

## 1. Gefechtsgrundsätze für die Wirtschaft?

In schöner Regelmässigkeit erreicht das Leserpublikum die frohe Botschaft für den sicheren Weg zum wirtschaftlichen Erfolg. Meist in den USA formuliert und nach allen Regeln der Public Relations lanciert, beherrschen die leicht verständlichen, einprägsamen Regeln dann eine Weile lang die Managementtagungen, die Wirtschaftsmagazine und selbst die akademische Diskussion. Oft sind sie zeitgebunden: "In Search of Excellence" war ein Produkt der boomenden Achtzigerjahre; momentan sind "Auswege aus der Krise" höher im Kurs.

Das Interessante an den Erfolgsrezepten ist, dass sie sich nicht selten widersprechen. So gibt es felsenfest überzeugte Befürworter einer grösstmöglichen vertikalen Integration betrieblicher Abläufe, was den Hersteller von Papierwindeln zum Waldbesitzer, Holzverarbeiter, Papierproduzenten, Vliesverarbeiter, Vertriebsorganisatoren und zum Besitzer von Verkaufsgestellen in Supermärkten macht. Ebenso felsenfest überzeugt reden andere Experten (momentan ganz besonders) dem konsequenten "Outsourcing" das Wort, was dazu führen kann, dass ausser einem (wie auch immer definierten) Kerngeschäft buchstäblich nichts mehr in einer Firma verbleibt. Aehnliche Gegensätze gibt es zwischen den Befürwortern straffer Führungssysteme und den Anhängern breit ausgelegter, unhierarchischer Strukturen.

Was ist richtig, was ist falsch? Gibt es auf dem Gebiete der menschlichen Interaktion überhaupt die Kategorien "richtig" und "falsch"? - Ein Blick auf ein paar andere Erfolgsrezepte, zur Abwechslung einmal aus dem militärischen Führungsbereich, mag die Frage erhellen. Spätestens bei Absolvierung der Offiziersschule kommt der Schweizer Kaderangehörige mit den "Gefechtsgrundsätzen" in Berührung. Es wird ihm eingetrichtert, er müsse "seine Kräfte konzentrieren", jedoch "ökonomisch" mit ihnen umgehen; die "Aktion müsse einfach sein", jedoch müsse sie die Vielfalt der Umweltgegebenheiten einbeziehen. Und so weiter. Ganz ähnlich tönt es aus ausländischen Führungsschulen. Das Schöne an den Gefechtsgrundsätzen ist, dass sie sich, in den militärischen Schriften oft auf wenigen Seiten zusammengefasst, teilweise gegenseitig widersprechen - aber offenbar eben doch irgendwie richtig sind. Wer "seine Kräfte ökonomisch einsetzen" will, muss kleckern und kann nicht klotzen, womit dann einem weiteren berühmten Führungsgrundsatz direkt widersprochen ist. Wer umgekehrt erfolgreich geklotzt und damit eine Schlacht gewonnen hat, den kümmern alle anderen Grundsätze nicht mehr. - Rezepte zum wirtschaftlichen Erfolg sind, wie

auch die Gefechtsgrundsätze, empirisch gewonnenes Wissen über die menschliche Interaktion. So widersprüchlich wie vieles in der Verhaltensweise des homo sapiens entbehren sie einer konsistenten Systematik.

## **2. Vorsicht vor Absolutierungen!**

Es gibt Modelle, die das menschliche Verhalten beschreiben. Das ökonomische Verhaltensmodell geht zum Beispiel davon aus, dass der Mensch in seinem ganzen Tun und Lassen bemüht sei, seinen Nutzen zu optimieren. Andere Ansätze, etwa der Psychologie oder der Soziologie, ordnen das menschliche Verhalten anderen Mechanismen zu. Nun wäre es denkbar (und wird auch praktiziert), Rezepte anhand eines Verhaltensmodells so zu formulieren, dass sie sich wenigstens innerhalb der vom Modell vorgegebenen Denkstruktur nicht widersprechen. Könnten dann solchermaßen konstruierte Gefechtsgrundsätze als "richtig" oder "falsch" bezeichnet werden?

