

# BÖRSENBLATT

## FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 87, Dezember 2012 / Januar 2013

### Investieren nach der Lesbischen Regel

Wie soll man mit neuen Situationen umgehen, für die sich keine passende Regel findet? Dieses Problem taucht in der Ethik immer wieder auf und stellt eine große Anforderung an die Urteilskraft des Einzelnen dar. Für den Umgang mit diesem Problem hat Aristoteles in seiner *Nikomachischen Ethik* die heute so genannte *Lesbische Regel* formuliert. Darin regelt er den Umgang mit dem immer wieder auftretenden Umstand, dass die allgemeinen Gesetze auf konkrete Situationen irgendwie nicht zutreffen. Aristoteles empfiehlt für solche Fälle, es mit den Baumeistern von der Insel Lesbos zu halten, die ein bleiernes Richtmaß verwenden, welches sich „der Gestalt des Steines angleicht und nicht dieselbe Länge behält“.<sup>1</sup> Wo die Umstände besonders sind, muss der Maßstab sich verändern, man kann nicht hoffen, dass sie sich ihm anpassen. Es ist besser, in einer konkreten Situation einen krummen, aber funktionierenden Maßstab zu haben, als

einem Ideal zu folgen, das glatt und gerade ist, aber nutzlos.

Das zu Ende gehende Jahr ist darin bemerkenswert, wie gut sich die Finanzmärkte in die ungewöhnlichen Verhältnisse gefügt haben. Wir haben die niedrigsten Zinsen aller Zeiten (die längsten Zeitreihen gibt es für die Niederlande, seit 1517),



Dr. Georg Graf von Wallwitz

Schulden wie im Krieg und ein Wirtschaftswachstum, das den Namen nicht verdient. Die Nachrichtensplitter des Jahres lesen sich nicht gut: Die USA schulden den Chinesen mittlerweile 3 Billionen Dollar und machen wenig Anstalten, sie in gleicher Kaufkraft zurückzuzahlen. Japans Banken haben

900% ihres Eigenkapitals in heimische Staatsanleihen investiert (zum Vergleich: Bei Britischen Banken sind es 25%). Das größte griechische Privatkonto bei der HSBC in Genf ist wohl der Familie des letzten sozialistischen Ministerpräsidenten Papandreou zuzuordnen. Immerhin EUR 550 Millionen in liquiden Mitteln.<sup>2</sup> Das sieht

<sup>1</sup> Aristoteles, *Nikomachische Ethik*, 1137b30 ff. Übersetzung Günther Bien.

<sup>2</sup> Am 3. Dezember kam die Nachricht, dass ein israelisch-griechischer Finanzier nun behauptet, das Geld gehöre zu seinem irischen Hedge-Fonds und laufe nur zufälligerweise auf den Namen Papandreou. Wir halten unsere Leser auf dem Laufenden.

# BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 87, Dezember 2012 / Januar 2013

alles nicht schön aus, aber wir haben uns daran gewöhnt, wie es scheint. Wer diese sehr realen Probleme ernst genommen hat, hat ein gutes Aktienjahr verpasst. In solchen Zeiten zeigt sich der Wert der Lesbischen Regel.

## Die USA kommen als erste auf die Füße

Wir Europäer müssen immer wieder mit Bewunderung feststellen, wie es den Amerikanern gelingt, sich aus eigener Kraft aus ihren Problemen zu befreien. Die Bush-Ära endete mit zwei großen Ungleichgewichten, die sich in den vorangegangenen 30 Jahren aufgebaut hatten. Die privaten Haushalte waren zu hoch verschuldet und die Leistungsbilanz eine Katastrophe. Beide Probleme haben heute viel von ihrem Schrecken verloren.

