

### **1. Mitspieler oder Spielverderber?**

Der Bankier wird zunehmend mit der besorgten Frage konfrontiert, ob denn angesichts der tiefen und schmerzhaften Rezession die gegenwärtige Hochstimmung an den Börsen gerechtfertigt sei. Viele Investoren nehmen die in letzter Zeit erzielten Kursgewinne zwar dankbar zur Kenntnis, ja, für einige sind sie angesichts der prekären Situation in den eigenen Betrieben zum nicht unwesentlichen Einkommensbeitrag geworden. Viele fragen sich aber mit zunehmender Skepsis, ob die Reise tatsächlich noch lange in diesem Stil weitergehen könne oder ob nicht bald einmal eine ernüchternde Korrektur eintrete.

Wer sich beruflich mit Vermögensfragen und mit Portfoliomanagement befasst, den lassen diese Fragen noch viel weniger kalt. Denn wenn die bisherige Entwicklung so klar voraussehbar gewesen wäre, dann hätte man ja die Vermögensallokation in die verschiedenen Anlagekategorien noch viel konsequenter in Richtung Aktien verlagert, und wer zum heutigen Zeitpunkt der Sache so hundertprozentig sicher wäre, täte es jetzt noch. Einsteigen, mitmachen oder aussteigen, Mitspieler oder Spielverderber, das ist die Frage.

Eindeutige Börsentrends, ob Baisse oder Hausse, rufen stets die Prognostiker der apodiktischen Art auf den Plan, also jene, die genau wissen, was morgen und übermorgen geschehen wird, und für die Unsicherheit kein Thema ist. Es ist reizvoll und auch sinnvoll, die involvierten Prognosemodelle etwas näher anzuschauen. Welche Aussagekraft haben sie, wie logisch konsistent sind sie, wie gehen sie mit dem Element der Unsicherheit um?

### **2. Die todsicheren "Techniker"**

Eine ansehnliche Zahl von Börsenspezialisten verlässt sich in ihrer Tätigkeit auf sogenannte "technische" Modelle. Es handelt sich dabei im wesentlichen um einfache Extrapolationsmechanismen. Aufgrund eines bestimmten Verlaufs von Kurven in der Vergangenheit wird auf den möglichen künftigen Verlauf geschlossen. Am einfachsten ist die lineare Extrapolation: Wie sich der Trend seit der letzten Wende entwickelt hat, so geht er auch weiter. Bewusst oder unbewusst denken vermutlich die meisten Anleger in dieser sehr einfachen Kategorie, und selbst der den technischen Prognosemodellen sehr skeptisch gegenüberstehende Kommentarschreiber ertappt sich immer wieder bei solchen - längerfristig zwangsweise falschen - Gedankengängen. "La hausse amène la hausse" heisst in Worte gefasst die lineare Extrapolation.

Die Schwierigkeit besteht darin, zu bestimmen, wann denn ein Trend beginne, und was dann das unausweichliche Ende eines Trends festlege. Welcher ist der relevante Zeithorizont? Wann ist eine Wende tatsächlich eine Wende? Wenn wir, für die Schweizer Börse, beispielsweise bei den Vor-Crash-Höchstständen von 1987 beginnen, dann ist der Börsentrend bis heute relativ flach. Beginnen wir im dritten Quartal 1992, dann ist eine gewaltige Hausse im Gang.

Die eingefleischten Charttechniker verfahren aber selbstverständlich nicht so simpel. Die einfache lineare Extrapolation wird durch komplexe Verhaltensmodelle ergänzt. So können zum Beispiel "Widerstandspunkte" (für weitere lineare Kursentwicklungen) ausgemacht werden. Oder bestimmte Formationen wie etwa die "Kopf-Schulter-Entwicklung", also ein Kursanstieg, eine Korrektur, ein weiterer, höherer Kursanstieg, eine markante Korrektur, ein Wiederaufflammen der Hoffnungen und dann der Absturz ...

