

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 45, Februar 2008

Der Minsky Moment

Wenn man den Blick durch die Ruinenlandschaft gleiten lässt, welche der Januar an den Aktienmärkten hinterlassen hat, so fällt auf, dass es offensichtlich ganz unterschiedliche Auffassungen von Risiko gibt. Die schlechtesten Märkte seit Jahresanfang sind die Erfolgsgeschichten des vergangenen Jahres: China, dicht gefolgt von den Europäern. Die Globalisierungsgewinner. Deutlich weniger haben die Amerikaner verloren, denen man schon im letzten Jahr nicht viel zugetraut hatte. Die besten Ergebnisse haben allerdings nicht die ehrlichen, krisensicheren Schweizer oder die konservativen Branchenindices der Versorger oder Pharmawerte gebracht. Im Gegenteil.

Gute Renditen haben die Märkte gebracht, die im Allgemeinen als am riskantesten gelten: ganz oben finden sich u.a. Ghana, Nigeria und Pakistan. Dort hat man eine andere Perspektive auf das Risiko. Die nun allgemein entdeckten globalen Kredit- und Konjunkturrisiken fallen dort nicht so sehr ins Gewicht, angesichts ermordeter Oppositionsführer, gewaltsamer Aufstände, täglicher Korruption etc. Sieht man sich etwa den Karachi 100-Index genauer an, so stellt man fest, dass beispielsweise die örtliche börsennotierte Tochter der deutschen Firma Siemens, [Siemens Pakistan Engineering Co. Ltd.](#), lediglich mit dem dreieinhalbfachen des Jahresgewinns gehandelt wird. Und wer würde hier nicht zugreifen, wenn Siemens ein KGV von 3,5 hat? Oder anders gewendet:

warum soll man sich in Pakistan über die globalen Dramen aufregen, wenn die heimischen um ein vielfaches größer sind? Irgendwann sind Aktien eben billig, Krise hin oder her.

Inhärente Instabilität

Beim Thema Risiko fällt derzeit immer wieder der Name Hyman Minsky. Minsky hat in den 60er-Jahren die Hypothese entwickelt, wonach die Finanzmärkte inhärent instabil sind und zwangsläufig periodisch von einer Krise in die andere geraten. Was Minsky, der u.a. in Berkeley unterrichtet hat, von anderen Ökonomen unterschieden hat, war der Umstand, dass er einige Jahre bei der Mark Twain Bank in St. Louis gearbeitet hat und somit Erfahrung sammeln konnte, wie echte Banker funktionieren.

Minsky's Modell macht fünf Stufen im Kreditzyklus aus: Umwälzung, Boom, Euphorie, Gewinnmitnahme, Panik. Eine Umwälzung hat man, wenn irgendetwas Neues geschieht, das die Phantasie der Geldleute anregt. Im gegenwärtigen Zyklus war das die Entscheidung Alan Greenspans, die Zinsen im Jahr 2003 extrem zu senken, und dort, bei einem Prozent, für längere Zeit zu belassen. Hinzu kam ein unaufhaltbarer Strom billigen Geldes aus Fernost und den erdölproduzierenden Ländern. Das führte zu einem Boom im Immobilienmarkt, die wertmäßig erheblich größer war als die Blase



Dr. Georg Graf von Wallwitz

bei den Technologieaktien. Der Boom führt nach Minsky zu einer Euphorie, die Banken und andere Finanzdienstleister dazu führt, Kredite auch an zweifelhafte Schuldner zu vergeben. In den 80er-Jahren haben diese die Rolle der Junk-Bonds gespielt, im gegenwärtigen Zyklus waren es in Pakete zusammengefasste und damit handelbare Kredite. Die Banken mussten sich in dem Bewusstsein, die Kredite sowieso bald weiter zu verkaufen, keine Sorgen machen über die Bonität der Schuldner. Für deren gute Qualität sorgten nicht zuletzt die Mathematiker aus den Ratingagenturen.

Den Höhepunkt des Zyklus markierten die Gewinnmitnahmen des letzten Sommers: Auslöser war die Pleite zweier Hedge-Fonds von Bear Stearns. Eindeutig in Panik geraten sind die Märkte aber erst, als die Societe Generale im Januar beschlossen hat, europäische Aktien im Gegenwert von 50 Milliarden Euro auf einen Schlag zu verkaufen.

Banken überreizen in guten Zeiten immer ihr Blatt, weil die Gewinne enorm sein können. Für Verluste stehen in der Regel andere gerade, entweder die Aktionäre oder der Staat. Im gegenwärtigen Zyklus sieht es so aus, als würde es in erster Linie die Aktionäre treffen: Die Macht bei vielen Banken geht derzeit von den alten Eigentümern an neue, nah- und fernöstliche Besitzer über.

Wichtig an Minskys Theorie ist die Beobachtung, dass Stabilität Instabilität hervorruft. Ein stabiles System wird von den Marktteilnehmern so lange strapaziert, bis es instabil wird. Je besser die Marktaufsicht der Zentralbanken, je größer der Sieg über die Inflation, desto sicherer fühlen sich die Banken und gehen umso größere Wetten ein. In gewisser Weise hilft all der Fortschritt an den Finanzmärkten nichts, denn die Märkte reagieren auf jeden Gewinn an Sicherheit mit einer Erhöhung des Risikos - bis am Ende alles wieder beim Alten ist.

Die Bankenkrise geht einher mit einer allgemeinen Schuldendeflation. Diese ist unvermeidlich, da die Haben-Seite bei den Immobilienbesitzern immer prekärer wird. Derzeit fallen die Immobilienpreise in den USA mit etwa 10% im Jahr. Das bedeutet einen Vermögensverlust von etwa 2.000 Milliarden Dollar im Jahr für die Amerikaner. Das schlägt auf's Gemüt und die Konsumfreude.

