

## Lernen vom „Anti-Buffett“

### Die Sache mit den großen und kleinen Schuldenzyklen: Eine Lehrstunde vom weltweit bedeutendsten Makro-Investor Ray Dalio.

Samuel Lee | 18.02.2014

Ich versuche, von den Besten zu lernen. Ray Dalio ist einer von ihnen. Er gründete Bridgewater Associates, einen der größten Hedgefonds der Welt. Die meisten Privatanleger werden noch nie etwas von ihm gehört haben, wahrscheinlich, weil seine Fonds nur großen institutionellen Anlegern offen stehen. Es ist allerdings ein Fehler, die Aufmerksamkeit nur den Träumereien von Publikumsfondsmanagern zu schenken. Damit würden Sie als Investor viele der besten Investoren und ihre Ideen ignorieren.

#### Mit dem Depressionsschätzer sicher durch die Finanzkrise

Dalios Sicht der Dinge ist von unschätzbarem Wert. Er ist bereit, sich auf scheinbar verrückte Ideen einzulassen. Im Jahr 2001 ließ er beispielsweise einen so genannten Depressionsschätzer (depression gauge) entwickeln. Dieses Tool wurde zu einem integralen Bestandteil des Bridgewater Risikomanagements bzw. der ganzen Investmentstrategie. Ziel war es, im Notfall das Portfolio auf die Bedingungen eines massiven Deleveragings einstellen zu können. Im Herbst 2008 sprang das Bridgewater-System auf Krisenmodus um. Wie scheinbar abwegig die Idee Dalios vor 13 Jahren wahr, wird deutlich wenn man sich die Behauptung von Robert Lucas zu Gemüte führt. Der im Jahr 2003 mit dem Nobelpreis für Ökonomie ausgezeichnete Wissenschaftler behauptete, dass „die zentralen Probleme der Depressionsprävention für alle praktischen Anwendungen gelöst seien, und dies für viele Jahrzehnte“.

Fünf Jahre später, Ende 2008 zahlte sich Dalios Depressionsmesser aus. Bridgewater gehörte zu den wenigen Unternehmen, die die Finanzkrise und ihre Folgen antizipiert hatten und die Klippen erfolgreich umschiffen konnten. Im Gegensatz zu vielen anderen Vermögensverwaltern prognostizierte Bridgewater niedrige Zinsen und niedrige Inflationsraten, selbst nachdem die US-Notenbank und andere Zentralbanken weltweit Runden massiver und unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen in Gang gesetzt hatten.

Einen großen Teil des Erfolgs verdankt Dalio seiner bewundernswerten Bereitschaft, Fehler einzugestehen und zu korrigieren. Das Gleiche erwartet er von seinen Mitarbeitern. Er sagt: „Die Mitarbeiter bei Bridgewater räumen der Wahrheitsfindung einen so hohen Stellenwert ein, dass sie dieser jeden persönlichen Stolz unterordnen.“

#### Dalio kontra Buffett: Diversifikation vs Konzentration

In vielerlei Hinsicht ist Dalio der Anti-Buffett. Warren Buffett setzt große Einsätze auf eine Handvoll von Unternehmen, während Dalio viele kleine Wetten auf Währungspaare, Rohstoffe, Anleihen und - in einem viel geringeren Maße - auf Aktien tätigt. Während der Value-Investor Buffett seinen Untergebenen viel Autonomie einräumt und sie ihren eigenen Weg herausfinden lässt, legt Dalio hingegen eine Reihe von Prinzipien fest, die seine Untergebenen zu leben haben, und er überwacht konsequent deren Einhaltung. Buffett macht sich nicht viele Gedanken über Konjunkturzyklen. Dalios Anlagestil beruht darauf, diese zu identifizieren und erfolgreich zu passieren. Buffett mag kein Gold. Dalio hingegen vertritt die Ansicht, dass jeder Investor ein wenig davon besitzen sollte.

Dalio wurde auf so unkonventionelle Weise erfolgreich, dass seine Methoden eine reiche Quelle an Unterrichtsstoff sind, die es auszuschöpfen gilt. Vor allem erfordern erfolgreiche Investitionen eine Entflechtung ihrer Perspektive von der Konsensmeinung. Hier sind einige der wichtigsten Lektionen, die ich von Dalio und seinen Kollegen bei Bridgewater gelernt habe.

