



Standpunkt

März 2009

Nach dem Platzen der Großen
Schuldenblase – Ein erster
Versuch, etwas dazu zu lernen

©2009. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Alte Mainzer Gasse 37, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

Nach dem Platzen der Großen Schuldenblase – Ein erster Versuch, etwas dazu zu lernen

- ◆ Die größte Wirtschafts- und Kapitalmarktkrise seit der Großen Depression liefert dem Anleger in vielerlei Hinsicht einen echten Stresstest von Modellen, Erwartungen und Ideologien, aber natürlich auch von Portfolien und Investments.
- ◆ Aus dieser Entwicklung müssen wir alle lernen, auch wenn man nicht glauben soll, dass man damit auch die nächste Krise im Griff hat. Die nächste Krise wird kommen, und sie wird wieder anders sein als die heutige. Dennoch müssen wir als Anleger ein Leben lang dazu lernen, um durch die nächsten Turbulenzen etwas besser durchzukommen.
- ◆ Eine Erkenntnis aus der Krise ist die, dass sich das Risiko von Kapitalanlagen nur rudimentär quantifizieren lässt. Ein Risikomanager ist jemand, der Zusammenhänge versteht, und nicht einer, der Zahlen berechnet. Der gesunde Menschenverstand sollte ein Comeback erleben.
- ◆ Nötig ist die Neueinschätzung von Risiko und Ertrag einzelner Assetklassen. In den letzten Jahrzehnten waren die Risiken höher und die Erträge niedriger, als die Lehrbuchlogik impliziert. Dem Managen der vernachlässigten Risikokategorie „Liquidität“ kommt eine zentrale Funktion im Asset Management zu.
- ◆ Der Nutzen von Diversifikation hat Grenzen. „In der Baisse fällt alles außer der Korrelation“. Dennoch bleibt das Streuen der Risiken eines der wenigen Waffen, Risiken zu managen, auch wenn man im Krisenfall keine Wunder erwarten darf.
- ◆ Der Wunderglaube an die Experten ist weiter geschwunden. Wir Menschen, aber auch unsere Computermodelle, können mit der Komplexität und den Interdependenzen einer Welt im Wandel nur schwer mithalten. Diese Selbsterkenntnis sollte zu Demut und vorsichtigem Agieren verhelfen.
- ◆ Die grundlegenden Säulen unserer Wirtschaft und damit unserer Kapitalmärkte, nämlich Marktwirtschaft, Globalisierung und Europäische Einigung ruhen in der Krise nicht auf festem Boden. Das Infragestellen des „Systems“ bleibt in Kontinentaleuropa ein automatischer Reflex auf jede Krise. Hoffentlich verlieren wir nicht vollends den Glauben in den Liberalismus, denn eine sich ausbreitende Regulierung und Protektionismus hatten schon in einer mit heute vergleichbaren Finanzkrise 1873 das abrupte Ende des langen Booms der Gründerzeit bedeutet.

Nach dem Platzen der Großen Schuldenblase – Ein erster Versuch, etwas dazu zu lernen

Die vergebliche Suche nach dem Schuldigen

„History may not repeat itself, but it does rhyme a lot“. Dieses berühmte Diktum von Mark Twain macht deutlich, worum es bei den notwendigen Folgerungen aus der Finanzmarktkrise nach dem Platzen der Großen Schuldenblase geht. Die Vergangenheit wiederholt sich nicht in exakt der gleichen Form, aber taucht in immer neuen Mustern wieder auf. Wir sind es uns schuldig, aus den Erfahrungen der Gegenwart, insbesondere den Fehlschlägen, etwas zu lernen und zukünftig weniger naiv an manche Dinge heranzugehen.¹ Dennoch hat die Erkenntnis Grenzen und ist immer nur vorläufig. Wir sollten uns nicht der Illusion hingeben, dass die Erkenntnisse aus der Entstehung dieser Krise alle zukünftigen Krisen verhindern werden. Denn die psychologische Grundbasis der gegenwärtigen Krise wie auch der vorangegangenen Hausse, der irrationale Zyklus von Gier und Angst, gehört zur Condition humana und prägt die menschliche Geschichte.²

Wir können uns durch die Erfahrungen dieser Krise für manches Unwetter der Zukunft wappnen, aber das nächste große Drama wird möglicherweise ganz andere Ursachen haben, in anderer Form auftreten und ganz andere Verläufe nehmen als die Krisen der Vergangenheit. Mit dem Platzen der Schuldenblase geht ein Zeitalter von Überschuldung, Leverage und US-Zentrismus zu Ende, und etwas Neues (Unbekanntes) steht bevor, auch wenn wir die Krise bisher nicht dazu nutzen, unsere Lebensweise generell in Frage zu stellen.³ Daher werden wir die nächste Krise trotz aller Versuche, vorbereitet zu sein, möglicherweise wieder unvorbereitet erleben. Oder um es in der Sprache der Medizin auszudrücken: Es mag sein, dass wir aus den Pockenepidemien der Vergangenheit mit einem Mittel gegen Pocken hervorgegangen sind, aber das heißt nicht, dass man damit auch Aids und alle zukünftigen Krankheiten besiegen kann.