Die privaten Haushalte haben sich auf Kosten des Staatshaushalts und der Banken deutlich entschuldet. Der Staat hat Schulden aufgenommen, um das Abstürzen der Wirtschaft zu vermeiden, während die Privaten ihre Ausgaben auf ein vertretbares Maß zurückgefahren haben. Gleichzeitig haben die Banken erhebliche Abschreibungen auf ihre Kreditportfolios<sup>3</sup> vorgenommen und sich frisches Geld durch Kapitalerhöhungen geholt. Dadurch ist der Schuldenberg von 130% auf 100% des verfügbaren Einkommens ge-

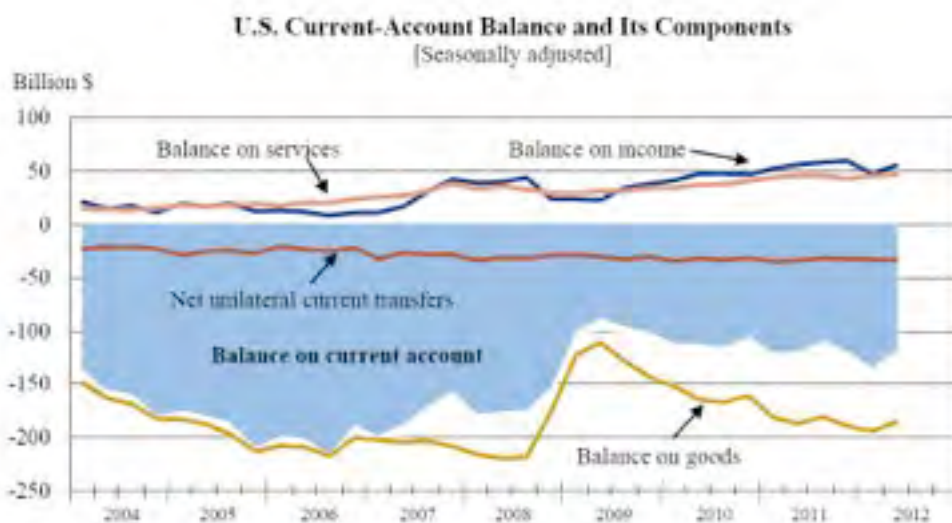
schrumpft und, in Kombination mit den extrem niedrigen Zinsen, tragbar geworden. Die privaten Haushalte leiden noch unter der hohen Arbeitslosigkeit, aber im Prinzip geht es ihnen gut. Das Leistungsbilanzdefizit ist noch immer unschön, aber der wichtigste Grund für das Defizit, der viel zu hoch bewertete Dollar, ist bereinigt.

Insgesamt sieht es so aus, als seien die USA auf einem guten Weg. Im Rahmen der Beseitigung des Fiscal Cliff werden bis



Weihnachten noch Nebelkerzen geworfen und die Hände gerungen, aber dann will doch jeder seinen Schreibtisch leer haben und nach Hause gehen. Und dann können die USA der eigenen Gesundheit mehr oder minder tatenlos zusehen. Auch ohne irgendwelche Sparbemühungen verringert sich das Defizit ja (wie im Keynesianischen Lehrbuch vorgesehen) von 13,3% im Jahr 2009 auf 7,3% im Jahr 2013 (IWF-Schätzung, unter der Voraussetzung, dass das „Fiscal Cliff“ nicht stattfindet). Und im Jahr

<sup>3</sup> [http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2009/01/c1/table1\\_15.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2009/01/c1/table1_15.pdf)



Quelle: IWF

2017 wird es, auch wenn keinerlei Sparbemühungen unternommen werden, auf 4,2% geschrumpft und die Staatsverschuldung (netto) wird von heute 73% der Wirtschaftsleistung auf dann 82% gestiegen sein. Das ist ein Niveau, mit dem die USA in den 50er-Jahren problemlos umgegangen sind und über das sich damals niemand so richtig aufgeregt hat.