Die Problematik und gleichzeitig die Unwissenschaftlichkeit des Chartismus liegt darin, dass keine konsistenten Erklärungen für die verschiedenen (und teilweise widersprüchlichen) Verhaltensmodelle existieren. Weshalb in aller Welt sollen Börsenkurse denn ausgerechnet eine "Kopf-Schulter-Bewegung" absolvieren? Zudem sind die Marktmodelle für den eingefleischten Techniker in sich geschlossen; irgendwelche äusseren Einflüsse werden nicht berücksichtigt. Die Welt der Chartisten ist deterministisch. Darin liegt vielleicht auch die Erklärung, weshalb der Chartismus zum Sektierertum neigt.

Angefügt sei allerdings, dass bei einer genügenden Anzahl von Sektierern eine Art "self-fulfilling prophecy" zu funktionieren beginnt: Wenn genügend Leute daran glauben, dass eine bestimmte Entwicklung eintrete, dann tritt sie auch ein, weil sie sich dementsprechend verhalten. La hausse amène la hausse.

### **3. Zur Abwechslung eine Geschichte**

*Menasse Katzenkopp langweilt sich unbeschreiblich. Er hängt zum Fenster hinaus, und wie er einen Bekannten vorbeigehen sieht, ruft er ihm zum Ulk zu:*

*"Schloime, lauf schnell zum Markt! Dort tanzt ein Lachs."*

*Schloime läuft tatsächlich zum Markt! Unterwegs erzählt er allen Passanten die aufregende Nachricht, und zuletzt wälzt sich die ganze Bevölkerung zum Marktplatz ...*

*Menasse Katzenkopp sieht der Massenbewegung mit wachsender Verblüffung zu, dann greift er nach seinem Hut, eilt zum Ausgang und ruft dabei seiner Frau zu:*

*"Ich gehe auch zum Marktplatz. Wer weiss, vielleicht tanzt dort wirklich ein Lachs." (aus: S. Landmann, Der jüdische Witz)*

### **4. Alles ist Psychologie! - So what?**

Die Lachsgeschichte steht zwischen dem Chartismus und den psychologischen Börsenmodellen. Die Börsenpsychologen arbeiten mit Stimmungsbarometern, mit Attraktivitätsparametern,

mit massenpsychologischen Erkenntnissen. Es liegt an sich auf der Hand, dass man nach Erklärungen in der menschlichen Psyche sucht, weshalb dies oder das eintritt, denn hinter jeder Börsenbewegung stehen ja Entscheidungen von Menschen, und diese sind letztlich stets psychologisch bedingt.

Der Mangel der trivialeren psychologischen Erklärungsversuche liegt nun aber darin, dass auch sie nicht von einem konsistenten Verhaltensmodell des Menschen getragen sind, sondern oft zur "Erklärung" unerklärlicher Umstände herangezogen werden. "Das ist halt Psychologie!" ist ein oft gehörter Ausspruch, wenn alle anderen Erklärungsversuche scheitern. Geradesogut könnte man auch nichts sagen.

In den Finanzmärkten werden täglich Tonnen von Papier für solche und ähnliche Inhaltslosigkeiten verbraucht. Weshalb? Weil ein guter Teil dieser Erklärungsversuche gleichzeitig als Entschuldigung für Fehlprognosen herhalten muss. Eine "unerwartete Entwicklung" wäre an sich für jene, die apologetische Unfehlbarkeit vorgeben, der Untergang. "Psychologie" hilft über solche unkomfortable Situationen hinweg.

## **5. Die Zahlengläubigen**

Jedes grössere Investment-Haus hält sich eine Schar von Finanzanalysten. Das sind Leute, die Märkte und Einzelunternehmen genaustens beobachten und die aufgrund ihrer oft sehr spezifischen Kenntnisse über Entwicklungen bestimmter Firmen Titel zum Kauf oder Verkauf empfehlen. Sie beurteilen auch die Preise der Unternehmensteile, d.h. die Börsenkurse der Aktien, und sagen, ob sie "billig" ("unterbewertet") oder teuer ("überbewertet") seien.

