

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 20 Juni / Juli 2005

Der Mai war ein guter Monat für Immobilien. Es wurde ganz offiziell berichtet, dass der Wert einer Durchschnittswohnimmobilie in den USA im vergangenen Monat um 6,1% gestiegen ist. Das ist sportlich in jeder Hinsicht. Alan Greenspan, der Hohepriester der Finanzwelt, hat einige Bemerkungen gemacht, die man dahingehend interpretieren könnte, dass es eine Immobilienblase geben könnte. Für seine Verhältnisse war das sehr konkret.

Sehr viel konkreter sind die Hinweise, dass es sich nicht nur um eine Blasenbildung, sondern auch um eine Hausfrauenrallye oder etwas noch Schlimmeres handeln könnte. Jamie Westenhiser möchte nämlich jetzt in Immobilien machen. Lesern des Playboy (natürlich nur wegen der Interviews) wird nicht entgangen sein, dass die Playmate des Monats Mai, jenes Fräulein Westenhiser, eine Karriere im Immobiliengeschäft anpeilt. In der Regel ist es eine todsichere Vorgehensweise, die Werte zu verkaufen, die von dieser sehr speziellen Art Hausfrauen hoch geschätzt wird: 1999 wollten immerhin vier von zwölf Playmates Broker werden.

Entsprechend haben wir die US-Immobilienaktien unserer Kunden weitgehend verkauft. So einfach sind wir gestrickt.

Aus offensichtlichen Gründen müssen wir in diesem Monat auf die sonst übliche Illustration unseres Aufmachers verzichten. Und auch der Rest des Textes wird eher technisch, wir bitten daher schon jetzt um Entschuldigung. Im Sommer sind wir gewiss wieder geistvoller.

Im Wonnemonat Mai sind eine Reihe von Marktteilnehmern ins Schwitzen gekommen. Nichts von dem, was allgemein

erwartet wurde, ist eingetreten: Anfang Mai wurde allgemein zum Verkauf von **Aktien** geraten („sell in may and go away“). Daraufhin stiegen die Kurse fast den ganzen Monat hindurch. Der **Dollar**, von dessen Schwäche allgemein ausgegangen wird, hat gegenüber dem Euro (wg. Frankreich-Referendum), aber auch gegenüber den asiatischen Währungen beeindruckend zugelegt. Die Kurse der **Staatsanleihen** haben, unbeeindruckt von einem erheblichen Inflationsdruck in den USA, neue Höchststände erreicht – obwohl in jedem Lehrbuch steht, dass sie das nur bei einer bevorstehenden Phase wirtschaftlicher Stagnation tun sollten. Jedenfalls sind die 10-jährigen Zinsen für Hans Eichel auf 3,2% gefallen. Schließlich sind **Unternehmensanleihen** unter teilweise erheblichen Druck gekommen, ohne dass es hierfür offensichtliche Gründe gab: Die Gewinne der Unternehmen sind gut, das globale Wirtschaftswachstum ebenfalls, es macht kaum jemand pleite. Der Kursverfall hat hier ebenfalls eine Reihe von Marktteilnehmern auf dem falschen Fuß erwischt. Kurz: Der Markt hat schon wieder nicht mit den Anforderungen des spekulativen Kapitals kooperiert.

Es gibt nicht den einen großen Grund, warum alles anders gekommen ist als gedacht. Vielmehr haben eine Reihe voneinander unabhängiger Faktoren die Karten für den Sommer neu gemischt.