Wenn die USA allerdings doch etwas sparen und sich in den Cliff-Verhandlungen auf ein Gürtelengerschnallen in der Größenordnung von 2% bis 2,5% einigen, ist bereits im nächsten Jahr eine Stabilisierung der Staatsschuld erreicht. Für die Wirtschaft würde das zwar Stagnation oder Schlimmeres bedeuten, aber es wäre immerhin der Boden für deutliches und nachhaltiges Wachstum im Jahr 2014 gelegt.

### China zahlt drauf

Natürlich ist eine solche Anpassung nicht ohne Kosten zu haben. Wenn die Schulden plötzlich nicht mehr drücken, kann man davon ausgehen, dass bei irgendjemandem Geld fehlt. Gewiss haben die Banken erhebliche Abschreibungen gehabt, die zur Entschuldung des privaten Sektors geführt haben. Die meisten Ban-

ken haben so massive Kapitalerhöhungen gemacht, dass sie nun andere Eigentümer haben als noch 2007. Aber das erklärt noch nicht die ganze Entschuldung. Es liegt nahe, auch beim größten Gläubiger der USA, den Chinesen, nachzusehen, ob noch alles da ist.

China hat etwa 3.000 Milliarden Dollar an die USA ausgeliehen. Darauf bekommen sie Zinsen von etwa 0%. Der Dollar fällt seit einigen Jahren mit durchschnittlich 4% p.a. gegenüber dem Renminbi. Gleichzeitig sind die Preise in China um durchschnittlich 4% p.a. gestiegen. Zusammengenommen bedeutet das, dass China auf seine in den USA geparkten Währungsreserven real jedes Jahr 8%, das sind 240 Milliarden Dollar, verliert. Das läppert sich über die Jahre. Das ist der Unterschied zwischen den Kleinen und den Großen: Die Griechen bitten um einen Schuldenschnitt, die Amerikaner holen ihn sich. Jedenfalls ist es auf diese Weise kein Wunder, wenn die Amerikaner ihr Schuldenproblem in den Griff bekommen, ohne dass es ihnen weh tut.

Dabei sind die Währungsreserven noch das geringere Problem der Chinesen. Hauptproblem bleibt die Struktur der Wirtschaft, die eines kleinen hungrigen Tigers würdig ist, ganz auf den Export fixiert, mit enormer erzwungener Sparquote, ohne Rücksicht auf die Konsumbedürfnisse der Bevölkerung. Das hat damit zu tun, dass die Exportorientierung in den vergangenen 30 Jahren gut funktioniert hat und dass die Parteifunktionäre ihre eigenen (mittlerweile) erheblichen Ersparnisse in die entspre-



chenden Firmen investiert haben. Aber diese Struktur funktioniert nicht mehr, denn China ist zu groß für diese Welt, um seine Exporte unbegrenzt zu steigern. So wird China anfangen müssen, sich irgendwann selbst seine Waren abzukaufen, auch wenn das weh tut und bedeutet, der Bevölkerung in Zukunft einen Teil vom Kuchen zu lassen, der bislang an die Partei gegangen ist.

### **Was tun im Jahr 2013?**

Damit kommen wir zum praktischen Teil dieses Blatts. Staatsanleihen sind wenig attraktiv. Entweder sie zahlen keine Zinsen (D, USA und UK), oder zu wenig für das Risiko, welches sie für den Investor bedeuten. Durch die Zentralbanken werden die Zinsen künstlich niedrig gehalten, um die Staatshaushalte zu entschulden. Der staatliche Druck auf die Banken und die Furcht der Anleger halten die Zinsen niedrig, sind aber beide kein guter Ratgeber für Investitionsentscheidungen. Von Anleihen höchster Bonität und langer Laufzeit werden wir daher wohl im ganzen nächsten Jahr nichts halten. Bessere Einkommensströme gibt es da aus einer Immobilienaktie (REIT) wie der **Hamborner AG**, die ein deutlich höheres Risiko hat als Staatsanleihen, dafür aber eine recht verlässliche Dividende von 5,5% abwirft, die sie weitgehend mit der Vermietung deutscher Gewerbeimmobilien erwirtschaftet. Wer die Volatilität aushält, ist mit einem REIT langfristig besser bedient als mit einer Staatsanleihe.