Die Logik dieses Tuns liegt an sich auf der Hand: Wenn es stimmt, dass Börsenkurse mehr oder minder den echten Wert einer Unternehmung reflektieren, dann können spezifische Kenntnisse, die der Markt noch nicht verarbeitet hat, dazu genutzt werden, eine der Wahrheit nähere Bewertung zu generieren. Die Differenz kann gewinnbringend ausgenutzt werden.

Zu diesem Zwecke werden weltweit immense Zahlenberge angehäuft. Die Unternehmungen werden nach allen Gesichtspunkten mit konkreten Schätzungen nachmodelliert. Sämtliche Positionen der Bilanz, vom Kassenstand bis zur letzten Schreibmaschine, von den kurzfristigen Verpflichtungen bis zu den stille Reserven versteckenden Eigenmitteln, alle möglichen Cash-flow-Parameter werden in genaue Zahlen und Prognosewerte überführt.

Im weiteren dienen verschiedene Kennzahlen dazu, die Aussagen zu konkretisieren. Eine Schlüsselgrösse ist das Price-Earnings-Verhältnis, das den Kurswert einer Aktie mit dem Unternehmensgewinn vergleicht. Unterschiedliche Kurs-Gewinn-Verhältnisse zwischen vergleichbaren Unternehmungen werden dann zu Börsenempfehlungen benutzt. Der Haken an diesem Verfahren liegt allerdings darin, dass die Konsolidierungskreise der betreffenden Unternehmungen oft zu unterschiedlich und kaum nachvollziehbar sind, wie dies kürzlich in einem sehr lesenswerten Artikel des Chefökonom der Guyerzeller-Bank in der NZZ (12.5.93) dargestellt worden ist.

Aehnliches gilt für die praktisch überall gepflegte Kunst der Gewinnschätzungen. Was gehört zu den entscheidenden Erfolgsparametern einer Unternehmung, was nicht? Wie soll diesbezüglich eine Vergleichbarkeit von Unternehmen erreicht werden? Am Ende verbleiben auch dem besten Analysten nur noch Mutmassungen, und diese stehen dann in seltsamem Kontrast zu der oft bis zu Kommastellen reichenden Präzision der Zahlenberge.

#### 6. Rationale Erwartungsbildung: mehr als eine Fiktion?

Das weiten Teilen der modernen Portfoliotheorie zugrundegelegte Modell der rationalen Erwartungsbildung besagt, dass sich im Durchschnitt der Investor an der Börse rational verhält. Er wird keine Titel kaufen, bei denen er Verluste erwartet, dagegen wird er sich von denjenigen Aktien trennen, die ihm zu risikoreich scheinen. Die Aussage ist an sich trivial, aber sie grenzt sich wohltuend ab gegenüber den technischen und den psychologischen Erklärungsversuchen.