Aktien: Im Grunde genommen ist hier alles beim Alten geblieben. US-Aktien sind teuer (der S&P 500 Index hat auf die geschätzten Gewinne für dieses Jahr ein KGV von 17 und eine Dividendenrendite von 1,7%), in Europa wird man früher oder später an einer globalen Abschwächung des Wachstums leiden, in Asien deuten einige

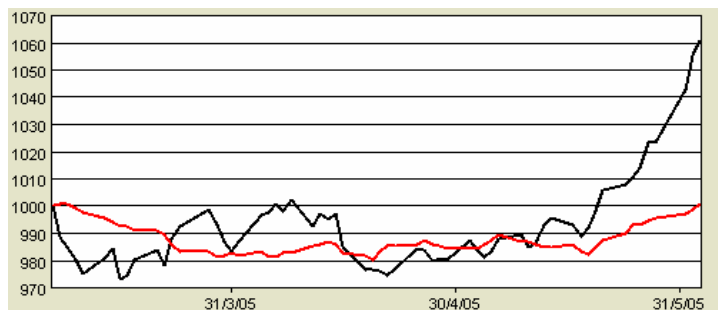
wichtige Indikatoren (Chinesische Importe, innerasiatischer Handel allgemein) kräftig nach Süden. Der Kursanstieg im Mai dürfte daher keine lange Fortsetzung im Sommer finden. Er hatte seine Ursache weitgehend darin, dass zu viele Anleger auf fallende Kurse gesetzt hatten.

Unternehmensanleihen: Hier hat im Mai eigentlich die Musik gespielt. Die Angelegenheit ist aber kompliziert und hat nicht weniger Opfer als ein Shakespeare'sches Königsdrama. Wie der Barde müssen wir daher chronologisch vorgehen:

1. Anfang Mai werden die Anleihen von General Motors (und Ford) in den Bereich unseriöser Anlagen („Junk-Bonds“) herabgestuft: zu schlecht waren zuletzt die Ergebnisse. Daraufhin müssen viele Fonds die Anleihen verkaufen und sie fallen von Panik getrieben.
2. Fast gleichzeitig sagt der Großinvestor Kirk Kekorian, dass er Aktien von GM kaufen möchte zu einem erheblich höheren als dem aktuellen Preis. Daraufhin kaufen die Kleinspekulanten, die auf fallende GM-Kurse gesetzt hatten panikartig und die Aktie steigt dramatisch.
3. Leider hatten viele überbezahlte Spekulanten (sog. Hedgefondsmanager) auf fallende Aktien und steigende Anleihekurse gewettet bei GM. Einige dieser Fonds geraten in Schieflage, andere haben erhebliche Verluste. Sie sind gezwungen, andere marktengerechte Werte zu verkaufen, in die ebenfalls nur Hedgefonds investiert sind. Auch hier: Panik.
4. Zur Mitte des Monats werden in erheblichem Umfang Unternehmensanleihen verkauft, um Liquidität zu schaffen für den bevorstehenden Ansturm der Hedge-Fonds-Investoren (auch diese: in Panik), die ihr Geld

wieder haben wollen. Die Kurse fallen teils erheblich.

5. Im letzten Drittel des Mai werden die Anleihen von GM in den Index der Junk-Bonds („Lehman High Yield Corporate Bond Index“) aufgenommen. Weil es davon so viele gibt, machen die GM-Anleihen auf einen Schlag fast ein Drittel des Index aus.
6. Einige Rentenfondsmanager stellen fest, dass die GM-Anleihen mit 10% p.a. rentieren. Daraufhin kaufen sie und die Anleihen steigen. Andere Manager stellen nun fest, dass gerade jenes Drittel des Index steigt, in das sie bislang nicht investiert hatten (weil es ja bislang nicht Teil des Index war) und beginnen in erheblichem Umfang zu kaufen. Die Anleihen steigen nun fast jeden Tag 1%, was für Renten viel ist. Die Fondsmanager, die das bisher verschlafen hatten geraten in Angst um ihren Bonus und kaufen panikartig. Nun dreht sich alles um.



Index entlaufen!

Obenstehende Grafik zeigt das Drama deutlich an: die schwarze Linie zeigt die Entwicklung des Lehman Junk-Bond Index, die rote Linie das Fortkommen des durchschnittlichen Junk-Bond-Fonds. Ab Mitte Mai zieht der Index an, weil er mittlerweile die GM-Anleihen enthält. Die Fondsmanager schlafen währenddessen noch ein wenig.

