

# BÖRSENBLATT

## FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 110, November 2015

### Sommermärchen mit Krokodil

*Sorrow is knowledge, those that know the most must  
mourn the deepest, the tree of knowledge is not the tree  
of life.*

Lord Byron

Am 25. August 2010 hatte ein Passagier des Fluges der kongolesischen Filair von Kinshasa nach Bandundu sein Haustier, ein kleines Krokodil, in einer Sporttasche dabei. Bei dem Flugzeug handelte es sich um ein renovierungsbedürftiges Modell tschechoslowakischer Bauart, welches für 19 Fluggäste ausgelegt war. Kurz nach dem Start entkam das Tier und versetzte die Stewardess in Panik, die sich laut schreiend in das Cockpit zu retten versuchte. Davon ließen sich die Mitreisenden anstecken und begaben sich ebenfalls auf die Flucht in das Cockpit. Das Flugzeug geriet dadurch aus der Balance und die Piloten, ein Engländer und der belgische Inhaber der Fluggesellschaft, verloren die Kontrolle. Bei dem Absturz der Maschine gab es nur zwei Überlebende, einen Passagier und das Krokodil.<sup>1</sup>



**Dr. Georg Graf von Wallwitz**

Die Finanzmärkte sind unglaublich komplex, von der neuesten Wissenschaft und Computertechnologie unterstützte Mechanismen zur Preisfindung in freien Märkten zum Wohl der Gesellschaft. Dem Laien ist es kaum zu erklären, welche tiefsinnigen Gedanken die Profis sich machen, wenn sie sich etwa so kluge Dinge wie „smart Beta“ oder „risk-parity“ oder „portable Alpha“ oder „constant volatility“ ausdenken, mit denen sie bei der Preisfindung noch besser werden, als sie es zuvor schon waren. Nur die Intelligentesten finden sich zurecht, wo Mathematik, Physik und Ökonomie auf einander treffen und ein ganz eigenes System bilden.

Die Welt des Flugverkehrs im Kongo hat normalerweise nicht viel zu tun mit den leise summenden Serverfarmen der modernen Börsen - bis plötzlich ein Krokodil gesichtet wird, denn dann gibt es keinen Unterschied mehr

zwischen Bandundu und New York. In der Panik sind alle Menschen furchtbar gleich.

Das erste Krokodil, welches in diesem Sommer an den Finanzmärkten gesichtet wurde, kam aus China. Schon lange Zeit

<sup>1</sup> Vgl. [https://en.wikipedia.org/wiki/2010\\_Bandundu\\_Filair\\_Let\\_L-410\\_crash](https://en.wikipedia.org/wiki/2010_Bandundu_Filair_Let_L-410_crash)

war bekannt, dass es in China eine **Immobilienblase** gibt, zu **hohe Schulden** (insbesondere bei den Gemeinden) und zu hohe Produktionskapazitäten auf Grund der **Überinvestitionen** der vergangenen Jahre. Dazu gesellten sich nun noch eine **Aktienkursblase** sowie die Gefahr einer massiven **Kapitalflucht** auf Grund einer ungeschickt eingeleiteten Abwertung der Währung. Als die Märkte realisierten, dass China ein echtes Problem hat und dass gerade unsere besten und größten Firmen (man denke an BMW oder BASF) einen guten Teil ihrer Waren mittlerweile in Südostasien verkaufen, gerieten die Märkte aus dem Gleichgewicht, denn alle Investoren wollten plötzlich auf der sicheren Seite des Marktes sein.

Ein Krokodil im Flugzeug kann zu einer unausgewogenen Verteilung der Passagiere führen, wie wir wissen. Was aber, wenn viele Tiere an Bord sind? Es gibt glaubhafte Berichte, wonach ein Flugpassagier, ebenfalls im Kongo, vor einigen Jahren versucht hat, mit 19 Giftschlangen an Bord eines Flugzeuges zu gehen.<sup>2</sup> Die hohe Zahl der Tiere hätte in diesem Fall vielleicht zu einer Panik geführt, bei der die Passagiere möglicherweise annähernd gleich verteilt und das Flugzeug stabil geblieben wäre. Man weiß es nicht.

Den Finanzmärkten fiel im Sommer tatsächlich noch ein zweites Krokodil auf, welches schon eine ganze Weile in einer prinzipiell gut beleuchteten, aber irgendwie außer Acht geratenen Ecke saß: Die Gefahr einer Zinserhöhung in den USA. Dort ist der Preis des Geldes schon lange sehr niedrig. Steigende Zinsen bedeuten höhere Kosten und schwindende Gewinne für die Unternehmen, weshalb die Aktienmärkte oft nicht gut darauf reagieren. Aber die Konjunktur lief lange Zeit so gut, dass leicht steigende Zinsen unproblematisch erschienen. Dann aber stieg der US-Dollar

dramatisch an und die Aktienkurse gerieten unter erheblichen Druck, sodass die Zinsentwicklung plötzlich doch wichtig erschien. Und so kam zur China- noch die Zinspanik.