Wenn die Politik heute behauptet, dass sie durch eine vollständige Regulierung der Märkte alle zukünftigen Fehlentwicklungen verhindern könne, dann ist diese Hybris nicht kleiner als die der Banken während der großen Schuldenblase. Man könnte rückblickend tausende von Dingen nennen und analysieren, die während der letzten 20-30 Jahre schief gelaufen sind; man kann Zeitpunkte nennen, an denen Fehlentscheidungen getroffen wurden; man kann Entschieden aus heutiger Sicht vorwerfen, dass sie Warnsignale bewusst oder unbewusst ignoriert haben. Aber nach der Ziehung kennt jeder die Lottozahlen. Auf das gegenwärtige Szenario war niemand vorbereitet und viele Teile dieses Crashes können tatsächlich eine gewisse historische Einmaligkeit für sich in Anspruch nehmen.

Wir alle sind für die Fehlentwicklungen mitverantwortlich (wenn auch zugegebenermaßen in unterschiedlicher Größenordnung). Ob Otto Normalverbraucher, der mit einer Sparbuchrendite nicht mehr zufrieden war, der Bankangestellte, der seinen Bonus steigerte und das Risiko unterschätzte, der Analyst, der die Welt nicht verstanden hat, der Unternehmer oder CEO, der an Allmachtgefühlen und Hybris litt, die Regulierungsbehörden, welche viele Zusammenhänge falsch interpretierten oder die Zentralbanken, die viele Jahrzehnte überexpansiv agierten.⁴ Niemand sollte aus dem Glashaus zu aggressiv mit Steinen schmeißen. Ein bisschen Demut und Bekenntnis zur eigenen Verantwortung stünde den meisten Beteiligten angesichts der Megakrise gut zu Gesicht, auch wenn „Haltet den Dieb“-Schuldzuweisungen in dieser Situation natürlich wohlfeil sind. Wenn Politik und Medien „Die Gier der Banker“ in fast schon gebetsmühlenartiger Form als alleinige Ursache der weltwirtschaftlichen Probleme brandmarken, sollten sie bedenken, dass auf den, der mit dem Finger auf andere Menschen zeigt, selber drei Finger zeigen.

„Risk is one word, but it is not one number“

Dieser Satz, mit dem der Universitätsprofessor der Cass Business School in London, Harry Kat, gerne seine Risikomanagement-Seminare beschließt, fasst aus Sicht des Kapitalanlegers die wichtigste Erkenntnis aus der gegenwärtigen Krise zusammen. Das Risiko eines Investments lässt sich nicht in einer einzigen Zahl, ja vielleicht überhaupt nicht quantitativ erfassen.⁵

Eigentlich wussten wir alle schon immer, dass das Risiko einer Kapitalanlage durch (aus historischen Zeitreihen berechnete) Kennzahlen wie Volatilität, Value at Risk, Tracking Error, Maximum Drawdown oder Shortfall Risk nicht wirklich beschrieben wird. Nur wenige Dinge im Leben sind stationär und normalverteilt.⁶ Verteilungen, Erwartungswerte, Korrelationen und Volatilitäten sind instabil und ihre Entwicklung kaum prognostizierbar. Es gibt permanente Strukturbrüche in der Weltwirtschaft, gerade in Zeiten einer dynamischen Globalisierung. Die Zusammenhänge zwischen Wirtschaftssektoren, Ländern, Unternehmen und Assetklassen sind alles andere als konstant, alles ist im Wandel. Dies lässt kaum erwarten, dass gerade Marktdaten konstant sind (vgl. Abbildung 1).

Abbildung 1: Volatilität als Risikomaß

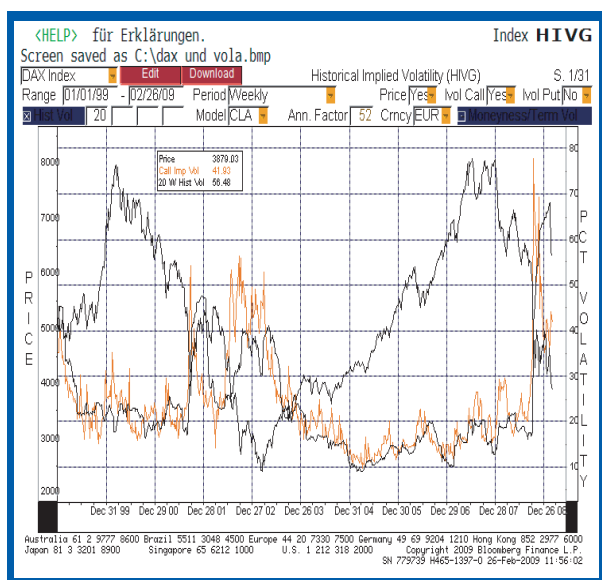


Abbildung 1 zeigt überdeutlich, dass beispielsweise weder die impliziten noch die historischen Volatilitäten des DAX im Zeitverlauf (auch nur annä-

hernd) konstant sind. Und sie sind auch kein gutes Maß des Risikos, denn vor den großen Baissen in 2000-2003 und 2007-2009 waren sie gerade besonders niedrig (und am Ende der Baisse 2003 besonders hoch). Die Volatilität und davon abgeleitete Risikomaße führen anscheinend systematisch in die Irre.

