

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 27, März 2006

Über dem Schreibtisch des Autors dieser Zeilen hängt eine Litographie, mit der wir in diesem Monat auch die Titelseite des *Börsenblatts* illustrieren. Sie zeigt Sidon, eine gemütliche arabische Hafenstadt. Die gemütlichen Hafentreiber im Vordergrund haben kürzlich beschlossen, sich mit ihren sympathischen Kollegen von der englischen Firma P&O zusammenzutun, um so ihre globale Reichweite zu erhöhen.

Was so einfach klingt, hat sich zu einem Lehrstück über das derzeitige wirtschaftspolitische Klima in der Welt entwickelt: P&O betreibt auch Containerterminals an der amerikanischen Ostküste.

Das führte dort unter der prominenten Führung der Senatorin Clinton zu einem Aufschrei der Entrüstung. Denn die Araber, das weiß man seit dem 11. September, sind Moslems und Moslems sind – nun ja – nicht die Leute, denen wir

anvertrauen wollen, was für Container in unser Land kommen. Man denke nur, was man alles in einem Container transportieren kann: Terroristen, Atombomben, Döner ...

Man hat nichts dagegen, dass US-Häfen aus Singapur betrieben werden (das funktioniert schon seit geraumer Zeit sehr gut). Genau genommen bleibt ja auch alles, was mit Sicherheit zu tun hat, amerikanisch: Der Zoll, das Sicherheitspersonal, die Hafentarbeiter, das Management etc.

Nun fällt auf, dass vor einem halben Jahr schon mal etwas Ähnliches passiert ist. Eine chinesische Ölfirma wollte eine amerikanische Ölfirma kaufen. Der

Kongress hat die Chinesen so lange beschimpft und bedroht, bis diese entnervt ihr Angebot zurückgezogen hat. Damals war das Argument, eine chinesische Ölfirma könne keine amerikanische kaufen, weil die Chinesen den Amerikanern vielleicht kein Öl verkaufen wollten.

Von der Unlust, Schulden zu begleichen

Der Faschings-Witz geht nun etwa so: Die ganze Welt, insbesondere aber Araber und Chinesen, finanzieren die gigantischen Defizite der Amerikaner. Diese machen Schulden und geben als Schuldscheine



Dr. Georg Graf von Wallwitz

Staatsanleihen (Treasuries) an das Ausland ab. Davon kann man eine Menge drucken und drucken tut nicht weh. Nur wenn die naiven Chinesen und Araber plötzlich auf die Idee kommen, sich für die Schuld-

scheine etwas Reales zu kaufen zu wollen, dann, Helau, Alaaf, dreht man ihnen eine lange Nase. Solange ihr unseren Konsum finanziert und dafür nur Kamelle (oder Treasuries) nehmt, ist das in Ordnung. Aber wenn ihr etwas Echtes, etwas zum Anfassen wollt für eure Schuldscheine, dann ist die nationale Sicherheit in Gefahr und wir können da leider nichts machen. Also nehmt eure Treasuries und seid still.

Man darf so etwas nicht auf die leichte Schulter nehmen: Protektionismus ist Gift für die Wirtschaft und wird langfristig einen sehr negativen Effekt haben. Wenn die Franzosen protektionistisch sind und sogar Joghurtabfüller zur unveräußerlichen

Schlüsselindustrie erklären, dann ist das irgendwie normal. Aber die Amerikaner sollten es eigentlich besser wissen. Sie sind nämlich eigentlich die Guten im Globalisierungsspiel.

