

**1. Zurück in der Normalität**

Es mag für den einen oder andern etwas zynisch tönen, wenn eine Vermögensverwaltungsbank nach den letzten vier Monaten angesichts der widrigen Verhältnisse an den Finanzmärkten von "Normalität" spricht. Für jeden Anleger, der nicht in prophetischer Voraussicht rechtzeitig sämtliche Obligationen und alle Aktienpositionen in Festgelder umgeschichtet hatte, waren Verluste ja kaum zu vermeiden. Sozusagen alle Elemente richteten sich gegen ihn: Die Zinsen stiegen - im kurzfristigen Dollarbereich zwar teilweise erwartet, unerwartet stark jedoch auch am langen Ende, und überhaupt nicht erwartet in den bis anhin abgekoppelten europäischen Währungen. Gleichzeitig begannen die Aktienkurse zu fallen, und auch hier enttäuschte der Gleichschritt der europäischen Börsen und verschiedener "emerging markets" mit Wall Street den diversifizierten Investor. Schliesslich waren für den in Schweizerfranken rechnenden Anleger zu allem Uebel auch noch die Währungen gegenläufig, da der Franken so stark tendiert.

Ist das Normalität? - Nein und Ja. Nein zunächst, weil auch im nachhinein nicht völlig klar ist, weshalb die relativ kleine Zinserhöhung durch die amerikanische Notenbank einen solch drastischen Kurssturz in den amerikanischen Bondmärkten auslöste. Man hatte zuvor ja stets von der gelegentlichen Notwendigkeit eines solchen Schrittes gesprochen. Es muss mit einer ziemlich extremen spekulativen Schräglage der Bilanzen von amerikanischen Banken und anderen Finanzintermediären (wie Pension Funds, Hedge Funds) zusammenhängen, die während Jahren von der grosszügigen Liquiditätsversorgung durch das Fed nach dem Prinzip "aus kurz mach lang" profitiert hatten und schliesslich von der Trendwende doch überrascht wurden. Ein angesehenes New Yorker Brokerhaus prognostizierte noch im Januar "significantly deeper short term rates". Es kam anders, und als Resultat mussten offensichtlich weltweit in extremer Weise liquide Mittel beschafft werden. Dies würde auch erklären, weshalb die europäischen Obligationen- und Aktienmärkte dermassen in Mitleidenschaft gezogen worden sind. Das Ausmass dieser Ausverkaufswelle war überraschend.

Ueberraschung - darin besteht nun aber die Bejahung der Frage bezüglich der Normalität. Die Marktentwicklungen der letzten Monate zeigten mit aller Deutlichkeit, dass es an den Finanzmärkten auf die Länge nie ohne Risiko zu- und hergeht. "Risiko" ist synonym mit "Ueberraschung". Eine Ueberraschung fällt umso mehr ins Gewicht und ist umso unangenehmer, je einseitiger vorher die Erwartungen auf einen andersartigen Verlauf gewesen waren. Der einstimmige Konsens-Chor der amerikanischen Analysten bezüglich Dollarzinsen führte zu den extremen Ungleichgewichten von Aktiven

und Passiven im Zinsänderungsrisiko. Man kann sich heute den Vorwurf nicht ganz ersparen, dass diese Einseitigkeit der Meinungen nicht früher skeptisch gestimmt hat.

## **2. Vexierspiel der fundamentalen Daten**

Das grosse Problem des sich an der wirtschaftlichen Grosswetterlage orientierenden Kommentators lag in den letzten Monaten darin, dass zwar an den Finanzmärkten Umwälzungen grösserer Art im Gange waren, ohne dass sich aber an den ökonomischen Daten effektiv viel verändert hätte. Man wusste schon im Januar, dass in den USA ein recht breit abgestützter Aufschwung im Gange war. Man war sich auch durchaus bewusst, dass Europa gegen Ende 1994 aus dem wirtschaftlichen Wellental aufsteigen würde. Man war sich auch im klaren über die geldpolitischen Rahmenbedingungen und wusste, dass Amerika drei Jahre grosszügigster Liquiditätsversorgung durch das Fed hinter sich hatte. Der Markt kannte auch die Geldmengenausweitung in der Bundesrepublik und die Unsicherheit bezüglich des Geldmengenaggregats M3 im Gefolge der Wiedervereinigung.