Dennoch sind quantitative Risikomodelle, die auf Vergangenheitsbeobachtungen und Linearitätsannahmen fußen, in den letzten Jahren im Rahmen der Technologierevolution immer mehr ins Zentrum vieler Überlegungen bei der Kapitalanlage, im Research, im Controlling und im Risikomanagement gerückt. Das Argument dafür war ganz klar, dass zwar jeder weiß, dass das Risiko eines Assets mit reinen Kennzahlen unzureichend beschrieben ist, dass es aber besser ist, Risikokennzahlen zu kennen als gar nichts.

Aus heutiger Sicht sind wir uns da nicht mehr so ganz sicher. Es erscheint nämlich so, als hätte die Verfügbarkeit von Kennzahlen bei vielen Entscheidern zu einer Pseudosicherheit geführt, weil man dachte, dass man das Risiko durch die Kennzahlen gut verstehen und sogar steuern könne. Und wenn man glaubt, dass man die Risiken im Griff hat, ist man geneigt, zu viel Risiko zu nehmen. Hätte man über das Risiko nichts (Quantitatives) gewusst, hätte man womöglich viel konservativer agiert, weil man das Risiko generell gefürchtet hätte, und was man (diffus) fürchtet, meidet man.

Wir haben den Eindruck, dass der Einsatz von rein quantitativen Risikomanagementsystemen zu den Allmachtsgefühlen vieler Akteure im Bullenmarkt beigetragen und damit die Krise eher verschärft hat (mal ganz abgesehen von der Prozyklik vieler Systeme und darauf basierender Entscheidungsprozesse – man bedenke die Handlungsempfehlung, die man aus Abbildung 1 hergeleitet hätte).

Wir werden natürlich nicht dazu auffordern, komplett den Rückzug anzutreten und alle (quantitativen) Risikomanagementsysteme über Bord zu werfen. Man muss aber für zukünftige Entscheidungen akzeptieren, dass die Kennzahlen, die quantitative Systeme liefern, lediglich ein kleiner Baustein eines wirklichen Risikomanagements sind und nicht das Denken ersetzen.

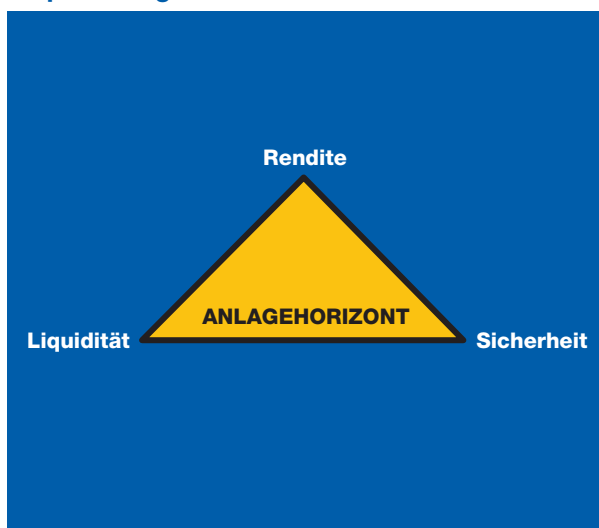
Wir wissen jetzt, dass es nicht nur „Schwarze Schwäne“ gibt, sondern dass sie auch in Scharen auftreten können.⁷

Letztlich ist das Risiko eines Assets oder einer Assetklasse ein ganzheitlicher Begriff.⁸ Ein Risikomanager muss jemand sein, der Zusammenhänge begreift, nicht jemand, der Zahlen berechnet. Insbesondere kann man das Risiko eines Investments nur dann richtig einschätzen, wenn man das Investment grundlegend verstanden hat. Aus unserer Sicht sollten wir in den nächsten Jahren (auch wenn es in Zeiten der Hochtechnologie naiv klingt) ein Comeback des gesunden Menschenverstandes erleben. „What cannot go on forever, won't go on forever“. Dieser Satz sagt in manchen Zeiten mehr über die Risiken von Investments aus als jede Kennzahl, die man berechnen könnte.

Comeback des magischen Dreiecks der Kapitalanlage

Ein anderer Klassiker der Kapitalanlageberatung, über dessen Trivialität wir eigentlich längst hinweg zu sein glaubten, hat in den letzten Jahren ein fulminantes Comeback erlebt: das magische Dreieck der Kapitalanlage. Um ein Lehrbuch zu zitieren: „Der Wunsch nach höchster Rendite bei absoluter Sicherheit und jederzeitiger Verfügbarkeit des eingesetzten Kapitals (Liquidität) birgt einen Zielkonflikt, bekannt als das magische Dreieck der Kapitalanlage“ (vgl. Abbildung 2).⁹

Abbildung 2: Magisches Dreieck der Kapitalanlage



So banal dieser Satz für uns Profis erscheinen mag, so haben jedoch auch wir Profis dazu beigetragen, dass die Schlussfolgerungen aus diesem Zusammenhang in den letzten Jahren nicht immer die Berücksichtigung fanden, die sie verdienen. Spätestens nach der Lehman-Pleite und dem kompletten Austrocknen des Interbankenmarktes wissen wir, dass es keine risikolose Assetklasse gibt, auch wenn dieses mysteriöse Wesen überall in der Kapitalmarkttheorie herumgeistert (den Begriff „absolute Sicherheit“ würde heute gar keiner mehr verwenden).