Das schöne an akademischen Theorien wie dieser ist, dass sie eine hilfreiche Beschreibung einer scheinbar ungeordneten Welt sind. Wozu sie leider nicht taugen, ist die Vorhersage von Börsenkursen. Alan Greenspan ist ein großer Kenner der akademischen Literatur und der Praxis der Finanzmärkte. Als Chef der US-Notenbank hat er nur ein einziges Mal den Pfad der Tugend verlassen und eine konkrete Aussage zur aktuellen Bewertung der Aktienmärkte – und damit über den mittelfristigen Kursverlauf – gemacht. Das war im Jahr 1996. Der Markt hat sich davon nicht irritieren lassen und ist weiter gestiegen. Auch in den großen folgenden Krisen (Russland, Asien, Internetaktien), ist der Dow Jones nie wieder auf das Niveau gesunken, das Greenspan für eine irrationale Überbewertung hielt.

Suche nach dem Boden

Ähnlich schwer ist es heute zu sagen, wo wir in Minskys Zyklus sind. Jedenfalls haben wir die Panik-Phase erreicht. Aber wie lange sie dauern wird, und welche Tiefen sie noch erreichen wird, ist aus der Theorie unmöglich zu beantworten und der Praktiker ist zu erfahren um Vorhersagen zu machen.

Klar ist, dass das Bankensystem nicht untergehen wird. Es wird neue Eigner haben, die in Singapur, Shanghai und Abu Dhabi sitzen. Marx hätte seine Freude, denn wir sind Zeugen einer Expropriation der

Expropriateure. Der Einflussverlust der Amerikaner in der Weltwirtschaft wird mit dem Vermögensverlust beschleunigt, aber er war sowieso unvermeidlich. So wie die Amerikaner vor 100 Jahren den Europäern den Rang abgelaufen haben, was Reichtum, Macht und schließlich auch Kultur angeht, werden im neuen Jahrhundert die Chinesen, Inder, Russen und Araber mit ihren Pfunden zu wuchern wissen. Die Bankenkrise gibt letztlich nur die Gelegenheit, wie in einem Brennglas zu sehen, was in den nächsten Jahrzehnten auf den Westen zukommt.

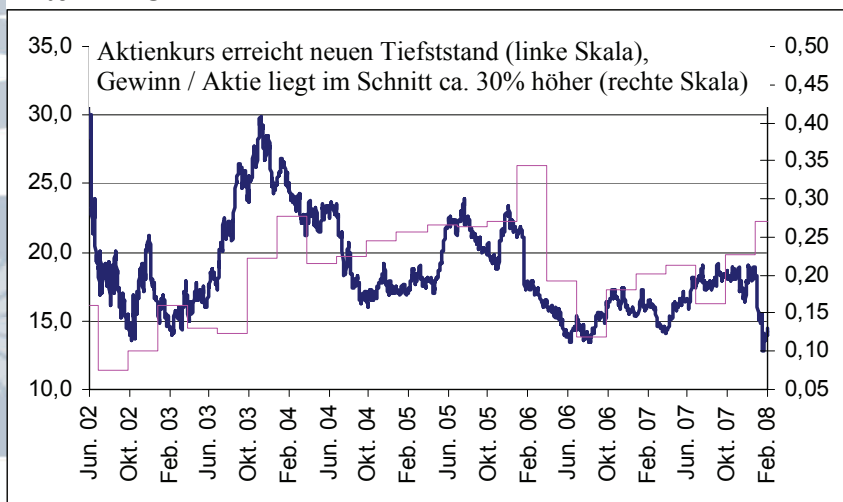
Aber: So wenig das Bankensystem untergehen wird, werden die Amerikaner bei sich Japanische Verhältnisse zulassen. Sie werden ihre Probleme in den Griff bekommen und in einem schmerzhaften Prozess die Haushalte entschulden. Und das Land ist innovativ und kreativ genug, um eines Tages den Konsum auch wieder ins Laufen zu bringen.

Es ist bemerkenswert, wie gut im Januar die Aktien vieler US-Einzelhändler gelaufen sind. Gut geführte Firmen haben im Januar teilweise zweistellig zugelegt. Einige Marktteilnehmer scheinen bereits darauf zu wetten, dass der Pessimismus übertrieben, und dass der Minsky-Zyklus zu Ende ist. Wir würden uns dieser Wette noch nicht anschließen wollen, sehen aber ein, dass es mittlerweile eine Reihe extrem billiger Aktien gibt. Für den Euro-Investor beispielsweise notiert die Aktie von Intel heute unter dem Stand der dunkelsten Zeiten von 2002/2003.

Aber auch billige Aktien können sich halbieren. Die gegenwärtige Marktphase ist ein Bärenmarkt und es ist eine Illusion zu glauben, dass in solchen Phasen niedrige Bewertungen ein Grund sind für ein Ende des Kursverfalls. Die Tiefstände vom Januar werden früher oder später noch einmal getestet. Es gibt keinen theoretischen Grund, warum Siemens nicht günstiger bewertet sein sollte als seine pakistanische Tochtergesellschaft. Dann allerdings müssen wir uns auch im Westen an einen neuen Risikobegriff gewöhnen, den wir am besten bei den Pakistanis abschauen.

Dr. Georg von Wallwitz, CFA
Tel.: +49-89-255 466-0

Intel in EUR



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 sollte nicht als ein Anlagevorschlag gesehen werden 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, so weit nichts anderes vermerkt ist, Bloomberg.

Der guten Ordnung halber sei darauf hingewiesen, dass Eyb&Wallwitz Vermögensmanagement GmbH Aktien der Unternehmen Siemens AG und Intel in Kundenbeständen hat.