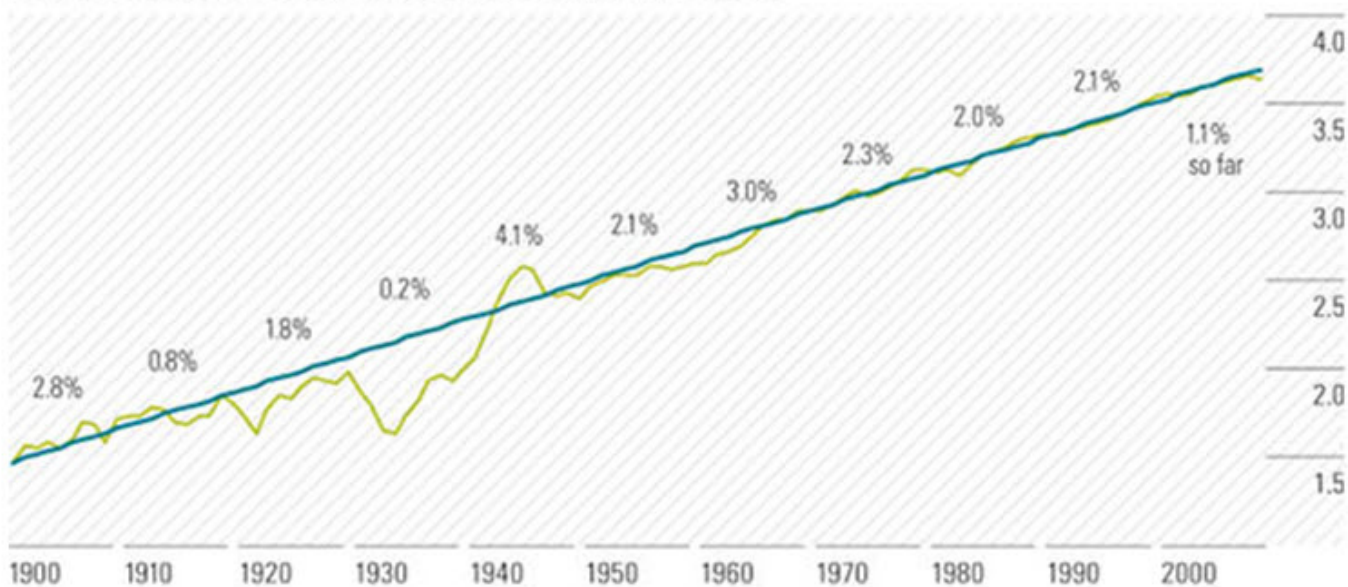
Die lang- und kurzfristigen Schuldenzyklen sind die Hauptursachen dafür, dass die Wirtschaft vom Trendlinienwachstum abweicht

Nach Dalio kann das Verhalten der Wirtschaft weitgehend durch drei Kräfte erklärt werden: das Trendwachstum der Produktivität, den langfristigen Schuldenzyklus und den

kurzfristigen Schuldenzyklus. Das Produktivitätswachstum entsteht durch technologischen Fortschritt und ist die wichtigste Kraft, die über Jahrhunderte anhalten kann. Abbildung 1 ist ein Diagramm aus Dalios Abhandlung „Wie die Wirtschaftsmaschine arbeitet“ („How the Economic Machine Works“). Sie zeigt, dass das Trendwachstum des Pro-Kopf-Einkommens stetig ist, vor allem nach dem Zweiten Weltkrieg.

#### Grafik: Pro-Kopf-Einkommen in den USA ist über die Zeit gestiegen

Exhibit 1 Real GDP Per Capita (2008 Dollars, Logarithmic Scale)