Nicht nur die Existenz von Inflationsrisiken macht mittlerweile die Vorstellung, irgendeine Kapitalanlage sei (auf längere Sicht) risikolos, geradezu absurd. Heute wissen wir, dass sich bei der Forderung nach Liquidität, der jederzeitigen Verfügbarkeit des eingesetzten Kapitals, um gewaltige Risiken der Kapitalanlage geht, deren (zeitweises oder potentielles) Fehlen eine Assetklasse als geeignetes Investment für manche Anleger komplett in Frage stellen kann.

Die Vernachlässigung der goldenen Bankregel, dass die Höhe und Fälligkeit der von einem Kreditinstitut gewährten Kredite in enger Beziehung zu den dem Kreditinstitut zur Verfügung gestellten Einlagen stehen müssen, hat viel zum Niedergang der Banken in der gegenwärtigen Krise beigetragen. Diese implizite Liquiditäts- und Solvabilitätsforderung, dass kurzfristige Einlagen nur kurzfristig ausgeliehen werden dürfen, während langfristige Einlagen kurz-, mittel- und langfristig ausgeliehen werden können, betont die Wichtigkeit des Liquiditätsmanagements von Institutionen auf allen Seiten der Bilanz.

Liquidität ist also nicht nur ein Nebenaspekt einer Assetklasse (der unwichtige Teil des magischen Dreiecks der Kapitalanlage), den man als Berater oder Anleger nur in den Fußnoten bedenken muss, sondern originärer Bestandteil aller Planungen. Das Management von Liquiditätsrisiken (mittlerweile benutzt man häufig auch schon den Begriff „Liquidity Value at Risk“)¹⁰ wird zukünftig eine zentrale Fragestellung im Rahmen der Vermögensverwaltung einnehmen. Für Liquidität wird in den nächsten Jahren ein hoher Preis gezahlt werden.

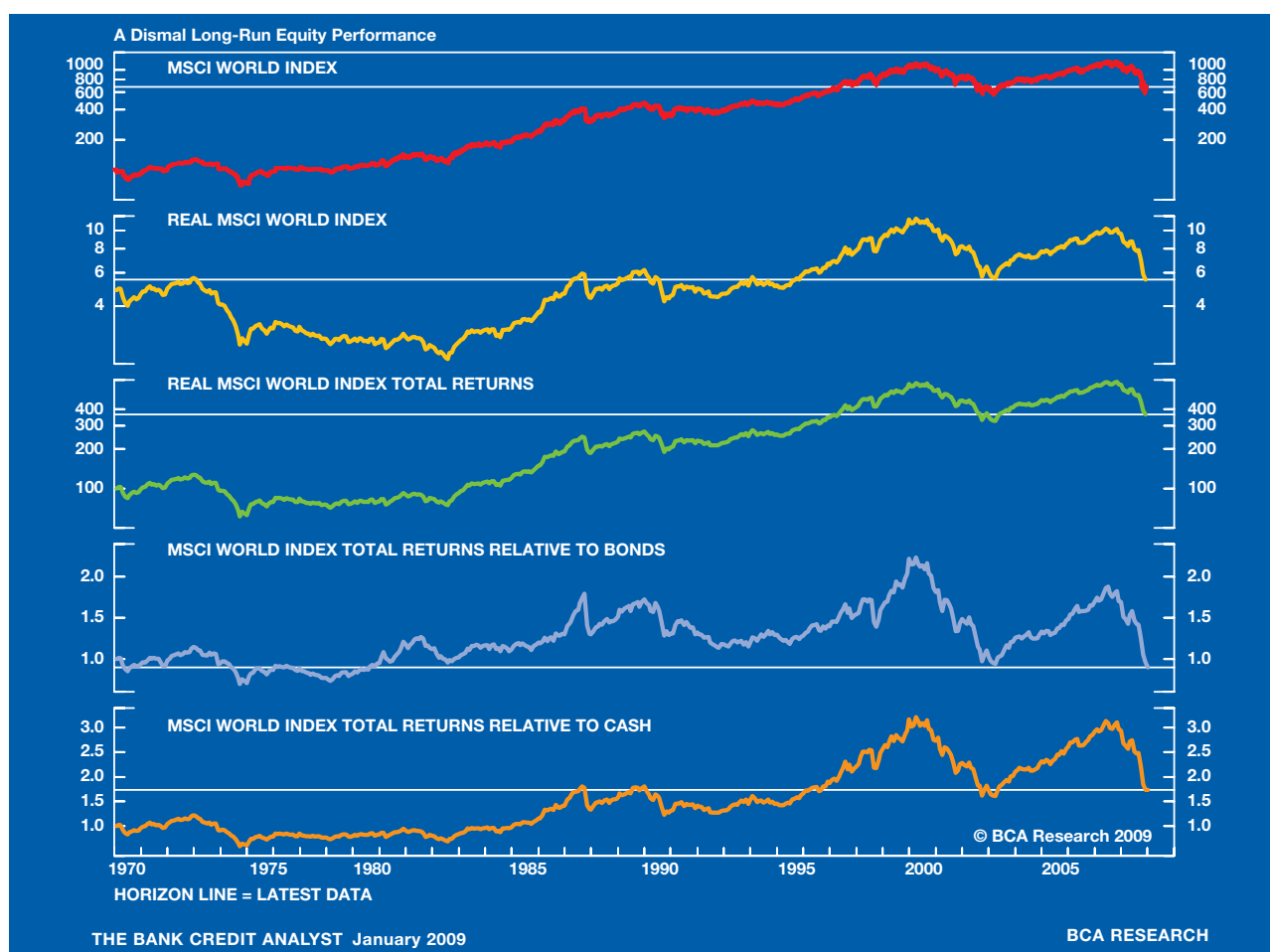
Aber auch bezüglich der beiden anderen Aspekte des magischen Dreiecks gilt es neue Erkenntnisse aus der Krise zu bedenken. Viele Assetklassen sind nicht das, wofür man sie gehalten hat. Bewiesen wurde zwar die Aussage: „Kein Ertrag ohne Risiko“. Die implizite Umkehrung „Kein Risiko ohne Ertrag“ hat sich aber leider als falsch erwiesen. Das Eingehen von (hohen) Risiken generiert nicht automatisch Ertrag. Einige risikobehaftete Assetklassen haben den realen Stresstest der Finanzmarktkrise auf Eignung für die Kapitalanlage für einige Anleger nicht bestanden.

