nur um wenige Cent hinter den Erwartungen zurückblieben, wurden die Aktien verprügelt. Dieses Problem war durch die Hausse der 1980er- und 1990er-Jahre zugedeckt worden, da zu dieser Zeit alle Aktien stiegen; doch ein stagnierender Markt ist wie eine riesige Lupe, die alle Fehler überzeichnet abbildet. Die Bewertungen unserer Aktien waren nur dann angemessen, wenn die Gesamtbewertungen der letzten Hausse in Zukunft andauerten, doch meine Recherchen führten mich zu der Überzeugung, dass dies sehr langfristig nicht der Fall sein würde. Wir hatten gekauft und nur selten verkauft; ja wir brüsteten uns sogar damit, dass wir geringe Portfolioumsätze aufzuweisen hatten. Die schmerzliche Erkenntnis, die wir erlangten, lautete, dass die Strategie „Kaufen und Halten“ zwar nicht tot, aber doch in ein langfristiges Koma gefallen war und auf die nächste Jahrhunderthausse wartete, welche noch weit, weit entfernt war.

Wir mussten unsere Art zu investieren verändern.

Ich nahm mir unseren bisherigen Investmentprozess vor, passte ihn für Seitwärtsmärkte an, führte Hilfsmittel und ein Grundgerüst ein, die ich selbst entwickelt hatte, und fügte eine Sicherheitsmarge hinzu. Wir wollten nicht mehr Aktien besitzen, die angemessen bewertet waren, sondern solche, die unangemessen billig waren. Die Prinzipien des Value Investing bildeten den Kern unserer Strategie, und es gab keinen Grund, das Rad neu zu erfinden; doch wir tauschten unser Kauf-und-Halte-Türschild gegen eines aus, das uns als Kauf-und-Verkauf-Investoren auswies. Michael Conn, der 30 Jahre älter ist als ich und der schon seit über drei Jahrzehnten investiert hatte, war bereit, unsere Art zu investieren zu verändern, als man ihm neue Erkenntnisse vorlegte

– ich respektiere und bewundere das zutiefst. Auf diese Weise wurden aus uns aktive Value-Investoren.

Der neue Investmentprozess floss in ein Buch ein, das ich 2005 zu schreiben begann und das 2007 bei John Wiley & Sons erschien: *Active Value Investing: Making Money in Range-Bound Markets*. Seit dem Erscheinen habe ich auf der ganzen Welt Dutzende Vorträge gehalten, an vielen Diskussionen teilgenommen und Hunderte Interviews gegeben. Man kann wohl sagen, dass ich über das Thema Seitwärtsmärkte noch mehr nachgedacht habe als über das Thema meines ersten Buches vor dessen Erscheinen. Ich habe herausgefunden, wie man den Prozess besser erklären kann, und ich habe einiges dazugelernt. Auch hat sich die Weltwirtschaft während der vergangenen drei Jahre verändert, und unsere Anlagestrategie muss sich der völlig veränderten wirtschaftlichen Realität, auf die wir uns zubewegen, anpassen. Es schien mir an der Zeit, die Essenz aus meinen jüngsten Recherchen und Analysen in dieses kleine Buch zu destillieren, das, anders als mein erstes Buch, nicht nur für meinesgleichen (Anlageprofis und ernsthafte Anleger, die ohne den Aktienmarkt nicht leben können), sondern für alle klugen, neugierigen Leser geschrieben ist, die sich für den Aktienmarkt interessieren, die aber keine Profis sind.

Da dies ein kleines Buch ist, erspare ich Ihnen die Qual, Dutzende langweiliger statistischer Tabellen und Grafiken zu durchforsten; wenn Sie jedoch ein plötzliches, unwiderstehliches Verlangen überkommt, diese zu sehen, dann finden Sie sie entweder in *Active Value Investing*, oder Sie können sie (kostenlos) unter [www.active-valueinvesting.com](http://www.active-valueinvesting.com) einsehen.