Sources: Global Financial Data & BW Estimates

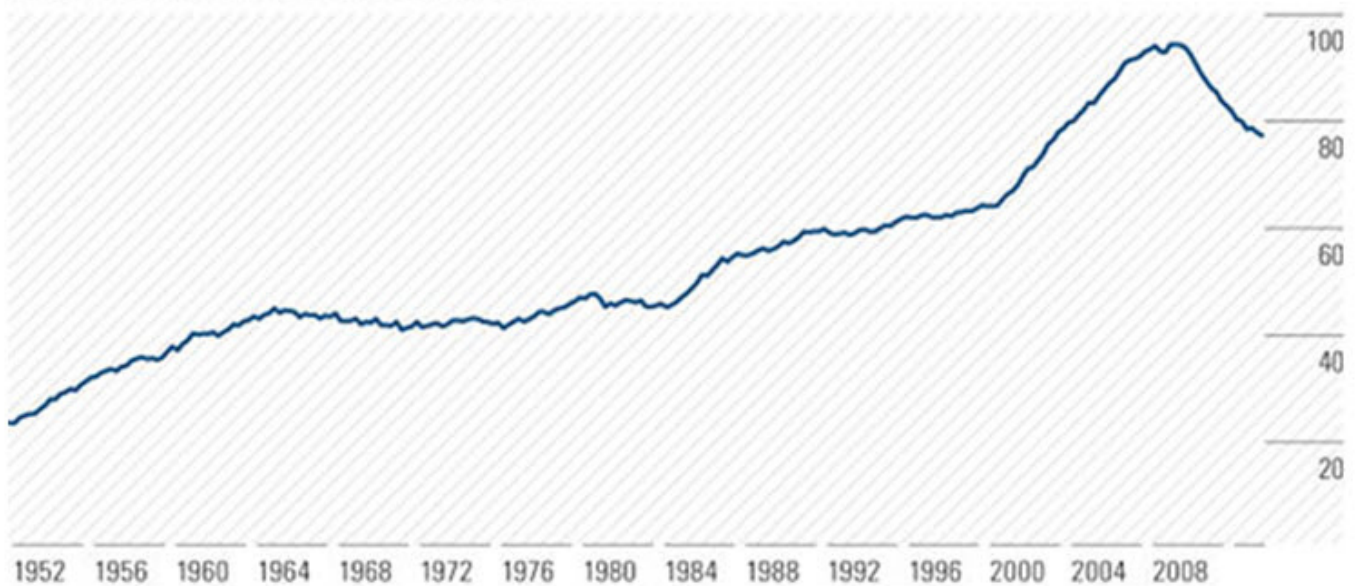
Über eine Periode von, sagen wir, fünf bis sieben Jahren dominiert der kurzfristige Verschuldungszyklus. Er tritt auf, wenn die Notenbank die Kreditvergabe strafft und lockert. Er ist auch als Konjunkturzyklus bekannt. Wenn Kredit- und Geldmenge schneller wachsen als reale Wirtschaftsproduktion, steigt die Inflation. Fordert die Zentralbank die Zinsen zu erhöhen und die Kreditvergabe zu straffen, führt das zu einer Rezession. Wenn die Inflation unter Kontrolle ist, senkt die Notenbank die Zinsen und lockert die Kreditvergabe, um wiederum das Wirtschaftswachstum anzukurbeln. Viele Investoren konzentrieren sich darauf, wo sie sich derzeit im Kurzzeitzyklus befinden.

Bis dahin ist an Dalios Modell nichts Außergewöhnliches. Seine wichtigste Erkenntnis ist die Beobachtung, dass es einen langfristigen Schuldenzyklus gibt, der über Jahrzehnte läuft. Während der Hebelphase des Zyklus steigen die Schulden schneller als die Einkommen, wobei sich die beiden Entwicklungen gegenseitig befeuern. Haushalte und Unternehmen leihen sich Geld, das sie ausgeben. Da die Ausgaben des einen die Einnahmen des anderen sind, steigen die Gesamtausgaben, die Wirtschaft wächst. Die Vermögenspreise steigen.

Mit steigenden Einkommen und zunehmenden Vermögenswerten sind Unternehmen und Haushalte geneigt, sich noch mehr Geld zu leihen, und Kreditgeber sind gerne bereit, es zu verleihen. Und der Kreislauf setzt sich fort. Teile des Wachstums der Einkommen und der Vermögenspreise in dieser Phase erfolgen nur scheinbar; die steigende Schuldenaufnahme hat den Effekt, Reichtum aus der Zukunft vorzuziehen.

Ogleich der Prozess für einen langen Zeitraum laufen kann, können Schulden nicht dauerhaft schneller als das Einkommen steigen. Das Ganze fährt gegen die Wand, wenn die Zentralbank die Wirtschaft nicht mehr ankurbeln kann, da der kurzfristige Zinssatz, der erforderlich wäre, um die Vollbeschäftigung wiederherzustellen, unter null liegen würde.

#### Grafik: Verschuldung der US-Haushalte gemessen am BIP

**Exhibit 2 U.S. Household Debt as % of GDP**

Data from 10/1951–10/2013. Data: FRED, author's calculations.

Nach Dalio lässt sich der Schuldenabbau (deleveraging) über vier Kanäle erreichen:

1) Schuldenabschreibungen, 2) Vermögenstransfer von den Besitzenden zu den Besitzlosen, 3) selbstauferlegte Sparsamkeit und 4) Gelddrucken. Die ersten drei Kanäle sind deflationär. Gelddrucken ist inflationär.