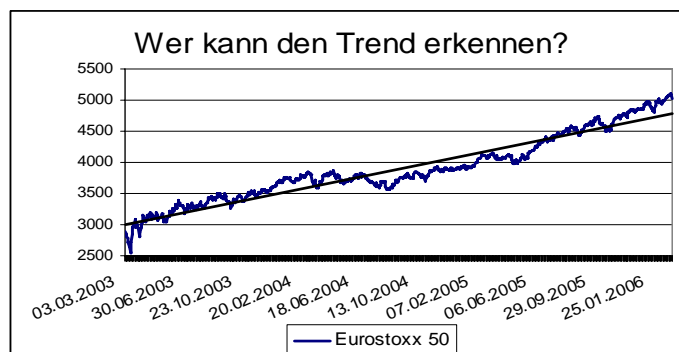
Es ist gerade der freie Handel, der derzeit als Katalysator für den Aufschwung gesehen wird. China und Indien ermöglichen es der Wirtschaft, erheblich billiger zu produzieren. Dadurch steigen die Gewinne deutlich und gleichzeitig wird die Inflation niedrig gehalten. Araber und Chinesen kaufen Treasuries und dadurch bleiben die Zinsen niedrig, was die Gewinne der Unternehmen erhöht und den Konsum erleichtert. Die hohen Geldflüsse in die USA bedeuten, dass Aktien, Renten und Immobilien dort hoch bewertet sind, die Menschen sich reich fühlen und entsprechend die Wirtschaft durch noch höheren Konsum ankurbeln. Dadurch steigen die Gewinne und damit die Aktienkurse und die Spirale kann sich immer weiter aufwärts drehen.

Trend Scouts

Auf dieser Basis hat sich ein Trend herausgebildet. Und dieser Trend ist mittlerweile zum stärksten Argument geworden, in Aktien investiert zu sein. Die Bewertungen sind **keineswegs** mehr **billig**. Der Eurostoxx 50 hat ein KGV von 15, die mittelgroßen europäischen Werte haben sogar ein KGV von 23. Dazu kommt, dass die Margen derzeit extrem hoch sind, was mittelfristig nicht zu halten ist. Wenn die Margen aber sinken, stellt das geneigte Publikum an der Börse in der Regel schnell fest, auf überbewerteten Papieren zu sitzen. Kein rationaler Investor kauft heute noch Aktien, weil er glaubt, sie seien billig. Heute kaufen die, die kaufen, weil die anderen kaufen. Solche Trendfolger sollte man nicht unterschätzen: Sie können einen Trend um Jahre hinaus verlängern.

Der Trend füttert den Trend. Das ist es, was wir derzeit an der Börse beobachten. Die Kurse steigen, weil sie in den letzten

drei Jahren eigentlich immer gestiegen sind. Immer mehr Leute sehen, dass die anderen gut an den Aktien verdienen, dass alle Indices schnurgerade nach oben zeigen. Da will man nicht als mutloses Häschen am Rande stehen und investiert selbst auch in Aktien. Das Problem ist leider, dass diese Stabilität nur eine Scheinbare ist. Jeder stabilen Entwicklung wohnt ihr eigenes Scheitern inne, das Umkippen in die Instabilität.



Ein Ökonom namens [Hyman Minsky](#) hat das Phänomen am besten beschrieben. Erfolg führt zu größeren Wagnissen. Wenn etwas funktioniert, dann probiert man es immer weiter, immer extremer aus, bis es nicht mehr funktioniert. Stabilität führt notwendig zu Instabilität. In einer wunderbar stabilen, wachsenden Welt wie der unseren werden immer mehr Marktteilnehmer animiert, größere Risiken einzugehen, sich auf immer mehr Schulden einzulassen, weil man sie ja bislang immer zurückzahlen konnte. Immer mehr Marktteilnehmer gehen davon aus, dass es im nächsten Jahr nicht anders gehen wird als in den letzten drei Jahren. Aber das ist eben so, als würde man auf einer geraden Straße navigieren, indem man immer durch den Rückspiegel schaut. Das geht lange gut. Aber man muss fest daran glauben, dass die Straße endlos und kurvenfrei ist.

Von der Lust an höheren Schulden

Was den Trend diesmal noch verlängern dürfte, ist der Umstand, dass man die Risiken heute besser kontrollieren kann als noch vor dem Crash im Jahr 2000. In der

Finanzwelt hat sich seither sehr viel getan: Es gibt heute eine unendliche Vielfalt von Instrumenten, die sich aus Swaps, Optionen und teilweise recht exotischen Strukturierungen zusammensetzen. (Sie haben stets phantasievolle Namen: CDO, CBO, MBS, CDS, um nur einige zu nennen.) Diese Konstrukte sind im Prinzip dazu da, das Risiko einzudämmen. Das führt aber nicht zu einem geringeren Gesamtrisiko im Markt, sondern zu immer höheren Werten, da sich alle Marktteilnehmer immer sicherer fühlen.