## KAPITEL 1



# SCHNALLEN SIE SICH AN DIE SEITWÄRTSMÄRKTE WERDEN BLEIBEN

Bereiten Sie sich auf eine große Achterbahnfahrt der Märkte vor. Ungefähr noch ein Jahrzehnt lang werden der Dow Jones Industrial Average und der S&P 500 wahrscheinlich das tun, was sie während der vorangehenden Dekade taten: steigen und wieder fallen und unterwegs Allzeithochs und Vieljahrestiefs erreichen. Doch am Ende der Reise, nachdem der Index und die Kauf-und-Halte-Anleger eine Berg- und Talfahrt ähnlich der in einem Vergnügungspark erlebt haben, werden sich beide wieder ungefähr am Ausgangspunkt befinden. Das stellt die Besucher des Six-Flags-Parks zufrieden, aber für die Geldanlagen und Ersparnisse wünschen sich die meisten von uns etwas anderes.

Über die Dauer, die Geschwindigkeit und die Windungen der Fahrt muss die Geschichte noch entscheiden, doch die flache langfristige Flugbahn wurde durch die 18 Jahre währende Hausse, die 2000 endete, vorbestimmt. Die Vergangenheit lässt darauf schließen, dass der US-Aktienmarkt bis ungefähr 2020 (plus/minus ein paar Jahre) weiter stagnieren wird. Willkommen im Seitwärtsmarkt!

### **Gehen Sie in den Zoo**

Wir stellen uns die Markttrichtung in binären Begriffen vor: Bulle – aufwärts (Hausse), Bär – abwärts (Baisse). Aber was ist mit Märkten, die langfristig auf der Stelle treten? Man nennt sie Seitwärtsmärkte, und sie sehen ziemlich anders aus als Baissen, auch wenn diese Unterscheidung selten gemacht wird. *Alle* langfristigen Märkte des letzten Jahr-

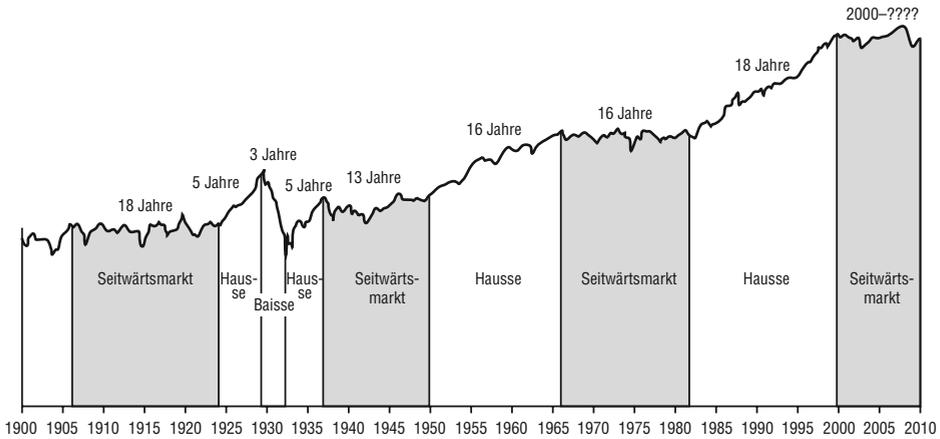
hunderts bis auf einen waren Bullen- oder Seitwärtsmärkte.<sup>1</sup> Da die Anleger es gewohnt sind, die Marktrichtung mit Tiernamen zu bezeichnen, schlage ich einen Spitznamen für Seitwärtsmärkte vor: der feige Löwe, dessen gelegentliche Ausbrüche von Tapferkeit zwar zu steigenden Aktien führen, diese werden aber letztendlich von der Angst eingeholt, die zu einem Abschwung führt.

Außerdem teilen wir Trends danach ein, wie lange sie anhalten. Als „Jahrhundertmarkt“ bezeichnet man einen Trend, der über fünf Jahre andauert und der vielleicht nur einmal pro Generation vorkommt. Ein „zyklischer“ Trend ist ein deutlich kürzerer Trend, der zwischen ein paar Monaten und wenigen Jahren andauert. Wenn ich hier lediglich von Baissen, Haussen oder Seitwärtsmärkten spreche, so meine ich Jahrhundertmärkte. Wenn es um die kürzeren Zyklen geht, dann füge ich das Wort „zyklisch“ hinzu.