Dollar: Alle Welt (auch dieses Börsenblatt) hat vom fallenden Dollar gesprochen. Daher hatten dann irgendwann auch alle genügend Euros und zu wenige Dollars. Dann wurde der Stabilitätspakt

kaputt gemacht, dann sind die Strukturreformen stecken geblieben (insbesondere in Italien), dann sind in Deutschland Neuwahlen angesetzt worden, dann haben Franzosen und Holländer sich aus der Verfassung verabschiedet ... bis schließlich ein Euroverkauf den nächsten hervorgerufen hat und ein Trend für den Dollar entstanden ist. Allerdings hat sich das fundamentale Problem des Dollar nicht geändert: Jeden Wochentag muss Amerika vom Ausland mit drei Milliarden Dollar (in Zahlen: \$ 3.000.000.000) subventioniert werden. Der Dollarverfall wird, wenn sich nichts Entscheidendes ändert, weitergehen, sobald die Händler wieder zu viele Dollars haben. Und jedenfalls ist die Erkenntnis, dass die EU politisch nicht funktioniert und wirtschaftlich stagniert, nichts Neues.

Anleihen/Zinsen: Vielleicht fallen die Zinsen in Deutschland im nächsten Jahr tatsächlich auf 2,5%. Warum nicht? Es gibt keinen Inflationsdruck, die Wirtschaft ist gewiss nicht dabei zu überhitzen, eine alternde Gesellschaft hat eine hohe Nachfrage nach sicheren, lang laufenden Zinspapieren (d.h. 10-30jährigen Staatsanleihen). Es gibt also viele gute Gründe, Anleihen zu kaufen und wenige Gründe, sie zu verkaufen. Das sorgt für steigende Kurse und fallende Zinsen. Die Erwartung, ein hohes globales Wachstum (2004 war das beste Jahr seit den 70er-Jahren) würde sich in Inflation umsetzen, hat sich nicht erfüllt. Die Mechanismen, die früher Wachstum in Inflation übersetzt haben (Preisüberwälzungsspielraum), scheinen derzeit nicht zu greifen. Unsere Modelle funktionieren nicht mehr. Ein Grundproblem der Modelle scheint zu sein, dass sie Zinssätze absolut betrachten. In einer Welt, in der Polen auf 10 Jahre wenig mehr Zinsen zahlt als Deutschland, Mexico wenig mehr als die USA etc., können auch Deutsche und Amerikanische Zinsen wenig weiter steigen, denn sonst fließt sofort Geld aus dem Ausland zu und drückt die Zinsen wieder.

Und wir? Wir haben wir uns zur Mitte des Monats geärgert, dass unsere Wandelanleihen(fonds) nicht mit dem Markt gestiegen sind (weil die Hedgefonds ihr Liquiditätsproblem durch den Verkauf von Wandelanleihen zu lösen versucht haben). Gegen Ende des Monats haben wir uns dann sehr an den Unternehmensanleihen gefreut, die wir den klammen Hedgefondsmanagern in der Stunde ihrer Not abkaufen konnten.

Im Übrigen kaufen wir jetzt Immobilienaktien. Es ist verblüffend, dass trotz des gegenwärtigen Zinsniveaus von **3,2% (Das sind die niedrigsten Zinsen in Deutschland seit 100 Jahren)** die Immobilienpreise in Deutschland nicht gestiegen sind. Als Immobilieninvestor zahlt man nun niedrige Zinsen für niedrig bewertete Objekte. Zins und Tilgung lässt sich so locker aus dem Mietzins bezahlen wie seit Menschengedenken nicht mehr. Das kann eigentlich nur bedeuten, dass bald entweder die Zinsen wieder steigen oder die Nachfrage nach Immobilien anspringt. Gegen beides hätten wir dann nichts einzuwenden.

Im Prinzip gilt diese Überlegung natürlich für alle Geschäftsmodelle, die einen stetigen Cash Flow haben und sich über Schulden finanzieren. Diese Art Geschäfte sind derzeit im „sweet spot“ des Zyklus. Aber man hat halt nicht überall die ungefähre Hoffnung, Fräulein Westenhiser zu begegnen.