Die Bewegungen an den Finanzmärkten werden seither in erster Linie mit dem Hinweis auf "Inflationsängste" begründet. Veränderte Inflationserwartungen und damit auch veränderte Zinserwartungen sind gewiss ernst zu nehmen und wären sicherlich Grund genug, Kursreduktionen markanten Ausmasses an Obligationen- und Aktienbörsen auszulösen. Nur: auch bezüglich Inflation hat sich der Datenkranz seit Januar nur unwesentlich verändert. So haben sich zwar einige Rohstoffpreise wie Kaffee, Kupfer und Silber nach oben entwickelt, der gesamthaft gesehen aber einzig wirklich relevante Rohstoffpreis des Oels verharret jedoch immer noch in durchaus nichtinflationären Regionen unter \$ 20 per Barrel. Ein anderer Frühindikator für eine konjunkturelle Anspannung ist die Kapazitätsauslastung der Wirtschaft. Sie hat in den USA effektiv etwas angezogen, und es zeichnet sich ab, dass dadurch beispielsweise Lohnverhandlungen etwas zäher werden könnten. Eine virulente Inflationsgefahr herauszulesen wäre jedoch übertrieben. Dies gilt noch viel mehr für Europa, wo die Inflationsraten auf historische Tiefstwerte sinken und wo zwar ein gewisser Aufschwung in Reichweite gerät, wo aber vorderhand stets noch rezessive Schwierigkeiten die Unternehmen plagen und die Arbeitslosigkeit auf hohem Niveau verharren lassen.

## **3. "Alles ist Psychologie."**

Wenn man als Kommentator des Wirtschafts- und Börsengeschehens nicht mehr weiter weiss, dann gibt es einen einfachen und auf den ersten Blick allgemein einleuchtenden Ausweg: den Hinweis auf die Psychologie. Der Vorteil des Psychologie-Arguments liegt darin, dass es auf alle Fälle nicht falsch ist. Denn es liegt auf der Hand, dass in der Angelegenheit der Finanzmärkte, die ja durch menschliches

Handeln und mithin durch eine letztlich immer psychisch ablaufende Entscheidungsfindung bestimmt werden, "Psychologie" im Spiel ist. Der Nachteil des Arguments liegt jedoch in der mangelnden Aussagekraft. Es gleicht dem Hinweis von Aerzten, die vor einem unerklärlichen Krankheitssymptom stehen, auf "endogene Faktoren". Besser bzw. ehrlicher wäre es zuzugeben, dass man vor Rätseln steht. Und man könnte sodann in aller Bescheidenheit versuchen, einen Teil des Schleiers über dem Rätsel zu lüften.

Auch der Hinweis auf die "Markttechnik" genügt leider nicht. Denn so einleuchtend es sein mag, die Kursabschläge mit der Liquiditätsbeschaffung schräg liegender Marktteilnehmer zu begründen, so unbefriedigend ist das Argument, wenn die Kurskorrekturen in eine längerfristige Baisse ausmünden. Die "Schräglage" bzw. das spekulative Eingehen risikoreicher Positionen war ja nicht unüberlegt oder ohne entsprechende Erwartungshaltung erfolgt. Wenn im Rahmen von Positionsvereinbarungen keine neuen Käufer auftreten, dann hat sich eben doch etwas Fundamentales verändert, und dies gilt es, wohl oder übel, zu suchen.

#### **4. Höhere Realzinsen als neues Faktum**

Bei einer nochmaligen Analyse der ökonomischen Faktenlage zeigt sich, dass der einzige wirklich relevante Unterschied zur Lagebeurteilung im Monat Januar in den markant höheren Realzinsen besteht. In allen relevanten Währungen ist am langen Ende bis zu 1 1/2 % mehr Zins zu bezahlen als Ende 1993. Das ist ein klares, eindeutiges Faktum und kann angesichts seiner weltweiten und andauernden Bedeutung nicht mit Markttechnik erklärt werden.

Wenn für das längerfristige Ausleihen von Geld ein höherer Preis verlangt wird als vorher, so weist das auf ein erhöhtes Unbehagen hin, das der Ausleihende im Hinblick auf die möglichen Geschehnisse während der Laufzeit hat. Ökonomisch formuliert: Es wird eine Risikoprämie verlangt. Diese Risikoprämie basiert auf einer veränderten Einschätzung gewisser Elemente. Welches könnten diese Elemente sein?

Es könnte sich beispielsweise um eine erhöhte Skepsis gegenüber weltpolitischen Entwicklungen handeln. Die Aussichtslosigkeit im Jugoslawienkonflikt führt zur Einsicht, dass in der Vielzahl ähnlicher potentieller Spannungsherde die Impotenz der internationalen Gemeinschaft analog sichtbar würde. Der Ausbruch eines Bruderkrieges in Jemen weckt unangenehme Erinnerungen an den Golfkrieg, an den Kaschmirkonflikt und an Afghanistan. Und einen Krimkrieg hat es in der Weltgeschichte schon einmal gegeben, damals allerdings noch ohne Nuklearwaffen ...

Die Risikoprämie könnte sich auch darauf beziehen, dass man sich der Schwächen der Clinton-Administration nun voll bewusst wird. Zwar hätte man es ja schon merken müssen, als der noch frische Präsident seine Ehefrau auf das dornenvolle Problem Gesundheitswesen ansetzte: Mit einem solchen möglicherweise zwar sympathischen, aber denkbar unprofessionellen

Führungsstil lässt sich eine Weltmacht nicht regieren. Es macht den Anschein, dass für die Finanzmärkte die letzte Amtsperiode Clintons bereits im Gange ist.