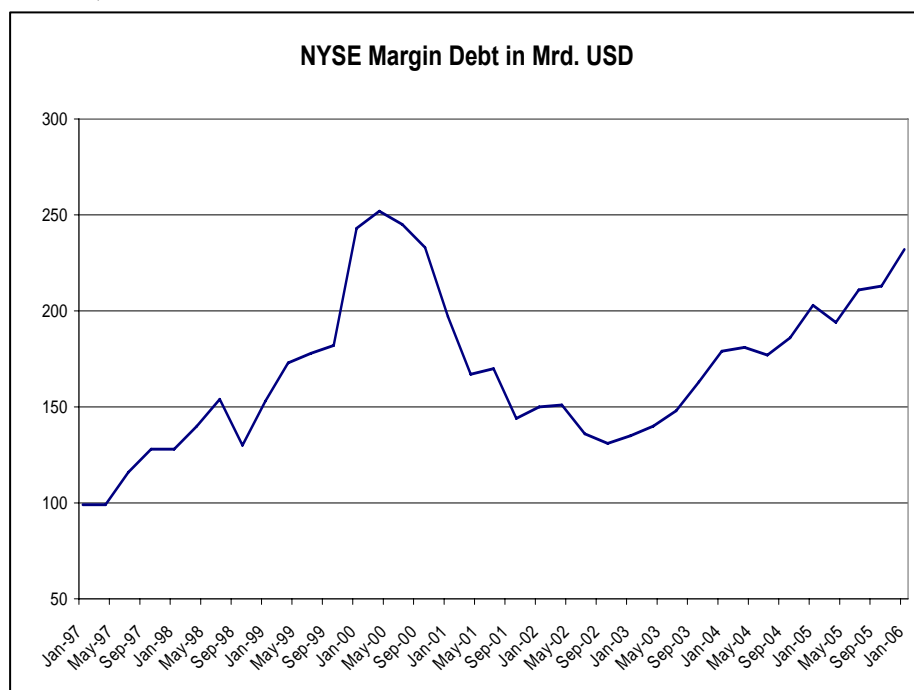
Die starke Ausweitung der Schulden in der westlichen Welt in den letzten 20 Jahren ist nicht zuletzt darauf zurückzuführen, dass die Risiken dank komplexer mathematischer Modelle immer besser beherrscht werden. Aber das alte Grundgesetz des Marktes lässt sich nicht aushebeln. **Geringeres Risiko führt zu geringeren Renditen.** Alles wirft geringe Renditen ab in dieser kontrollierten Welt: Die Coupons der Anleihen sind niedrig, die Dividenden der Aktien sind niedrig, die Mieten sind niedrig im Verhältnis zu den Immobilienpreisen. Geringere Renditen schreien nach Aufbesserung. Kein Investor kann sich von Risikokontrolle etwas kaufen. Nur reale, fette Wertsteigerung sichert das Überleben in London, New York und Tokio.

Geringere Renditen müssen durch **höhere Risiken**, d.h. **Schulden**, aufgebessert werden. Die Finanzwelt hat also nur eine Wahl: Sie muss die Stabilität so lange auszunutzen, bis sie in Instabilität verfällt. Denn all die Finanzmathematik kann einen Faktor nicht ausschalten: Die Gier nach mehr. Das ist das Grundgesetz von Minsky.