Wie sich ein Schuldenabbau entwickelt, hängt vom jeweiligen Einfluss der deflationären und inflationären Kräfte ab. Da der Schuldenabbau einmal in einer Lebensperiode auftritt, wissen die politischen Entscheidungsträger nicht, wie sie damit umgehen müssen. Den gelernten Schulweisheiten entsprechend greift man in der Regel zu Sparmaßnahmen und Umschuldungen, um die Verschuldung zu senken.

### **"Hässlicher" versus "anmutiger" Schuldenabbau**

Das Ergebnis ist ein „hässlicher“ Schuldenabbau, in dem sich die Wirtschaft schmerzlich verschlechtert und die Schulden im Verhältnis zu den Einkommen tatsächlich ansteigen, weil die Einkommen schneller sinken als die Schulden. Sobald die Politiker erkennen, dass ihre Medizin nicht wirkt, setzen sie auf steuerliche Anreize und Gelddrucken, um die Last zu erleichtern. Dies ist, was in der Folge der Finanzkrise in den 1930er Jahren in den USA und in Europa auftrat.

Balancieren die Behörden hingegen deflationäre Interventionen mit dem richtigen Maß an Gelddrucken aus, kann der Schuldenabbau in eine „anmutige“ Phase münden. Schmerzhaftes Schuldenabschreibungen verteilen sich. Das Wachstum wird gedämpft, da die Wirtschaft auf Produktivitätsverbesserungen angewiesen ist, um zu wachsen. Die Vereinigten Staaten vollziehen derzeit laut Bridgewater den schönsten Schuldenabbau in ihrer Geschichte. Damit steht Bridgewater in einem ungewöhnlichen Lager. In Bezug auf Ben Bernanke und die Notenbanker der USA sagte Bridgewater's Co-Präsident David McCormick: „In der Geschichte wird man auf sie zurückblicken als diejenigen, die sowohl notwendig als auch heroisch gehandelt haben.“

Der Schuldenabbau dauert Jahrzehnte, um sich zu neutralisieren. Nach diesem Modell haben wir noch einen langen Weg zu gehen, bevor die kurzfristigen Zinsen wieder steigen.

Studiere vergangene Zeiten und ferne Orte, um zu verstehen, was heute vor sich geht und wie sich die Ereignisse wahrscheinlich in der Zukunft auswirken

Viele Anleger wurden von der Finanzkrise und der Art, wie sich die Dinge in der Folge entwickelten, auf dem falschen Fuß erwischt. Sie hatten angenommen, das Gespenst der großen Depression oder der Blase in Japan sie nie besuchen würde. Dalio hatte hingegen die große Inflation der Weimarer Republik, die Wirtschaftskrise in den USA und in Lateinamerika in den 1980er Jahren, die Zeit nach 1990 in Japan und andere wirtschaftliche Katastrophen

studiert. Er hatte analysiert, inwieweit sich solche Ereignisse wiederholen können und was sie verursacht.

Konventionelle Ökonomen und Investoren an der Wall Street konzentrieren sich auf die Daten nach dem Zweiten Weltkrieg, und das aus mehreren Gründen. Erstens glauben viele, dass alte Daten irreführend sind, da sich die Wirtschaft sehr verändert habe. Zweitens reichen viele Datensätze erst in den 1960er oder 1970er Jahren zurück. Und schließlich ist die Möglichkeit extremer Ereignisse, wie sie sich in historischen Aufzeichnungen und Erfahrungen aus anderen Ländern widerspiegeln, so erschreckend, dass die Neigung groß ist, sie wegzurationalisieren.