Insbesondere muss man erkennen, dass viele Formen der Kapitalanlage auch auf lange Sicht weniger Ertrag erwirtschaftet haben und gleichzeitig durch größere Risiken gekennzeichnet waren, als man früher angenommen hat. So war beispielsweise die Aktienmarktperformance der letzten Jahrzehnte ernüchternd. Real ist der MSCI-Weltaktienkursindex Anfang 2009 wieder auf das Niveau von

1973 gefallen. Die realen Total Return-Indizes liegen zwar auf dem Niveau der globalen Renten-Performanceindizes; damit haben globale Aktien über 36 Jahre aber keine Aktienrisikoprämie über Staatsanleihen erwirtschaftet.

Dies stellt zugegebenermaßen die überlegende langfristige Performance der Assetklasse Aktien im Vergleich zu Anleihen in Frage. Wie lange ist eigentlich „In the long run“ und ist das „Buy and Hold“ von Aktien wirklich die richtige Vorgehensweise?¹¹ Was wird aus der Kapitalmarkttheorie, wenn Eigenkapital am Markt auf lange Sicht nicht höher verzinst werden würde als Fremdkapital (vgl. Abbildung 3)?

Abbildung 3: Reale Erträge von Assetklassen



Die Erkenntnis, dass man den Ertrag vieler Assetklassen in der Vergangenheit überschätzt und die Risiken unterschätzt bzw. nicht verstanden hat, dürfte bei vielen Anlegern Konsequenzen für die Asset Allocation haben. Zur Einschätzung des Risikos werden reine Risikokennzahlen an Bedeutung verlieren und Stresstests sowie Monte Carlo-Simulationen aller Art mit Recht an Bedeutung gewinnen. Die Investoren werden in den nächsten zwei bis drei Jahren das Thema Liquidität und Risikobegrenzung verstärkt in den Vordergrund stellen.

In einem solchen Umfeld werden die Asset Allocation-Entscheidungen zukünftig konservativer ausfallen als in den letzten Jahren. Dies macht die Situation für stärker risikobehaftete Assetklassen deutlich schwieriger. So werden Anleger und Berater beispielsweise klassische Balanced Mandate nicht mehr ohne weiteres mit der klassischen „70% Renten und 30% Aktien“-Gewichtung versehen, sondern eher auf niedrigere Aktienquoten gehen und taktische Asset Allocation-Entscheidungen hinzuziehen. Für den, der noch Risiken nimmt, eröffnet diese Zurückhaltung der anderen aber auch Perspektiven, denn er wird mit höheren Risikoprämien entlohnt werden.

„In der Baisse fällt alles außer der Korrelation“

Angeschlagen, aber aus unserer Sicht noch nicht k.o., ist ein weiterer Eckpfeiler der Kapitalmarkttheorie – die Risikosenkung durch Diversifikation. Durch eine breite Streuung seiner Aktiva kann der Investor laut Kapitalmarkttheorie seinen Ertrag steigern, ohne das Risiko zu erhöhen bzw. das Risiko reduzieren, ohne Ertrag aufzugeben. In diesem Sinne ist die Diversifikation das einzige „Free Lunch“ der Kapitalanlage.