Diese beiden Krokodile hatten aber den Effekt, sich gegenseitig zu neutralisieren - 19 Stück sind gar nicht nötig. Das Elend der Chinesen bewog die amerikanische Zentralbank, die Zinserhöhung hinauszuschieben. Und seit die Zinserhöhung nicht mehr (unmittelbar) im Raum steht, geht es auch den Chinesen besser (deren Verschuldung oft auf US-Dollar lautet und die eine Verlangsamung der US-Konjunktur überhaupt nicht brauchen können).

Diese Geschichte ist nicht besonders schwer zu verstehen, gleichwohl hat es im Sommer wieder einige prominente Opfer gegeben, insbesondere unter dem „smart money“. Das erste Opfer waren die „risk-parity“-Modelle, wonach ein Portfolio sich in einem Zustand stets ausgewogener Risiken befindet. Wenn sich in einer Anlageklasse das Risiko erhöht und die Volatilität steigt, so wird deren Anteil am Portfolio reduziert. Das klingt einfach und nach einer guten Methode nervenschonend Geld zu verdienen. Allerdings sind diese Strategien mittlerweile so groß geworden im Markt, dass sie ihr eigenes Geschäftsmodell zerstören: Wenn etwa die Aktien fallen und ein Fonds daraufhin seine Positionen reduziert, drückt er seine eigenen Positionen so weit nach unten und die Volatilität so stark nach oben, dass er - um des konstanten Risikos willen - noch mehr verkaufen muss und damit in eine Spirale gerät, in der ein Verkauf den nächsten auslöst. Das prominenteste Opfer war hier Bridgewater, dessen größter nach dieser Strategie gemanagte Fonds ein Volumen von 80 Milliarden Dollar hatte.<sup>3</sup>

Zwei weitere Legenden sind ebenfalls in Schwierigkeiten geraten, mit konzentrier-

<sup>2</sup> Vgl. die Kommentare in: <http://avherald.com/h?article=43015f1b&opt=0>

<sup>3</sup> <https://next.ft.com/content/97b7da7a-5c18-11e5-9846-de406ccb37f2>

ten Wetten auf das falsche Papier. Valeant, ein bei Hedge-Fonds sehr beliebtes Pharma-Unternehmen, das durch krasse Preiserhöhungen und geschicktes Ausnutzen des steuerlichen Rahmens aufgefallen ist, geriet ins Gerede, es habe seine Bilanzen künstlich aufgebläht mit Umsätzen, die nie erzielt worden sind. Der Börsenkurs der Aktie fiel im Sommer von 260 auf unter 100 Dollar. Zu den größten Investoren gehörten die berühmten Hedge-Fonds von Bill Ackman und John Paulson, die beide nun Milliardenverluste (auf dem Papier) zu verkraften haben.<sup>4</sup>

Nun passiert es auch Legenden, dass sie irgendwann Fehler machen oder kein Glück mehr haben. Das ist ganz normal. Für die sterblichen Anleger ist es aber wichtig, den Zeitpunkt zu beachten: Solche Dinge passieren meist in einer Phase, in welcher der Markt das Beste bereits hinter sich hat. Blow-ups passen in eine Zeit, in der plötzlich die Krokodile, die ja immer irgendwie im Raum sind, bemerkt und zur allgemeinen Kenntnis gebracht werden. In der Aufschwungphase ist der Zweifel dünn gesät, alle klopfen sich gegenseitig auf die Schulter, gratulieren sich selbst und allen anderen zur Wertentwicklung. Man sieht nicht so genau hin, so lange alles passt. In der Spätphase drehen sich die Dinge auf ihre hässliche Seite. Die Vertrauensseligkeit rächt sich und aus der schönen Sporttasche kommt das Krokodil. Bei Volkswagen in Form von Abgastests, bei Hedgefonds in Form von leeren Bilanzen.

Dann schlägt die Stimmung um und alle werden misstrauisch und vermuten in jedem Rucksack, jeder Handtasche ein kleines Kroko. In Phasen des Misstrauens fallen dann die Börsenkurse und der Anleger ist gut beraten, seine Investitionen gut auf ihre Werthaltigkeit zu überprüfen. Denn das Krokodil überlebt immer. Und kommt wieder. Irgendwann. Dann kommt der alte

Börsenspruch wieder zu seinem Recht: Bei Ebbe sieht man, wer nackt schwimmt.

So weit sind wir noch nicht ganz und wahrscheinlich sehen wir zum Jahresende noch gute Kurse. Aber es wird langsam Herbst am Aktienmarkt.

Dr. Georg v. Wallwitz  
+49-89-255 466-0