Abgeneigt sind wir auch gegenüber Rohstoffen, deren Preise fast ausschließlich am chinesischen Investitionshunger hängen. Sollte dieser nachlassen, sieht es schlecht aus für die Industrierohstoffe im Allgemeinen und die Wirtschaft Australiens im Besonderen. Ob es wirklich zu Ende geht mit dem Rohstoffboom ist schwer zu sagen, aber das allein sollte ein Grund sein, bei Investitionen vorsichtig zu sein.

Andererseits ist es hinreichend wahrscheinlich, dass der Konsum in China mindestens so stark weiter wächst wie in der Vergangenheit. Für China wäre es, wie gesagt, gut, wenn er noch stärker wachsen würde. Für die französischen und italienischen Luxusgüterkonzerne dürften die guten Zeiten weiter gehen.

In einer besonderen Position ist an dieser Stelle die **AIA**, ein in Hong Kong notierter Versicherungskonzern. Die AIA ist das aus der Muttergesellschaft herausgelöste und separat an die Börse gebrachte Asiengeschäft der AIG, die im Zuge der Finanzkrise in die Mutter aller Schwierigkeiten geraten war. Asien, und insbesondere China, braucht aber Versicherungen. Es gibt dort keine Sozialversicherung, die den Namen verdient und immer weniger Kinder. Für jeden Chinesen, der es sich leisten kann, ist es nur logisch, eine Lebensversicherung abzuschließen. Ein in Deutschland heute weitgehend sinnloses Produkt ist in China sensationell nützlich. Die AIA ist nicht eben billig bewertet, aber sie ist hervorragend positioniert in einem Markt mit großem Potential und hat gegenüber den europäischen Versicherern den Vorteil, in Staatsanleihen investieren zu können, die noch Zinsen abwerfen.

Japan ist in vieler Hinsicht das Gegenteil von China, manchmal aber auch der Vorläufer. Die wichtigste Statistik des Jahres ist, dass in Japan im Jahr 2012 erstmals mehr Windeln für Erwachsene verkauft worden sind als für Kinder. Für die gewaltigen Staatsschulden bedeutet dies, dass immer weniger Schultern eine unaufhörlich wachsende Last tragen. Dass dies ein Problem ist, weiß jeder, der bei Madoff investiert hatte: Wilde Versprechungen (im Fall von Japan: dass der Staat seine Schulden bedient) können nur so lange gehalten werden, wie mehr neue Opfer in das System hereinkommen als alte ihr Geld zurück verlangen. Wenn in Japan der

Tag nicht mehr weit ist, an dem mehr Alte ihre Staatsanleihen verkaufen müssen, als junge Käufer nachwachsen, dann haben wir jedenfalls lieber die Aktien des größten Windelfabrikanten **Procter & Gamble** als japanische Staatsanleihen.

**Fresenius Medical Care** ist noch so eine Firma, die an der globalen Vergreisung gut verdient. Sie hat ein extrem stabiles Einkommen, da an der Dialyse ungern gespart wird. Und da stabile Einkommensströme bei allen, die händeringend nach einer Alternative zur weitgehend zinslosen Staatsanleihe suchen, immer beliebter werden, dürften solche Aktien in noch größere Mode kommen.

Müssten wir das Jahr 2013 mit vier Aktien auf einer einsamen Insel verbringen, wären es wohl Hamborner, AIA, P&G und Fresenius Medical. Davon abgesehen würde ich eine Bibliothek mitnehmen auf die Insel und einen sehr großen Vorrat an Gummibärchen.

In diesem Sinne frohe Weihnachten.

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

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 ist kein Anlagevorschlag 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 nicht anders vermerkt, Bloomberg.