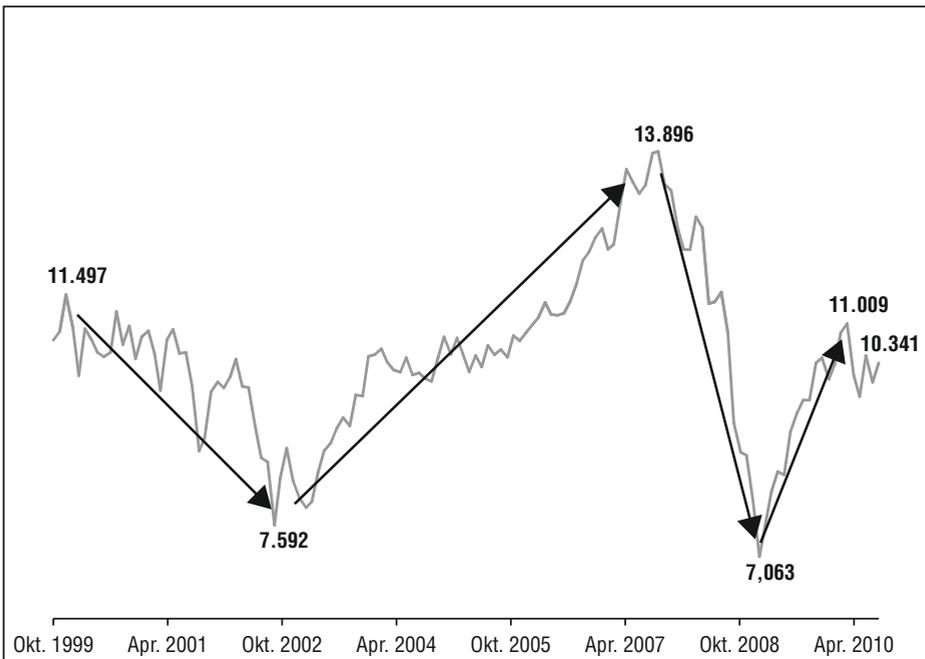
Während des 20. Jahrhunderts dauerte fast jede ausgedehnte Hausse rund eineinhalb Dekaden, worauf dann ein „Feiger-Löwen-Markt“ ähnlicher Länge folgte. Dies können Sie in Abbildung 1.1 erkennen. Die einzige Ausnahme bildete die Große Depression, in der auf die Hausse eine Baisse folgte. Seitwärtsmärkte und Baissen unterscheiden sich fundamental, und deswegen muss auch Ihre Anlagestrategie fundamental verschieden sein.

Betrachten wir ein wirklich langfristiges Bild vom Markt. In Abbildung 1.1 erkennen wir, dass der gegenwärtige Seitwärtsmarkt unmittelbar auf die große Hausse von 1982 bis 2000 folgte. Seither erlebten wir, wie Sie Abbildung 1.2 entnehmen können, eine zweieinhalbjährige zyklische Baisse, auf die eine vierjährige zyklische Hausse folgte und dann der berühmte 50-prozentige Rückgang, der seit März 2009 durch eine erfreuliche Gegenbewegung abgelöst wurde. Alles in allem hat sich der Markt seit über zehn Jahren nicht vom Fleck bewegt. Wenn Sie langfristig in einen Indexfonds investiert haben oder eine Kauf-und-Halte-Strategie verfolgen, stehen Sie ziemlich genau da, wo Sie vor zehn Jahren begonnen haben.

<sup>1</sup> Ein paar Wochen, nachdem mein erstes Buch *Active Value Investing: Making Money in Range-Bound Markets* erschien, begann ich zu bereuen, dass ich die Märkte „Range-gebunden“ genannt hatte, denn ich wurde ständig gefragt: „Was ist die Range?“ In dem Buch habe ich nie behauptet, ich würde die Range dieser Märkte kennen, aber der Name des Buches suggerierte etwas anderes. „Seitwärts“ ist eine genauere und weniger technische Beschreibung dieser sehr realen Märkte, und deswegen verwende ich in dem vorliegenden Buch diese Bezeichnung.



**Abbildung 1.1: Hausen und Seitwärtsmärkte des Dow Jones Industrial Average in den letzten mehr als 100 Jahren**



**Abbildung 1.2: Der Seitwärtsschritt des Dow Jones Industrial Average von 2000 bis 2010**

## Es gehören (mindestens) zwei dazu

Wenn Sie einen Anleger fragen, wie sich der Aktienmarkt seiner Meinung nach im nächsten Jahrzehnt entwickeln wird, dann wird er Ihnen seine Erwartungen bezüglich Konjunktur und Gewinnwachstum erzählen und daraus eine Marktprognose machen. Diese Denkweise betrachtet nur eine Seite der Gleichung, die die Gewinne des Gesamtmarkts und einzelner Aktien erklärt, und missachtet eine sehr wichtige Variable, die für einen wesentlichen Teil der Aktiengewinne verantwortlich ist: das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV). Das KGV verrät uns, wie viel die Anleger für einen Dollar an Gewinn zahlen müssen: Eine Aktie, die 15 Dollar kostet und im letzten Jahr einen Dollar Gewinn erzielt hat, wird mit einem KGV von 15 gehandelt.