Absolut gesehen wiederum nicht. Denn sie sind jeweils eben auch nur so richtig oder so falsch, wie das zugrunde liegende Modell die Wirklichkeit wiedergibt. Und dies tut jedes Modell - per definitionem - nur teilweise. Mit anderen Worten ist grundlegende Skepsis am Platz, wenn Erfolgsrezepte mit Anspruch auf Absolutheit propagiert werden. Das kann es nicht geben, und wo vorgegeben wird, jetzt habe man das Ei des Kolumbus gefunden, dann dürfte es sich höchstens um eine Wachtel gehandelt haben, die es gelegt hatte.

## **3. Die Bedeutung des Informationsnotstandes**

Am diesjährigen 23. Internationalen Management-Symposium an der Hochschule St. Gallen verkündete die amerikanische Professorin und Unternehmensberaterin Rosabeth Moss Kanter, heutzutage brauche sich ein Unternehmen zur Sicherstellung des Erfolgs auf vier einfache Verhaltensregeln zu beschränken. Es gehe darum, "focused, flexible, fast in your moves, friendly" zu sein. Schön und gut. Nur: wann, zu welchem Zeitpunkt und unter welchen Umständen, war denn ein Management je in der Lage zu sagen, worauf es denn genau "focused" zu sein habe? Wer würde denn seine Kräfte nicht konzentrieren, wüsste er nur, worauf genau!

Die wenigsten der Rezepte für wirtschaftlichen Erfolg gehen auf das Hauptproblem der Unternehmungsführung überhaupt ein: dass nämlich zu keinem Zeitpunkt je eine als genügend empfundene Informationslage besteht. Man weiss zu wenig über das wirtschaftliche Umfeld, das heisst die Kunden, die Konkurrenten. Man kennt die Entwicklung der Rahmenbedingungen zu wenig. Man geht von der Stabilität vieler Parameter (Finanzierungskosten, Rohstoffpreise, Wechselkurse und dergleichen) aus, obwohl man weiss, dass Veränderung wahrscheinlicher ist als Konstanz. Die Informationslage ist aber selbst in bezug auf die eigene Unternehmung unvollständig. Namentlich in Grossunternehmungen leidet das Management an Wissensnotstand bezüglich Stand der Forschung, der Entwicklung, der Stimmung und Motivation beim Personal und dergleichen.

Was soll bei diesem Tappen im Dunkeln ein "be focused"? Auf was denn in aller Welt? Und was sollen "fast moves", wenn sie wahrscheinlicher im Abseits als sonstwo enden? Wenn nur das Führen und Wirtschaften so einfach wäre wie die Erfolgsrezepte dazu!

Es gibt eine Abhandlung über die Schlacht bei Tannenberg (1914), worin nachgewiesen wird, dass bei diesem vielanalytierten und hochstilisierten militärischen Ereignis in den sich gegenüberstehenden Stäben ein geradezu chaotisches Informationsdefizit geherrscht haben soll. Schlussendlich entschied mehr oder weniger der Zufall, wo eigentlich generalstäbliches Wissen und Handeln gemäss Gefechtsgrundsätzen hätte entscheiden sollen. Hindenburg und Ludendorff als blinde Zufallssieger ...

#### **4. Wissen um die eigene Beschränktheit ...**

Auf dem Gebiet des Börsenwesens und der Anlagetätigkeit tummeln sich besonders viele Ratgeber mit "sicheren" Erfolgsrezepten. Sie haben gemeinsam, dass man von ihren eigenen Erfolgen, ausser im Verkauf ihrer Bücher, meist recht wenig weiss. Die meisten "Gefechtsgrundsätze des Börsenwesens" sind denn auch äusserst trivial. "Buy low - sell high": Wer in aller Welt möchte denn wohl das Gegenteil? "Sell on good news": Wer in der letzten Zeit Roche oder SMH-Aktien besessen hat, wird sich für den Ratschlag bedanken... Im wesentlichen zielen aber auch kompliziertere charttechnische Modelle und Berechnungen in dieselbe triviale Richtung.

Wer sich des eigenen Wissensnotstandes nicht bewusst ist, wird immer wieder dankbarer Empfänger von Gefechtsgrundsätzen des Börsenwesens sein und sich vom (stets gewesenenen!) Erfolg zufälligerweise einmal zutreffender Glaubenssätze blenden lassen. Wenn auch immer redlich und mit grossem Aufwand versucht wird, den Informationsnotstand zu beseitigen - die Berge von Analystenberichten deuten auf die immensen Anstrengungen -, so muss ehrlicherweise doch zugegeben werden, dass das Tappen im Dunkel eine häufigere Beschäftigung ist als das fokussierte zielsichere Zugreifen.

