

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 97, März 2014

Raum und Stillstand

Obwohl die Kosmologie schon lange keine philosophische Disziplin mehr ist, sondern spätestens seit Newton (der einige ganz lausige philosophische Auffassungen vertrat) ganz den Physikern überlassen wurde, ist dort keine Ruhe eingekehrt. Im Gegenteil, alle paar Jahre ändert sich die Mehrheitsmeinung über das Woher, das Wohin und den aktuellen den Zustand unserer Welt, was beim interessierten Laien die Vermutung nahe legt, dass es sich bei der Physik um eine nicht weniger spekulative Wissenschaft handelt als bei der Philosophie - nur die Vermarktung ist professioneller. Der Physiker kann seine Meinung - sehr zum Neid der Philosophen - mit bunten Formeln ausrechnen und mathematisch begründen und hat dadurch einen unbestreitbaren Vorsprung an Seriosität.

Und so müssen wir auch die neueste Wendung in der Kosmologie äußerst ernst nehmen, wonach das Universum weder still steht (*steady state*), noch sich einfach nur ausweitet, sondern sich sogar *dynamisch* ausdehnt. Diese Ausdehnung verdankt sich dem Einfluss einer bemerkenswerten Energie, welche den bislang für leer gehaltenen Raum in jeder seiner Ecken erfüllt, mit jeder Ausdehnung mehr wird und so für eine immer schnellere Ausdeh-

nung sorgt. Der Raum dehnt sich und schafft sich selbst jene neue Energie, welche das Auseinanderdriften ehemals guter kosmischer Nachbarschaften forciert. Die neueste Kosmologie kennt damit auch keinen leeren Raum mehr, sondern nur noch energiegeladene Existenz.¹

Nicht nur aus philosophischer, sondern auch aus ökonomischer Perspektive können wir die

Ausführungen der Physiker nur mit blankem Neid verfolgen. Wachstum, welches sich selbst nicht nur füttert und erhält, sondern auch beschleunigt, wäre genau die Lösung aller irdisch-ökonomischer Probleme, welche die Welt derzeit plagen. Die globale (im Sinne von: irdische) Ökonomie kämpft ja mit



Dr. Georg Graf von Wallwitz

nichts so sehr wie mit der **Stagnation**, ihr ist der Schwung abhanden gekommen. Die Leerstellen, die sie produziert, füllen sich derzeit nicht mit Energie (im wirtschaftlichen Kontext nimmt die **Innovation** diese Stelle ein), sondern sie bleiben leer, öde, dumpf. Die Beinahe-Zusammenbrüche von 2008 und 2011/12 haben nicht Mut gemacht, sondern Ratlosigkeit verbreitet.

Auch wenn das Ganze stagniert, so bewegen sich doch die Teile. Bleibt der Kuchen gleich groß, so muss der eine verlieren, was der an-

¹ Vgl. etwa David Kaiser: *Cosmic Inflation*. In: London Review of Books vom 6. Februar 2014, S. 27.

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 97, März 2014

dere gewinnt. Und um eher auf der Seite der Kuchengewinner zu stehen, ist der Blick auf die Geschäftsmodelle entscheidend. Nicht jede Firma sieht in einer solchen Marktphase gleich gut aus.

Einen Hinweis auf das, was heute noch funktioniert, gibt ein Vergleich zwischen dem deutschen, französischen und italienischen Aktienmarkt. Der unten stehenden Grafik lässt sich entnehmen, wie die drei entsprechenden Aktienindizes in den letzten Jahren gelaufen sind. Lange Zeit haben sie sich etwa parallel bewegt, ähnlich wie der Entwicklung ihrer Volkswirtschaften. Seit dem Jahr 2009 gibt es aber eine deutliche Differenz. Während die Aktien sich in Italien kaum bewegt haben, sahen die Märkte in Deutschland und Frankreich eine satte Aufwärtsbewegung. Sähe man sich nur die volkswirtschaftlichen Daten an, so müsste sich die Börse in Paris eher so bewegen wie die Mailänder als wie die Frankfurter Börse. Denn Frankreich stagniert etwa genauso wie Italien. Der Unterschied liegt in der **Struktur der Aktienindizes**. Während in Mailand kaum noch Firmen notiert sind, die für den Weltmarkt produzieren, finden sich in Paris einige Global Player: Total, L'Oreal, LVMH, Danone, Airbus, Air Liquide, Axa, Sanofi, Michelin ... um nur einige zu nennen. Die Gewinne dieser Firmen hängen weit mehr an der Entwicklung der **Weltkonjunktur** als am französischen Markt. Daher sind sie weit weniger betroffen von der Malaise daheim.

Daraus lässt sich folgern, dass es normalerweise eine gute Idee ist, in Ländern zu investieren, in denen es einen funktionierenden Rechtsstaat gibt und marktwirtschaftliche Prinzipien. Wenig Korruption, einen effizienten Staat und eine gut ausgebildete Bevölkerung. Nur in solchen Ländern hat der Aktionär eine reelle Chance, dass Firmen Geld erwirtschaften, welches auch bei den Eigentümern ankommt. Das engt das Universum, in welchem Investitionen dauerhaft sinnvoll sind, deutlich ein.

Ob das Geschäftsmodell nicht nur eines Landes, sondern auch einer Firma in Zukunft funktioniert, weiß man vorher nie, es kann immer etwas dazwischen kommen. Einem Unternehmen kann Konkurrenz erwachsen, es kann das Produkt obsolet werden, es kann das Management beschließen, das Unternehmen in einen Weltkonzern zu wandeln. Aber der Blick in die Vergangenheit ist ein gewisser Indikator, ob das Unternehmen wenigstens bislang funktioniert hat - und dann kann man sich überlegen, ob man die Zukunftsaussichten für ähnlich rosig hält.