Die Aktienkurse werden langfristig (d. h. nicht auf Minuten- oder Tages-, sondern auf Jahresebene) von zwei Faktoren bestimmt: dem Gewinnwachstum und Veränderungen der Bewertung (KGV). Wenn Sie dann noch die Dividendenrendite hinzufügen, haben Sie alle Variablen erfasst, die für die Gesamrendite von Aktien verantwortlich sind. Die folgende Gleichung (keine Sorge, es ist die einzige im ganzen Buch) illustriert dies:<sup>2</sup>

$$\begin{aligned} \text{Gesamrendite einer Aktie} &= \text{Gewinnwachstum/-rückgang} \\ &+ \text{Änderung des KGV} \\ &+ \text{Dividendenrendite} \end{aligned}$$

Ich hasse es, bei der Geldanlage Formeln zu verwenden, da diese meist mehr schaden als nutzen (insbesondere diejenigen, die mit schicken griechischen Buchstaben bezeichnet werden), doch diese ist wirklich hilfreich und ungefährlich.

Ich habe mich in die Wirtschafts- und Börsendaten der letzten 100 Jahre hineingegraben, diese auf verschiedene Weise gedreht und gewendet und die einzig mögliche Schlussfolgerung gezogen: Die wirtschaftliche Entwicklung und das Gewinnwachstum unterschieden sich in den Feiger-Löwe- sowie den Bullenmärkten nicht besonders stark. Kurzfristig führten die Wachstumsraten der Wirtschaft und der Gewinne zwar zu zyklischen Schwankungen des Marktes, doch langfristig war, solange sich die Konjunktur in durchschnittlichem (also weder extrem gutem noch extrem schlechtem) Zustand befand, entweder der Bulle oder der feige Löwe das für den Markt zuständige Tier.

<sup>2</sup> Diese Gleichung ist unpräzise, da sie den Aufzinsungseffekt außer Acht lässt. Zur besseren Verständlichkeit verwende ich einfache Subtraktion und Addition, anstatt eine präzise Berechnung mit Multiplikationen und Divisionen anzustellen. Auch in den weiteren Kapiteln werde ich zur Illustration von Konzepten zugunsten größerer Klarheit derartige Formelvereinfachungen vornehmen und die Aufzinsung ignorieren.

## Sie sind skeptisch? Kein Problem

Wenn jemand anderes die Vorhersage treffen würde, dass die Märkte noch ein ganzes Jahrzehnt auf der Stelle treten werden, und er für diese beunruhigende Behauptung Daten aus der Vergangenheit heranziehen würde, wäre ich ebenfalls skeptisch. Schließlich ist die Vergangenheit vergangen, und die Zukunft kann anders aussehen. Wenn Sie ein bisschen misstrauisch bezüglich dessen sind, was ich bisher geschrieben habe, dann ist das Ihr gutes Recht – doch bleiben Sie dran, ich werde Ihnen den Fall schildern. Wie Sie sehen werden, ist die Vorhersage weniger verrückt, als sie zunächst scheint.

Ich bin Investor. Aktien sind mein täglich Brot, und ich habe wenig Geduld für theoretische Diskussionen. Deswegen ist dies kein Theoriebüchlein. Es handelt sich um eine praktische Anleitung, wie man in Seitwärtsmärkten investiert. In den Kapiteln 2 und 3 erkläre ich Ihnen, was Seitwärtsmärkte sind und wie sie sich auf uns auswirken. Dann versetze ich Sie mithilfe der Geschichte von Tevje – dem Milchmann, Bauern und wertorientierten Anleger – in die Perspektive eines Value-Investors. Schließlich stelle ich Ihnen ein System vor, das Ihnen bei der Aktienanalyse hilft und die Nachwirkungen der großen Rezession und Finanzkrise von 2008/2009 sowie die bevorstehenden Auswirkungen der wirtschaftlichen Entwicklung in Japan und China berücksichtigt, so dass Sie Ihr Portfolio sicher und ruhig durch die andauernden Unsicherheiten lenken können.