Und weil das so ist, bleibt schliesslich nichts anderes übrig, als - nebst der zielsicheren Verwendung des eben sehr beschränkten Wissens - eine Verteilung der Risiken und Chancen vorzunehmen. "Diversifikation" heisst das Stichwort, und wenn es einen für die Anlagetätigkeit wirklich gültigen Gefechtsgrundsatz gibt, dann handelt es sich um die "Diversifikation".

#### **5. ... kann zum Erfolg führen**

Diversifikation unterscheidet sich von andern Erfolgsrezepten dadurch, dass nicht nur ein in spezifischen Situationen zutreffendes Handlungsmuster verlangt wird, sondern vielmehr die Konsequenz aus dem Faktum des Informationsnotstandes gezogen wird. Das heisst, der Informationsnotstand wird nicht mit irgendwelchen Mittelchen verdrängt, sondern er als Gegebenheit akzeptiert und ins Kalkül einbezogen.

Wer Besitzer von Aktien einer einzigen Unternehmung ist, kann Glück haben und die Aktie nach einer Weile mit Gewinn wieder verkaufen. Das Gegenteil kann aber auch zutreffen, und möglich ist auch, dass sich Gewinne oder Verluste über eine lange Durststrecke hinweg die Waage halten. Interessant ist nun, dass durch Zukauf von nur ein paar wenigen weiteren Titeln das unternehmensspezifische Risiko praktisch eliminiert werden kann. Abbildung 1 gibt die statistisch ausgewertete Volatilität einiger Schweizer Bluechip-Aktien (Roche GS, Nestlé Namen, SBG Inhaber, CS Inhaber, Rück Namen und SMH) in der Periode von November 1992 bis Juni 1993 wieder. Die Schwankungsbreite bei einem Titel (ca. 22 % plus oder minus) reduziert sich schon beim Halten von nur fünf weiteren Werten auf gerade noch knapp 15 %. Das heisst, dass durch Diversifikation fast 8 % Risiko eliminiert werden konnte. Was übrigbleibt, ist das sogenannte Marktrisiko, also die Schwankungsbreite der Kurse sämtlicher im Markt gehandelten Aktien. Es ist durch weitere Diversifikation innerhalb des Marktes nicht mehr weiter reduzierbar. Die Darstellung zeigt übrigens, dass zwischen dem Halten von 5 bis 10 Aktien und 20 bis 100 Titeln nur noch ein geringer Diversifikationsunterschied besteht.