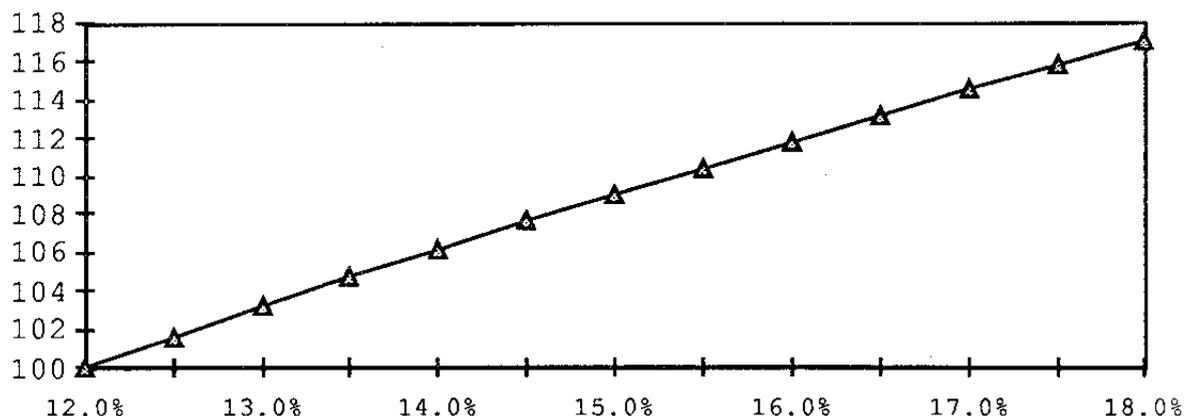


Abbildung 1: Steigende erwartete Unternehmensgewinne

Interessant ist nun, dass zahlreiche empirische Studien nachweisen, dass sich diese Rationalität in den Ueberlegungen der Investoren nicht über einen kurz- bis mittelfristigen Zeitraum erstrecken, sondern auf das langfristige Potential zur Cash-Flow-Erzeugung beziehen. Der heute gültige Unternehmenswert entspricht m.a.W. den auf die Gegenwart abdiskontierten künftigen Cash-Flows. Wovon ist nun dieser "Present Value" abhängig? Von - eben - diesen künftigen Unternehmenserträgen einerseits und vom Zinssatz, zu welchem abdiskontiert wird und zu dem sich die Unternehmung refinanzieren muss, andererseits.

Wir haben eine Modellunternehmung (die Eigenkapitalquote beträgt 20 %, es sind Kapitalmärkte ohne Informationsasymmetrien unterstellt, der marginale Steuersatz beträgt 50 %, der Unternehmensgewinn bleibt für 10 Jahre über den Kapitalkosten, die Investitionsrate bleibt konstant) einer diesbezüglichen Untersuchung unterzogen. Das Resultat ist ebenso eindeutig wie einfach: Mit sinkenden Zinsen wie steigenden erwarteten Unternehmensgewinnen steigt der

Gegenwartswert der Unternehmung (vgl. Abbildungen 1 und 2).

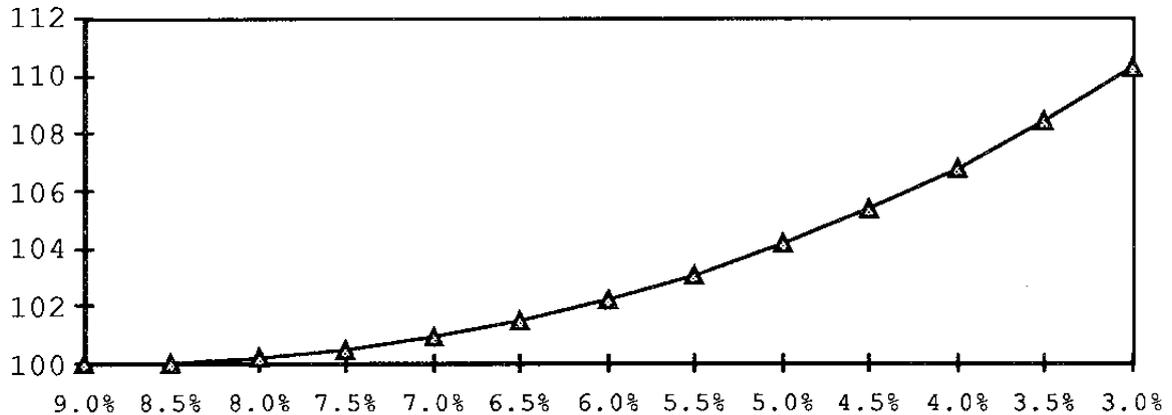


Abbildung 2: Sinkende Zinsen

Wenn nun gemäss dem Modell der rationalen Erwartungsbildung der ökonomische Gegenwartswert dem Börsenwert einer Unternehmung entsprechen sollte, dann ist die anhaltende Aufwärtstendenz zum Beispiel der schweizerischen Börse durchaus erklärbar: sie reflektiert die sinkende Zinstendenz und zeigt die Erwartung weiterhin sinkender Zinssätze auf. Bei Unternehmungen, etwa Banken, deren künftige Erträge stark von tieferen Zinssätzen abhängen, steigern diese höheren Cash-Flow-Erwartungen den Gegenwartswert. Die sehr markanten Kurssteigerungen gerade im Bankensektor sind mit diesem Modell erklärbar.