In den letzten beiden Jahren konnte man durchaus an der tieferen Berechtigung des Diversifikationsgedankens zweifeln.¹² In der Finanzmarktkrise fielen simultan (fast) alle Assetklassen weltweit, nur die Korrelation zwischen ihnen stieg auf nahe Eins. Die Flucht in die Liquidität und Qualität reduzierte die Kapitalanlage auf den Wunsch nach der Sicherheit des Staates, während alle (risikobehafteten) privatwirtschaftlichen Assetklassen (ob Corporate Bonds, Hedge Funds, Rohstoffe oder globale

Aktien) weltweit parallel eine Baisse erlebten. Diversifikation testete ihre Grenzen.

Dennoch halten wir es für verfrüht, den Nutzen der Diversifikation abzuschreiben.¹³ Es wurde nie behauptet, dass Streuen das Risiko immer und zu jeder Zeit reduziert oder gar eliminiert. Wir glauben auch nach dem Crash, dass die Streuung des Vermögens grundsätzlich und strategisch das Risiko reduziert. Jedoch sollte man nicht nur auf reine statistisch-historische Korrelationen setzen, sondern ökonomische, kausale oder markttechnische Überlegungen mit einbeziehen. Man darf nicht vergessen, dass es durchaus Beispiele für erfolgreiche Streuung auch in der Finanzmarktkrise gab.¹⁴ Die Streuung aus Aktien in Staatsanleihen war durchaus erfolgreich (auch wenn das historisch nicht immer so war), weil die Aktien für Risiko und die Staatsanleihe von der (momentanen) Logik her für risikolos stand.

Analysten (aber nicht nur sie) verstehen die Welt nicht mehr

Ein Kollateralschaden der Technologierevolution und der Globalisierung ist offensichtlich, dass Analysten und Entscheider, Politiker und Ökonomen die Welt nicht mehr verstehen. Die Vernetzung von Ländern und Unternehmen und das Zusammenspiel von Assetklassen und Märkten ist in den letzten Jahrzehnten immer komplexer geworden.¹⁵ Nicht nur die Kapitalanleger, sondern auch die Entscheider in Politik und Wirtschaft müssen Entscheidungen im Umfeld extremer Unsicherheit fällen, weil die Interdependenzen der globalen Wirtschaftseinheiten extrem unübersichtlich geworden sind. Diese komplexe Vernetztheit hat die Derivaterevolution mit ihren explodierenden Volumina noch einmal exponentiell gesteigert.¹⁶

Viele Entscheidungsträger träumten in der jetzigen Krise noch von der Abkopplung einzelner Länder, Regionen oder Unternehmen, als die Bugwelle der synchronen Rezession schon vor der Haustür brandete. Anscheinend kommen wir Menschen mit der Modellbildung in unseren Köpfen (und in unseren Computern) sowie mit der Fortentwicklung unseres Weltverständnisses den wahren Entwicklungen angesichts der Dynamik des jüngsten Wandels kaum noch hinterher.

Bei der Entscheidungsfindung erfordert dies mehr Demut, als man sie zu empfinden bereit ist. In einem Umfeld, das sie nur in Teilen verstehen, müssen die Entscheidungsträger sich permanent hinterfragen, sich in möglichst kleinen Schritten bewegen und immer wieder zur Korrektur von Entscheidungen bereit sein. Risiken, die man eingeht, sollte man versuchen, so umfassend zu verstehen wie möglich. Hochmut kommt vor dem Fall, dies ist in der heutigen Zeit wahrer denn je.

„Erst wenn die Flut zurückgeht, zeigt sich, wer nackt geschwommen ist“

Ein letzter Punkt schmerzlicher Erkenntnis, der die Ertragerwartungen unserer Kapitalanlagen indirekt berührt, muss in einer solchen rückblickenden Analyse erwähnt werden. Die wirtschaftliche und politische Basis, auf der wir als Anleger agieren, ist längst nicht so gefestigt, wie man das bisher vermutet hat. Selbst Experten, Wirtschaftsinstitute und Fachleute verlieren in der gegenwärtigen Notstandsdiskussion die Übersicht, und es ist irritierend, wie schnell grundlegende Werte unseres Systems widerstandslos aufgegeben werden. In der Not spielt Ordnungspolitik keine Rolle mehr, obwohl gute Wirtschaftspolitik von Systemdenken geleitet wird.¹⁷

Die Fundamente unserer freien Ordnung werden massiv erschüttert, denn Staatseingriffe aller Art werden wieder opportun. Der Unterschied zwischen Maßnahmen zur Rettung des Systems und Maßnahmen zur Rettung überkommener Wirtschaftsstrukturen geht ganz leicht unter, stattdessen wird eine „ökonomische Vollkasko mentalität“ verankert. Um „Moral Hazard“ kümmern wir uns später, jetzt ist erst einmal kein Platz für Empfindlichkeiten. Drei Jahrzehnte Privatisierung und der schrittweise Rückzug des Staates aus dem Wirtschaftsleben werden hastig (als Irrweg?) abgewickelt.¹⁸ Selbst in den USA, dem Mutterland des Kapitalismus, leitet der neue Präsident Barack Obama einen radikalen Politikwechsel ein, nach dem der Staat es auch in Amerika richten soll.¹⁹ Was dies für die Zukunft der Marktwirtschaft und für die Ertragerwartungen der einzelnen Assetklassen bedeutet, gilt es neu zu überdenken.²⁰