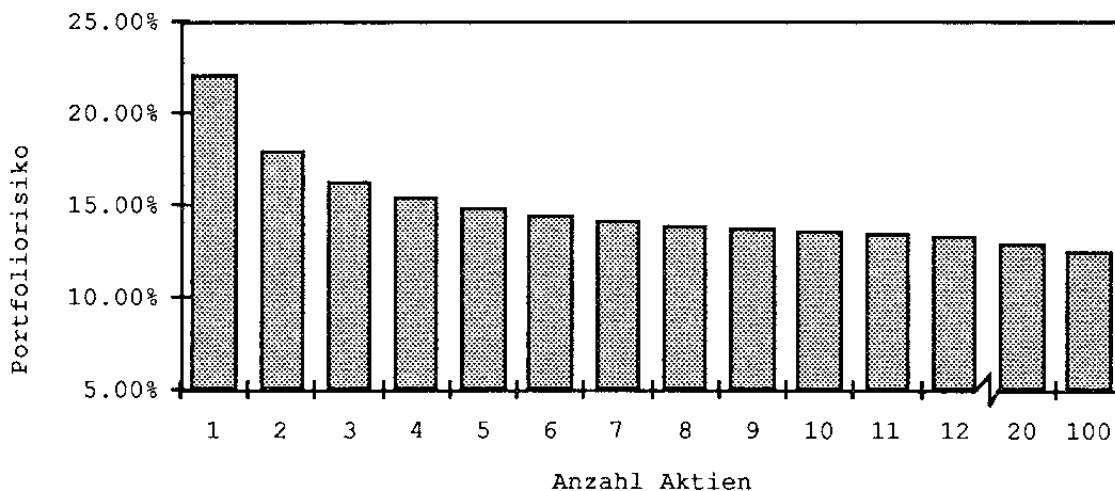


Abbildung 1

Wenn Risiken innerhalb von Märkten nicht mehr weiter reduzierbar sind, dann kann dies durch das Halten von Werten in verschiedenen Märkten erfolgen. Voraussetzung ist allerdings, dass die Entwicklung der Märkte nicht allzu eng zusammenhängt. Eine Diversifikation von Schweizer Aktien weg in den deutschen, französischen und holländischen Markt hat daher eine geringere Risikoreduktion zur Folge als die Zumischung als "exotisch" bezeichneter Werte etwa aus dem südostasiatischen Raum oder aus Lateinamerika. Abbildung 2 zeigt zum einen die erwartete durchschnittliche Rendite (vertikale Skala) verschiedener Märkte mit dem jeweils zu gewärtigenden Risiko (horizontale Skala). Verschiedene Märkte weisen ein unterschiedliches Gewinnpotential bei ver-

schiedenen Risiken auf. Die Erkenntnis beruht auf Erfahrungszahlen aus der Vergangenheit und sagt über die künftige Entwicklung dieser Märkte bezüglich Renditerwartung und Risiko a priori nichts Sicheres aus. Der sich im letzten halben Jahr sehr positiv entwickelnde Aktienmarkt Schweiz könnte künftig wieder sehr viel weiter unten auf der Grafik landen, andere wieder höher.

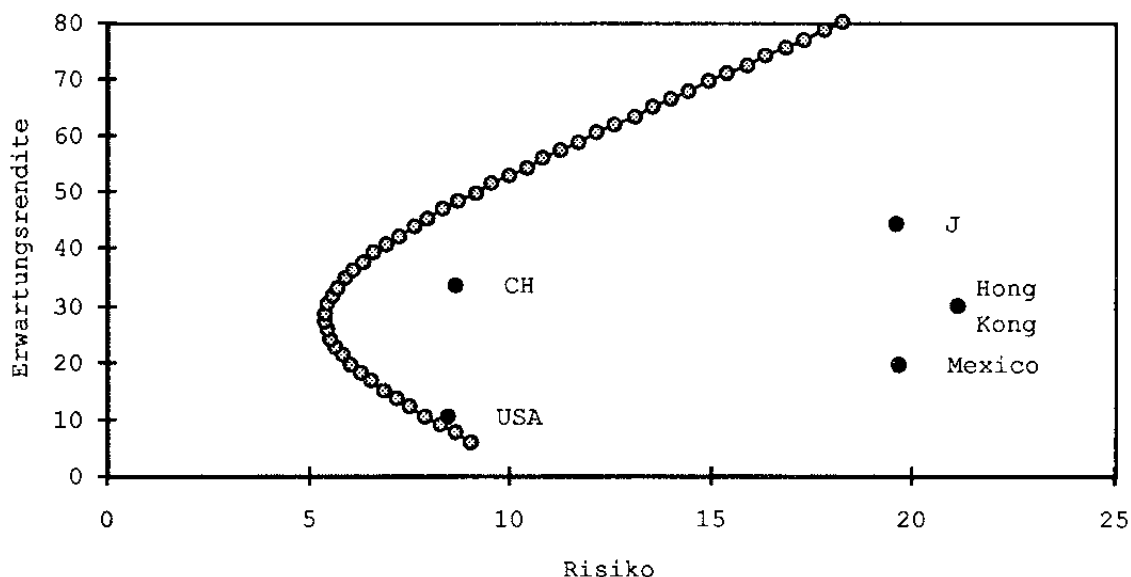


Abbildung 2

Trotz dieser Instabilität der Entwicklung von Renditen und Volatilitäten im Verlaufe der Zeit ist es nun aber so, dass der durch Mischung verschiedener Märkte erreichte Diversifikationseffekt bei weitem stabiler bleibt. Die gepunktete Linie und die Fläche rechts davon geben mögliche Portfolio-Kombinationen wieder. Jede Kombination führt - bei mindestens gleichbleibender Renditeerwartung - zu einem geringeren Risiko. Auf der gepunkteten Linie befinden sich die "idealsten" Kombinationen. Am Scheitelpunkt ergibt sich bei einer (relativ) höchstmöglichen Renditeerwartung ein tiefstmögliches Risiko. Die gemäss dieser Darstellung und aufgrund des vorliegenden Zahlenmaterials derzeit risikoärmste Kombinationsmöglichkeit liegt bei einem Anteil von Schweizer Aktien von etwa 51 %, US-Aktien von 19 %, japanischen von 15 %, Hong Kong-Aktien von 12 % und mexikanischen von 3 %.