## 7. Unsicherheit als Modellinhalt

Das offenbar recht taugliche Modell der rationalen Erwartungsbildung an den Finanzmärkten unterstellt explizit, dass künftige Entwicklungen unsicher sind. Denn es geht davon aus, dass die Marktpreisbildung auf der zur spezifischen Zeit gerade verfügbaren Summe an Information beruht. Neue Information bewirkt eine neue Preisbildung. Das Modell der rationalen Erwartungsbildung ist deshalb auch das Modell der Bescheidenheit, die darin liegt, dass man eben nie alles wissen kann und dass alle in Richtung Allwissenheit gehende Ueberheblichkeit fehl am Platze ist.

Hingegen ist es erlaubt, eigene Erwartungen, die auf ökonomischen Ueberlegungen beruhen, ins Spiel zu bringen. Aufgrund der Faktenlage in der Realwirtschaft haben wir unsere anlagepolitischen Ueberlegungen ja schon seit längerer Zeit auf ein Szenario sinkender Zinsen bezogen. Im nachhinein scheint dies völlig logisch gewesen zu sein, als jedoch noch Festgeldsätze von 8 oder 9 % üblich waren, konnte die Annahme sinkender Zinsen nicht mehr als eine gut untermauerte Hypothese sein. Wenn im folgenden die Ueberlegungen zu Konjunktur, Zinsen und Währungen weitergesponnen werden, so sei deshalb an deren hypothetischen Charakter erinnert.

## **8. Zinsen, Zinsen, Zinsen - und ihre Folgen**

Global betrachtet gibt es so etwas wie eine über die Welt gleitende Zinswelle. Länder wie die USA, Canada und Australien haben die markanteste Zinssenkung der Geschichte hinter sich. In Europa (exkl. der Schweiz) ist die Zinsstruktur noch invers, d.h. kurzfristige Zinssätze sind höher als langfristige. An sich müsste die Zinssituation in allen Ländern ausser Deutschland längstens normalisiert und die Refinanzierungskosten der Wirtschaft deutlich gesenkt worden sein. Zu spät hat man aber im europäischen Währungssystem erkannt, dass es sich bei der deutschen Wiedervereinigung und dem resultierenden Konjunkturboom in den Jahren 90/91 um einen externen Schock handelte, der ein Realignment spätestens im Sommer 92 notwendig gemacht hätte. Das sture Festhalten an den Währungsrelationen, ja der Missbrauch von Wechselkursen als Prestigeobjekte von gewissen Regierungen, hat Europa in eine tiefe ökonomische Krise gestürzt. Zudem wurde die europäische Integration empfindlich gestört, und das Projekt einer Einheitswährung ist in weite Ferne gerückt.

Konjunkturrell geht eine vergleichbare Welle über den Globus. Nur ist sie deutlich flacher. Trotz enorm grosszügiger Geldversorgung kann man nämlich in den angelsächsischen Ländern nicht von einem breitabgestützten Aufschwung sprechen. Das Wachstum wird in diesem Jahr etwa 2 - 3 % betragen. Europa, später in die Rezession abgeglitten, wird 1993 einen Abschwung von 1 - 3 % erleiden. Wir rechnen nicht, dass 1994 mit viel mehr als einem Wachstum von etwa 1 % zu rechnen sein wird.