Die einzige Möglichkeit, in großem Stil die Renditen aufzubessern, besteht darin,

Schulden zu machen. Man leiht sich Geld, macht daraus viel Geld, gibt den Ursprungsbetrag zurück und behält die Differenz. So einfach ist das im Prinzip. Und wenn man nur geringe Renditen erzielen kann, muss man sich eben mehr Geld ausleihen, um am Ende mit derselben Summe das häusliche Glück zu finanzieren. Also macht der Spekulant mehr Schulden und freut sich, so lange es gut geht: Das ist die Sonnenseite der Verschuldung. An die Schattenseite denkt diese Art Investor erst, wenn er keinen Trend mehr hat, an dem er sich wärmen kann.

Die New York Stock Exchange publiziert dankenswerter Weise jeden Monat die Summe der Dollars, die ausgeliehen werden, um damit auf Pump Aktien zu kaufen. Kaum etwas hat eine so stark trendverstärkende Wirkung wie die Schulden, die zur Renditeverbesserung eingesetzt werden. Nach oben wie nach unten. Wenn die Kurse steigen, freuen sich besonders die, die an fremdem Geld verdienen, wenn es nach unten geht schmerzt es am meisten die, die das Geld, was sie verlieren, eigentlich gar nicht haben. Der Chart auf dieser Seite zeigt aber auch, dass die renditeaufbessernden Schuldenmacher aber nicht immer ein



glückliches Händchen haben: Anfang 2000 haben sie kräftig verloren und hatten Anfang 2003 – obwohl die Aktien doch so viel billiger waren – einen erheblich geringeren Geldbetrag gwinbringend in Aktien investiert.

YALE

Ein klassischer Investor, der auch ohne Trend auskommt, ist der Stiftungsfonds der Universität Yale. Der [Jahresbericht des Endowment Fund](#) ist jedes Mal wieder eine Freude und Bereicherung. Jeder gebildete Investor muss ihn jedes Jahr lesen: *Les must des investissements*. In den letzten 20 Jahren hat der Fonds 16% p.a. abgeworfen und liegt damit weit jenseits dessen, was sonst irgendjemand in dieser eher risikoaversen Investorenkategorie erreicht hat. Das Geheimnis: Der Fonds setzt konsequent die gut publizierten Einsichten der modernen Portfoliotheorie um ([Harry Markowitz](#) hat sie bereits 1952 zu Papier gebracht und heute könnten sich eigentlich alle damit auskennen – es hält sich aber dennoch kaum jemand daran), er hält beharrlich an seiner Strategie fest und er hat eine Größe, die es ihm ermöglicht, in jeder beliebigen Anlagekategorie zu investieren.

Beim Blick auf die Anlagekategorien fällt auf, wie wenig der Fonds für Anleihen (nur 5% sind hier investiert) und Aktien (insgesamt nur 28%) übrig hat. Den größten Anteil haben Fonds, die auf eine absolute Wertentwicklung geeicht sind (und nicht irgendeinen Index zu schlagen versuchen), sowie Investitionen in Real Assets, also Rohstoffe, Immobilien und Wald.

Was man dem aktuellen Portfolio ablesen kann, ist das Folgende:

- erhebliches Misstrauen gegenüber US-Aktien (Yale investiert hier nur

14%, während die durchschnittliche Universitätsstiftung 32% investiert).

- Unlust an festverzinslichen Wertpapieren (Yale hat 5%, der Durchschnitt liegt bei 20%).
- Furcht vor Inflation. Yale hat lieber Immobilien und Wälder als Ersatz für Festverzinsliche. Diese werfen wie Anleihen regelmäßig etwas ab, verlieren ihren Wert aber nicht in Zeiten hoher Inflation.
- Glaube an die Fähigkeit von Investment Managern, Ineffizienzen auszunutzen. *Absolute Return* und *Private Equity* Fonds können nur existieren (auf Neudeutsch: Alpha generieren), wenn die Märkte ineffizient sind.

Dieser Grundhaltung schließt sich das *Börsenblatt* aus vollem Herzen an.

Asset Class	June 2005	Current Target
Domestic Equity	14.1%	14.0%
Fixed Income	4.9	5.0
Absolute Return	25.7	25.0
Foreign Equity	13.7	14.0
Private Equity	14.8	17.0
Real Assets	25.0	25.0
Cash	1.9	0.0