## 6. Diversifizierte Welt verlangt nach diversifizierten Anlagen

Verschiedentlich haben wir in diesem Kommentar die Auswirkungen des Endes der bipolaren Struktur unseres Globus - hie USA und Westeuropa, da UdSSR und Satelliten - dargestellt und analysiert. Im Ergebnis gingen die Überlegungen immer dahin, dass uns die Zukunft sehr viel mehr mit einer Vielzahl regionaler Probleme und Konflikte konfrontieren

wird, die, einzeln gesehen, zwar schwierig, schlimm, grausam und widerwärtig sein können, das Gesamtsystem Globus aber nicht gefährden. Wenn dies zutrifft, dann sind die besten Voraussetzungen gegeben, goldene Eier nicht in einen einzigen Korb zu legen.

Konkret hiesse dies dann eben zum Beispiel, in gewissem Masse auf die letztlich immer auf den Problemkomplex Deutschland konzentrierten Euro-Anlagen teilweise zu verzichten und andere Weltgegenden zu berücksichtigen. Nicht zuletzt aus diesem Grunde bieten & Co. in der letzten Zeit ihren Kunden dazu geeignete Instrumente wie den South-East-Asia-GROI und den Latin American Option Linked Asset (LA-OLA) an. Die den emittierten Instrumenten eingebaute Risikobegrenzung erlaubt es, in weitgehend unbekannte Räume vorzustossen, ohne dass damit die Grenzen zur Spekulation überschritten würden.

### **7. Vieles spricht auch für Währungsdiversifikation**

Dass Deutschland heute zurecht als "Problemkomplex" bezeichnet wird, empfindet mittlerweile niemand mehr als unpassend und beleidigend. Die BRD steckt zurzeit in ihrer tiefsten Wirtschaftskrise seit dem Ende des 2. Weltkrieges. Interessant ist dabei, dass gerade die Elemente, die Deutschland stets als Konjunkturlokomotive Europas ausgezeichnet hatten, nun die Krisenanfälligkeit besonders verstärken: nämlich die sehr hohe Bedeutung der Exporte (38 %) an der Gesamtleistung und der grosse Anteil an industrieller Produktion (50 % der Arbeitnehmer sind in der Industrie tätig). Die globale Rezession hat vor allem wegen der weltweit höchsten Lohnkosten (über \$ 24 pro Stunde) geradezu verheerende Auswirkungen. Das Bruttosozialprodukt hat im vergangenen halben Jahr um 2 1/4 % abgenommen. Die Arbeitslosenrate ist bei 10 % angelangt. Das rasant gestiegene Budgetdefizit von Bund und Ländern lassen wenig bis keinen Spielraum für fiskalische Stimulierung.

Wegen der immer noch hartnäckig hohen Inflationsrate von über 4 % sieht sich zudem die Deutsche Bundesbank in der wenig komfortablen Lage, nach wie vor einen restriktiven geldpolitischen Kurs steuern zu müssen. Vorsichtig und zaghaft werden zwar, wie zuletzt vor wenigen Tagen, die Zinsen gesenkt; der Spielraum ist aber äusserst eng. Denn mittlerweile sind sich auch die internationalen Finanzmärkte der sehr schwierigen Lage des europäischen Schlüssellandes bewusst geworden und haben die DM einer Neubewertung unterzogen. Währungen werden von verschiedenen wirtschaftlichen und politischen Faktoren beeinflusst. Erstaunlich und in hohem Masse unerfreulich ist der Zerfall der Argumente, die früher stets für die DM gesprochen hatten:

DM bis vor 2 Jahren	Einflussgrösse	DM heute	US-\$ heute
+	Kaufkraft	-	+
+	Wettbe- werbsfähigkeit	-	+
+	Inflationsvor-/ -nachteile	-	neutral
+	relative Wirt- schaftsstärke	-	+
+	Leistungsbilanz	-	-
+	Vertrauen in pol./ wirtsch. Führung	-	neutral
-	Zins-Vor-/Nach- teil	+	-