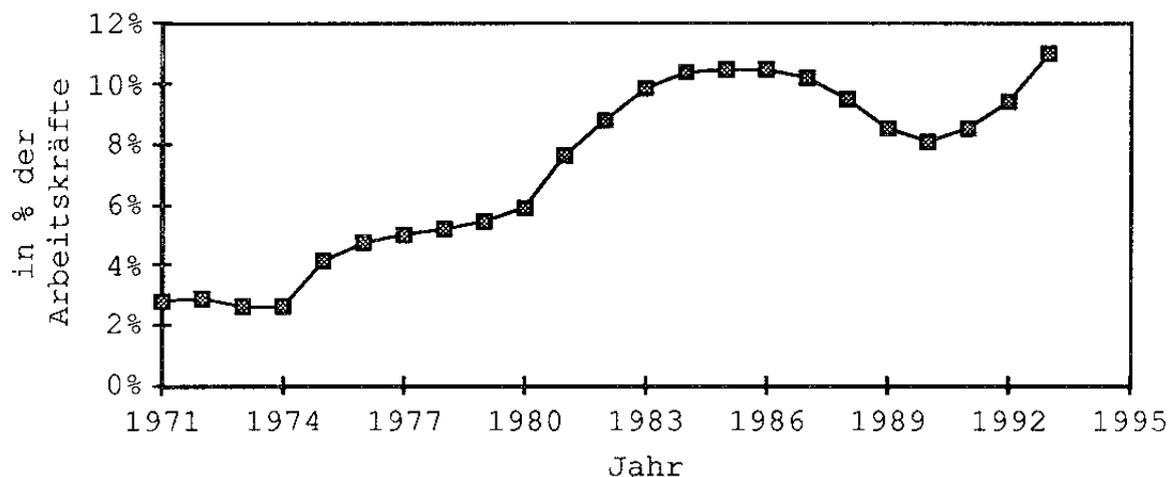
## **9. Worin liegt die Strukturkrise?**

Der monetär zu erklärende Teil der Rezession wird in diesem Zyklus überlagert von einer strukturellen Krise. Einer ihrer Ursprünge liegt im gewaltigen neuen Potential an billigen Arbeitskräften, das nach dem Ende des bipolaren Machtsystems hinzugekommen ist. Man kann heute in Länder mit spottbilligen Arbeitskräften ausweichen, ohne gleich damit rechnen zu müssen, dass ein vom Ostblock inspirierter Umsturz einen in absehbarer Zeit um sein Eigentum bringt. Man mache sich keine Illusionen über die technische Lernfähigkeit in den Schwellenländern! Westliches Know-How ist bald kopiert, und westliche Produktionsstandards sind auch bald einmal erreicht.

Der Westen kann mit seinem hohen Lohnniveau und den komfortabel ausgebauten Sozialwerken so nicht mehr konkurrieren. Die deutschen Lohnstückkosten sind in den letzten zwei Jahren um mehr als 12 % gestiegen. Damit kann man auf den Weltmärkten nicht mehr antreten. Es ist deshalb kein Wunder, dass die Industrie- und Exportnation Deutschland in seiner tiefsten Nachkriegsrezession steckt.

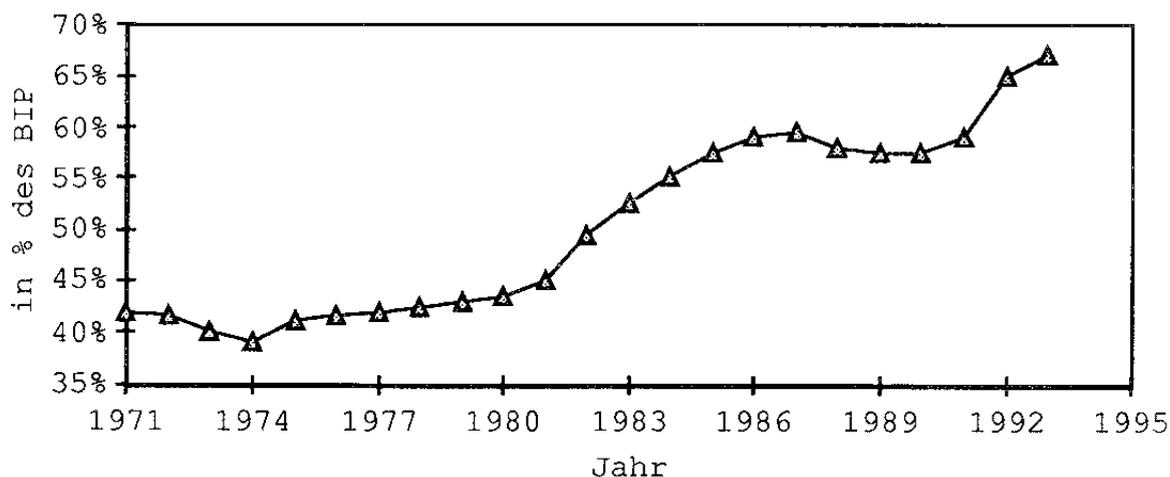
Mit der Krise gehen Arbeitslosenraten einher, wie man sie nach dem zweiten Weltkrieg ebenfalls nicht mehr gesehen hatte. Abbildung 3 zeigt den Anstieg seit den Siebzigerjahren. In einer kürzlich entdeckten Grafik wurden die europäischen Staatsdefizite (Abbildung 4) gegenübergestellt.