Es ist in den letzten beiden Jahren deutlich geworden, dass weder die Überlegenheit der Marktwirt-

schaft, noch die Vorzüge der Globalisierung noch das Glück der Europäischen Einigung (angesichts der Bewunderung für China womöglich nicht einmal die Demokratie) wirklich unumstritten sind oder eine stabile Unterstützung der Bevölkerung haben (ein Bailout für Opel mit deutschen Steuermitteln ist bei uns noch immer akzeptierter als ein Bailout von Irland oder gar des Baltikums, auch wenn letzteres durchaus dem Geist, wenn auch nicht dem Wortlaut der Europäischen Verträge entspräche).²¹

Die Grundlagen unseres Wirtschaftssystems waren nur so lange unumstritten, wie stetiges Wachstum steigenden Wohlstand und Fortschritt garantiert hat. In der Krise werden die Marktwirtschaft, die Globalisierung und Europa eher als Teil des Problems denn als Teil der Lösung gesehen, ungeachtet aller Erfolge unseres freiheitlichen Systems in der Vergangenheit. Gerade in Deutschland und Frankreich ist die Systemfrage in der Krise sofort wieder akut, auch wenn man sich das nach dem Fall der Mauer gar nicht mehr vorstellen mag (Donald Tusk, polnischer Regierungschef: „45 Jahre Kommunismus waren eine permanente Wirtschaftskrise.“) Protektionismus, Nationalismus und der Glauben an die Staatswirtschaft sind keineswegs tot. Finanzielle Solidarität in der Eurozone ist weit entfernt.²² Wir sind seit langem nackt geschwommen, als wir dachten.

Zusammenfassung

Die größte Wirtschafts- und Kapitalmarktkrise seit der Großen Depression liefert dem Anleger in vielerlei Hinsicht einen echten Stresstest von Modellen, Erwartungen und Ideologien, aber natürlich auch von Portfolien und Investments. „Erst wenn die Flut zurückgeht, zeigt sich, wer nackt geschwommen ist“. Diese Devise frei interpretierend, könnte man sagen, dass sich die Kapitalmärkte und ihre Akteure in weiten Teilen als echtes „Nudistencamp“ herausgestellt haben.²³

Aus dieser Entwicklung müssen wir alle lernen, auch wenn man nicht glauben soll, dass man damit auch die nächste Krise im Griff hat. Die nächste Krise wird kommen, und sie wird wieder anders sein als die heutige.

Dennoch müssen wir als Anleger ein Leben lang dazu lernen, um durch die nächsten Turbulenzen etwas besser durchzukommen.

Für uns ist die erste Erkenntnis aus der jetzigen Krise, dass sich das Risiko von Kapitalanlagen nur rudimentär quantifizieren lässt. Ein Risikomanager ist jemand, der Zusammenhänge versteht, und nicht einer, der nur Zahlen berechnet. Der gesunde Menschenverstand sollte ein Comeback erleben.

Der zweite Aspekt ist die Neueinschätzung von Risiko und Ertrag von Assetklassen. Zumindest in den letzten zwanzig Jahren waren die Risiken höher und die Erträge niedriger, als die Lehrbuchlogik implizieren würde. Dem Managen von Liquidität kommt dabei eine zentrale Funktion im Asset Management zu, eine Bedeutung, die man früher eindeutig unterschätzt hat.

Drittens wissen wir nun mehr über die Grenzen der Diversifikation. „In der Baisse fällt alles außer der Korrelation“. Dennoch bleibt das Streuen der Risiken eines der wenige Waffen, Risiken zu managen, auch wenn man im Krisenfall keine Wunder erwarten darf.

Viertens ist der Wunderglaube an die Experten weiter geschwunden. Offensichtlich können wir Menschen, aber auch unsere Computermodelle, mit der Komplexität und den Interdependenzen einer Welt im Wandel nur schwer mithalten. Diese Selbsterkenntnis der begrenzten Sicht in die Zukunft sollte zu Demut und vorsichtigem Agieren verhelfen.

Schließlich haben wir gelernt, dass die grundlegenden Säulen unserer Wirtschaft und damit unserer Kapitalmärkte, nämlich Marktwirtschaft, Globalisierung und Europäische Einigung in der Krise durchaus nicht auf festem Boden stehen. Das Infragestellen des Systems bleibt in Kontinentaleuropa ein automatischer Reflex auf jede Krise. Hoffentlich verlieren wir nicht vollends den Glauben in den Liberalismus, denn eine sich ausbreitende Regulierung und Protektionismus hatten schon in einer mit heute vergleichbaren Finanzkrise 1873 das abrupte Ende des langen Booms der Gründerzeit bedeutet.