Der DAX hat **in den letzten 20 Jahren** - ein in kosmischen Dimensionen kurzer, für unsere Zwecke aber hinreichender Zeitraum - um 7,3% pro Jahr zugelegt. Damit hat er ein gutes Stück schlechter abgeschnitten als MDAX (9,8% p.a.) und Dow Jones (8,9% p.a.). In diesen Jahren haben ihn einige Mitglieder viel Kraft und Performance gekostet, wie etwa Epcos, Karstadt oder die Commerzbank. Der



BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 97, März 2014

MDAX hat es insofern besser, als die Titel, die sich besonders stark entwickeln (und denen dann oft die Luft ausgeht), an den DAX weiter gereicht und ausgetauscht werden gegen Titel, die sich besonders schlecht entwickelt haben (und oft, wie zuletzt die Metro, viel Potenzial nach oben haben). Der Dow Jones profitiert durch seinen Gewichtungsmechanismus von einem ähnlichen Effekt.

Sehen wir uns den DAX an, so fällt auf, dass die **Finanzwerte** keine guten Investitionen waren. Die Commerzbank hat in den letzten 20 Jahren -8,3% pro Jahr verloren. Die Deutsche Bank konnte lediglich um 2,9% p.a. zulegen, die Allianz um 3,0% p.a. Das ist weniger als zweijährige Bundesanleihen im selben Zeitraum gebracht haben. Lediglich die Münchener Rück sieht etwas besser aus, mit 6,8% p.a. Bei den Finanztiteln liegt die Vermutung nahe, dass das Geschäftsmodell eher schwierig ist.

Die **Versorger** haben ebenfalls schlecht abgeschlossen, RWE kommt nur auf 4,5% p.a. Die Baubranche war ebenfalls schwierig: Hochtief hat über 20 Jahre klägliche 3,4% p.a. abgeworfen, Bilfinger immerhin 7,0%. Besser als der DAX war hier aber niemand. **Kapitalintensive** Unternehmen wie Thyssen (später: Thyssenkrupp) und Lufthansa (immerhin 6,8% p.a.) konnten auch nicht richtig Freude machen. Das Geschäftsmodell von Daimler (mal „Weltkonzern“, mal auch „integrierter Technologiekonzern“ genannt) war ebenfalls fast nur für das Management lukrativ, während die Aktionäre weitgehend leer ausgingen.

Gut haben sich die anderen **Autotitel** geschlagen, auch wenn der größte Teil der guten Wertentwicklung (um 12% p.a.) aus den letzten vier Jahren stammt. Siemens war sehr volatil, hat aber immerhin 9,2% p.a. abgeworfen. Worin das Geschäftsmodell von Siemens besteht, lässt sich aber nicht leicht sagen, in den letzten 20 Jahren hat der Konzern viel versucht und viel wieder sein gelassen.

Interessant sind Unternehmen, die sowohl ein **erkennbares Geschäftsmodell**, als auch attraktive Renditen für die Aktionäre produziert haben. Henkel macht Kleber (Pritt) und

Waschmittel (Persil und Schwarzkopf), was jeder versteht. Und die Aktie hat über 20 Jahre 13,9% p.a. zugelegt. Oder BASF, das sich bemüht, der größte und damit effizienteste und kostengünstigste Chemiekonzern der Welt zu sein. Die Aktie hat um 17,3% p.a. zugelegt. Bayer, das lange nicht wusste, ob es eher ein Chemie-, oder eher ein Pharmaunternehmen ist, hat es immerhin noch auf 13,2% p.a. gebracht. Das sind die Titel, die dem DAX zu seiner leidlichen Wertentwicklung verholphen haben.

Das ganze lässt sich weiterspinnen. Hugo Boss (ebenfalls ein eindeutiges Geschäftsmodell, überschaubare Kapitalintensität und keine Selbstbedienung für das Management) hat über 20 Jahre 23,7% p.a. gebracht. Amazon (dito) 39% p.a. seit dem Börsengang (allerdings nur 11% p.a. seit der Jahrtausendwende). Nestle (+12,7% p.a.) und Roche (+10,8% p.a.) sind ebenfalls hervorragend gelaufen.

Der Blick in die Vergangenheit reicht natürlich nicht, um für die Zukunft trittsicher zu sein. Aber etwas wird deutlich: Es sind weniger die glamourösen Unternehmen (Allianz, Daimler, Deutsche Bank), die dem Aktionär etwas bringen, sondern vielmehr diejenigen, die nicht mehr sein wollen, als sie sind. Es hilft eine marktbeherrschende Stellung, welche die Konkurrenz klein hält (BASF, Henkel, Amazon); solides Management; Unabhängigkeit von staatlicher Regulierung (so weit das möglich ist - die Versorger jedenfalls büßen derzeit ihre Staatsnähe); und Teilhabe an der Entwicklung der Weltkonjunktur.

Das ist etwa der **qualitative Filter**, durch den ein Unternehmen kommen muss, um auf Dauer erfolgreich zu sein. **Glück** gehört übrigens auch noch dazu. Für solche Unternehmen ist es dann auch nicht wichtig, ob das Universum, in dem sie sich bewegen, stagniert oder expandiert. Sie finden immer ihren Weg. Sie sind die wahren Witwen- und Waisen-Papiere.

Dr. Georg v. Wallwitz, CFA

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.