Die Korrelation frappiert und gibt zu denken. Ohne voreilige Schlüsse zu ziehen (führt mehr Staatswachstum zu mehr Arbeitslosigkeit oder umgekehrt?) kann eine Aussage sicherlich gewagt werden: Viel Spielraum steht den Staaten angesichts der überall äusserst prekären Finanzlage zur Stimulierung nicht zur Verfügung!



Quelle: JP Morgan

Abbildung 3



Quelle: JP Morgan

Abbildung 4

## 10. Anlagepolitische Konsequenzen

Miserable Wirtschaftsaussichten, wegen Ueberschuldung ihrem fiskalischen Spielraum beraubte Regierungen, deflationäre Tendenzen: Dies alles deutet auf weitere und markante Zinssenkungen hin. Wir rechnen damit, dass trotz aller verbalen Beteuerungen auch die Deutsche Bundesbank über die nächsten Monate hinweg kontinuierlich ihre geldpolitischen Zügel lockern wird. Parallel dazu können damit die übrigen Länder Europas aufatmen. Möglicherweise werden sich noch

weitere europäische Länder vorzeitig aus dem Verbund mit der DM abmelden, eine Abwertung in Kauf nehmen und auf tieferem Wechselkursniveau ein tieferes Zinsniveau erreichen.

Dieses Szenario spricht für einen weiterhin positiven Verlauf der europäischen Börsen. Namentlich zinssensitive Werte wie Banken und Versicherungen werden von der Entwicklung profitieren. Konsumwerte dagegen dürften noch weiterhin unter der geringeren Kauflust der rezessiv gestimmten Konsumenten leiden.

In bezug auf die Währungen sind wir recht vorsichtig. Wir versuchen, trotz positiver Kursaussichten an den Aktienbörsen die europäischen Währungen nicht mehr übermässig zu gewichten. Dem US\$ räumen wir wegen der doch deutlich besseren Konjunkturaussichten ein Potential von 5 bis 10 % nach oben ein. Die jedoch sehr beschränkt interessanten Anlagemöglichkeiten (2,5 - 6 % Zinsen, eher richtungslose und enorm selektive Wall Street) halten das Engagement aber in Grenzen.

Um schliesslich auf die zu Beginn aufgeworfene Frage "Mitspieler oder Spielverderber?" zurückzukommen: Land für Land, angefangen vor zwei Jahren mit den USA, geht die Zinssenkungswelle über den Globus. Die Anlagemöglichkeiten im festverzinslichen Bereich werden dadurch immer weniger interessant, ja, man könnte von einem zunehmenden "Anlagenotstand" sprechen. Wenn alle Festgeldinvestoren und ein Teil der Obligationäre nach Anlagealternativen suchen, dann bleibt ihnen nur noch die Aktienbörse. Wer nicht tatenlos danebensein will, muss mitspielen.

---