Verfasser: Werner Krämer
Tel.: 069 / 50606 - 140

Literaturverzeichnis/Quellenangaben

- ¹ R. Hank: Der amerikanische Virus, Blessing Verlag, 2009.
- ² R. Hank: Retten oder nicht retten? Eine Theologie des Bailout, Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung, 1. März 2009, S. 33.
- ³ E. Reents: Zukunft auf Halde, FAZ, 28. Februar 2009, S. 42.
- ⁴ P. Bernau: Gegen die Gier ist das Gehirn machtlos, Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung, 1. März 2009, S. 43.
- ⁵ H.M. Kat: Building A Portfolio Without Breaking Eggs, Alternative Investment Research Centre Working Paper Series, Cass Business School, Working Paper # 0025, August 2005.
- ⁶ B. Fuhr: Jenseits der Normalverteilung, FAZ.NET, 16.3.2006.
- ⁷ N.N. Taleb: The Black Swan, Penguin Verlag, 2008.
- ⁸ M. Rudolf: Mehr als Markowitz, Die Bank, 4.2008, S. 40-42.
- ⁹ http://www.heckeler-invest.de/grundlagen/dreieck_der_kapitalanlage
- ¹⁰ S. Zeranski: Mehr Erträge durch bessere Liquiditäts-Risikoanalyse, portfolio institutionell, Ausgabe 6, Dezember 2006, S. 18-19.
- ¹¹ J. Mauldin: While Rhome Burns, Thoughts from the Frontline, 20. Februar 2009.
- ¹² C. Jones: Does Diversification Still Work?, NAPF Investment Conference Paper 2009, S. 95-97.
- ¹³ O. Mahmoodi: Es lebe die Diversifikation, FTD Online, 19.11.2008; J. Dahlmanns: Erfolgreiche Diversifikation von Geldanlagen, Igel Verlag, 2009.
- ¹⁴ A. Mowat: Sinking Ships – Rising Correlations between asset classes, J.P. Morgan Global Equity Research, 31. Januar 2009.
- ¹⁵ R.A. Haugen: The New Finance – Overreaction, Complexity and Uniqueness, New Jersey, 2004.
- ¹⁶ M. Zaß: Die derivate Revolution – Kritischer Rückblick eines Wegbereiters, Börsenzeitung, 14.2.2009, S. 4.
- ¹⁷ H. Willgerodt: Von der Wertfreiheit zur Wertlosigkeit, FAZ, 27. Februar 2009, S. 12.
- ¹⁸ M. Hüther: Die Fundamente unserer Ordnung und F. Wiebe: Was die Geschichte lehrt, Handelsblatt, 27.2.2009, S. 41.
- ¹⁹ A. Ward / E. Luce: Obama unveils blueprint for huge state role in US economy, FT, 27.2.2009, S. 1;

J. Weisman: Obama's budget transforms US agenda, The Wallstreet Journal, 27.2.2009, S. 1

²⁰ A. Laffer: Crowding Out – The effects of government debt on the private sector, Laffer Associates, 26. Februar 2009; A. Laffer: Weekly Commentary and Economic Chartbook Highlights, 23. Februar 2009; A. Laffer: Through the Laffer Lens – The Stock Market and the Economy, Februar 2009.

²¹ „Hintergrund“ - Das Nachrichtenmagazin: Die Krise, 1. Quartal 2009.

²² E.F. Nielsen: Euro-zone financial solidarity, Goldman Sachs European Weekly Analyst, 26. Februar 2009.

²³ M. Lewis / D. Einhorn: The End of the Financial World as We Know It, The New York Times, 4. Januar 2009.

²⁴ J. Lembke: Das abrupte Ende der Gründerzeit begann an der Donau, FAZ.NET, 4.3.2008.

Weitere Lazard Publikationen

Investment Perspektive III/2007

„Hochhäuser und Konjunkturzyklen – Up, Up to the Sky!!“

Standpunkt Juli 2007

„Die Situation der Sparkassen in Deutschland und deren Rolle am Kapitalmarkt“

Hintergrund August 2007

„Investieren in Infrastruktur – Lazard Global Listed Infrastructure“

Investment Perspektive IV/2007

„Wasserinvestments – die wahren Blue Chips“

Hintergrund Oktober 2007

„Credit Default Swaps – Waffen und Pflugscharen“

Hintergrund November 2007

„Rückblick auf das Investment-Forum November 2007“

Hintergrund Januar 2008

„Private Equity – quo vadis?“

Hintergrund März 2008

„Der Charme des Absoluten – Lazard Euroland Equity Absolute Return“

Standpunkt Juni 2008

Das Jahrzehnt der Kapitalmarktblasen – Zwischen “Stairway to Heaven” und “Highway to Hell”

Hintergrund Juli 2008

„Globalisierung 2.0 – Warum man auch am Rentenmarkt global denken sollte“

Standpunkt August 2008

„Investments in die lokalen Geldmärkte der Emerging Markets – Lazard Emerging Income“

Hintergrund November 2008

“Rückblick auf das Investment-Forum November 2008“

Diese und weitere Publikationen stehen Ihnen als kostenloser Download auf unserer Homepage zur Verfügung:

<http://www.lazardnet.com/wissen>



Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

www.lazardnet.de

Alte Mainzer Gasse 37
60311 Frankfurt
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9
20354 Hamburg
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20
Fax: 040 - 35 72 90 - 29