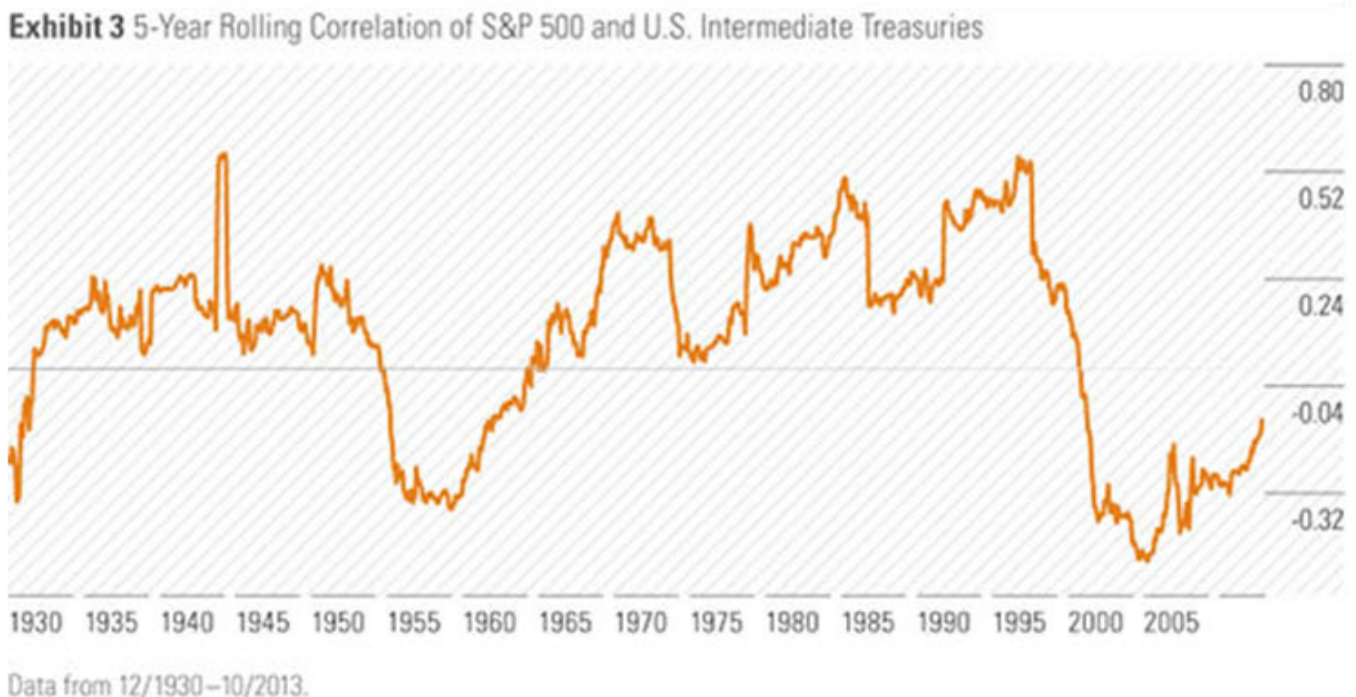
### So etwas wie Korrelation gibt es nicht.

Viele Anleger diversifizieren ihre Portfolios auf Basis historischer Korrelationen zwischen Anlageklassen. Bridgewater erklärt, dass die Korrelation keine reale Sache ist. Es ist ein statistisches Artefakt unwiederholbarer wirtschaftlicher Schocks, die in der Vergangenheit untersuchte Vermögenswerte betrafen.

Dieses Argument ist absolut sinnvoll. Verschiedene Anlageklassen reagieren rational und auf ziemlich vorhersehbare Weise auf verschiedene wirtschaftliche Bedingungen. Die Annahme einer historischen Korrelation, die zukünftig weiter anhält, ist eine Wette, dass die zukünftigen wirtschaftlichen Bedingungen im Durchschnitt so aussehen werden wie die der Vergangenheit. Dies trifft selten ein, weshalb Korrelationen instabil, sprich: ziemlich unvorhersehbar sind.

Die untere Abbildung zeigt die rollierende Fünf-Jahres-Korrelation der monatlichen Renditen des S&P 500 und des Ibbotson Associates Intermediate Treasury Bond Index. Das Vorzeichen wechselt nicht zufällig. Es scheint, dass es lang andauernde vorherrschende Regime gibt.

### Grafik: Korrelationsmuster ohne Kausalitäten: Aktien vs Bonds



Nach Dalio sind Aktien und Anleihen positiv korreliert, wenn die Inflationserwartungen volatiler sind als die Wachstumserwartungen, und negativ korreliert, wenn sie es nicht sind. Das ist nachvollziehbar, da sich die Inflationsunsicherheit stark auf den Marktdiskontsatz auswirkt. Wenn die Zinssätze steigen, sind beide, Aktien und Anleihen, betroffen – und umgekehrt.

Bridgewater nennt diese Art der Analyse den „strukturellen“ Ansatz zur Korrelation. Basierend darauf erfand Dalio die mittlerweile berühmte „Risk-Parity-Strategie“, die zur Absicherung eines Portfolios dient, und steigende Wachstumsraten, sinkende Wachstumsraten, steigende Inflation und sinkende Inflation ausbalanciert, so dass es sich

kaum schädlich auswirkt, wenn sich das wirtschaftliche Umfeld ändert.

---

©Copyright 2012 Morningstar. Alle Rechte vorbehalten.

/>Vervielfältigung oder jegliche andere Nutzung dieses Artikels ist ohne schriftliche Genehmigung von Morningstar nicht erlaubt.