Mit anderen Worten: Was übriggeblieben ist, ist allein der Zinsvorteil! Es geht uns keinesfalls darum, den Teufel an die Wand zu malen und die Anleger Hals über Kopf in \$-Investments zu treiben. Denn auch die USA haben ihre Probleme, und beileibe nicht alles spricht für ein nachhaltiges Erstarken des Greenbacks. Und wer möchte etwa vorbehaltenlos den Schweizerfranken, das Pfund, die Lire oder den Yen propagieren? Alternativen sind im Währungsbereich eben immer nur sehr relativ zu sehen. Unbestritten dürfte aber sein, dass die Bundesbank einen Akrobatikakt zwischen dem Abgrund einer Währungskrise und dem Abgrund einer weiteren Verschärfung der Wirtschaftskrise infolge zu hoher Zinsen absolviert. Wenn ihr nicht von der politischen Seite eine glaubwürdigere Hilfestellung in Form einer wirklichen Haushaltsanierung zukommt, dann wäre eine katastrophale Wende nicht auszuschliessen. Im Klartext: Ende der Ankerwährung DM, Ende des EWS, markante Tieferbewertung der Eurowährungen.

Währungsdiversifikation ist daher nicht das Letzte, was man heute tun sollte.

### 8. Zinsgetriebene Börsen - und andere

Der im Schweizer Aktienmarkt tätige Anleger konnte sich in den letzten Monaten wahrlich freuen. Die Börse legte seit Ende 1992 um 21 % zu, wobei die Finanzwerte, vor allem die Banken, eindeutig im Vordergrund standen (+34 %). Dies entspricht auch einer gewissen Logik, denn nachgebende Zinssätze erhöhen in der Regel die Zinsmarge und bewirken positive Wertveränderungen beim Kreditsubstrat (weil der Barwert der Hinterlagen mit tieferen Zinssätzen steigt). Nach wie vor unter den grössten Börsengewinnern bewegten sich die Chemie-/Pharmawerte. Aber auch typisch zyklische Aktien und Nebenwerte konnten von der positiven Grundstimmung profitieren. Sehr deutlich sind es die markant tieferen Opportunitätskosten für ein Aktienengagement, die

---

diese Hausse generiert haben, und so lange der Zinssenkungsmechanismus fortschreitet, dürfte mit weiteren Impulsen in diese Richtung auch gerechnet werden.

In Amerika ist, bei den sehr tiefen kurzfristigen Zinsen, diese Phase des "interest rate driven markets" vorbei. Es müssten nun eigentlich die besseren Gewinnaussichten der Unternehmen folgen, allein, diese lassen wegen der nur schleppenden Konjunktorentwicklung auf sich warten. Wall Street bewegt sich seit Monaten mehr oder minder an Ort, und es ist sehr schwierig, die richtige Auswahl zu treffen. Wir halten das Rallye der Finanzwerte für abgeschlossen, vermeiden den Kauf von Konsumwerten und halten uns eher an zyklische Titel.

### **9. Unsere Anlagepolitik**

Im Sinne der Ausführungen über den Sinn der Diversifikation vermindern wir unsern Anteil an DM-Obligationen und berücksichtigen nun auch den französischen Franc, das Pfund und andere europäische Währungen. Den Anteil an US-\$ halten wir konstant bei etwa 10 %.

Aktienengagements (Banken, Versicherungen!) tätigen wir vorwiegend im Schweizer Markt; wir bauen aber auch unsere Positionen in deutschen Finanzwerten auf. Die übrigen europäischen Börsen werden über breit diversifizierte Fonds berücksichtigt; für Südostasien und Lateinamerika haben wir die derivativen Instrumente mit Risikobegrenzung konstruiert.

Der Aufbau einer kleinen Position Edelmetalle hat sich bisher gelohnt. Auch für Gold gilt, was sich bei Aktienanlagen bereits bewahrheitet hat: infolge tieferer Zinssätze sind die Opportunitätskosten geringer geworden. Abgesehen davon spricht die allgemeine Unsicherheit in vielen Belangen, nicht zuletzt in bezug auf das Finanzsystem, nicht gegen einige Prozent Sachanlagen.

---