Mit grosser Wahrscheinlichkeit werfen die Wahlen in der Bundesrepublik Deutschland auch bereits tiefschwarze Schatten voraus. Einen erneuten, wenn auch knappen Sieg der bisherigen Koalition kann man sich nicht so recht vorstellen. Und die Alternativen dazu machen Kopfschmerzen. Denn man kann sich mit dem besten Willen nicht vorstellen, wo eine allfällige grosse Koalition oder gar ein rot-grünes Bündnis bei der angespannten Finanzlage die Mittel für grössere Umverteilungsübungen herholen sollten.

Die Risikoprämie weist aber letztlich auch und vor allem auf höhere Inflationserwartungen hin. Und solche Erwartungen orientieren sich eben offensichtlich nicht an "harten" Fakten wie Oelpreisen und Lohnverhandlungen, sondern an "weicheren" Faktoren. Ein solches Element ist beispielsweise die Ernennung des Oekonomie-Professors Alan Blinder durch die Clinton-Administration für einen freigewordenen Sitz im Fed (Vgl. dazu Wall Street Journal vom 28.4.94). Blinder ist ein Apologet einer "konstanten, voraussagbaren" hohen Inflationsrate und verspricht sich davon ein erhöhtes Wirtschaftswachstum, das vorab den ärmeren Schichten zugutekäme. Inflation sei zwar eine "grausame Steuer - aber nur für jene, die ihr Einkommen aus Zinsen, Dividenden und Kapitalgewinnen" bezögen. Die Finanzmärkte haben diese Botschaft offenbar verstanden - und verweigern sich dem Alchimisten bereits durch höhere Realzinsen, welche die Blinder'sche Idee bereits im Keim ersticken.

## **5. ... doch die Strafe folgt sogleich!**

Damit sind wir an einem wichtigen Punkt für die Beurteilung der gegenwärtigen Lage angelangt. Die weltweite Erhöhung der Realzinsen hat nicht nur die meisten Anleger, sondern vermutlich auch die Notenbanken und die politischen Behörden in diesem Ausmasse überrascht. Es ist, als ob von den Finanzmärkten ein überaus deutliches Signal ausgegangen wäre, das vor jeglichem Ansinnen warnt, auch nur den kleinsten Schritt in Richtung Inflation zu tun. In der Tat sind die Hände des Fed seit Februar ziemlich gebunden: Die Bondmärkte diktieren, wann die Zinsen am kurzen Ende zu erhöhen sind. Bezieht man das Spiel der Währungen in die Betrachtung mit ein, dann dürfte Ähnliches für eigentlich alle Notenbanken gelten. Falsches Verhalten wird sogleich bestraft, sei es durch eine schwächere Währung, sei es durch schwächere Obligationenmärkte oder sei es durch beides.

Dies ist tröstlich und stimmt uns letztlich zuversichtlich: Es macht den Anschein, dass die so viel enger gewordene Verknüpfung der internationalen Finanzmärkte eine Art "Wettbewerb der Systeme" geschaffen hat. Dieser Wettbewerb drückt sich in einem sehr viel engeren Spielraum der Notenbanken aus beziehungsweise in der Unmöglichkeit, Begehren von

seiten der Politik stark nachzugeben. Und so dürfte denn ein Alan Blinder zum keynesianischen Blindgänger werden.

Unsere Prognosen sind deshalb denn auch verhalten optimistisch. Wir glauben nicht, dass eine Reflationierung unmittelbar bevorsteht. Dies bedeutet dann auch, dass wenig Grund zur Angst vor nochmaligen Zinserhöhungen besteht. Ja, es wäre durchaus denkbar, dass eine Beruhigung der Märkte sowohl im Dollar wie auch in den europäischen Währungen bei den langfristigen Zinsen wieder etwas Spielraum nach unten schaffen würde. Dies hätte dann auch eine Erholung an den Aktienbörsen zur Folge, wobei dann den gebeutelten Finanzwerten ein besonderes Potential zukäme.

## 6. Lohnt sich das Risiko?

In Phasen von Kursabschwüngen stellt man sich verständlicherweise immer wieder die Frage, ob es sich eigentlich lohne, das Risiko von Aktienengagements, aber auch von Obligationenportefeuilles mit den ihnen immanenten Zinsrisiken einzugehen. In der Tat hätte man in den letzten Monaten nur mit Festgeldern kein Geld verloren. "Man hätte eben rechtzeitig umsteigen müssen" ist der nachträglich einfach zu äussernde Vorwurf. Er basiert auf der Ansicht, dass es den Spezialisten möglich sein müsse, die Bewegungen an den Finanzmärkten vorauszusehen. Dafür seien sie ja da.

Es ist interessant, dass zumindest implizit die meisten Marktteilnehmer von der Richtigkeit dieser Annahme ausgehen. Der Stellenwert der sogenannten "Performance" in Fachzeitschriften und auch in populären Anlegerblättchen beweist dies. Da werden periodisch die "besten" Vermögensverwalter zelebriert, es werden Ranglisten erstellt und "Kellerkinder" an den Pranger gestellt. Dies, obwohl die Finanztheorie in einer Vielzahl von Studien schlüssig belegt, dass es extrem unwahrscheinlich ist, über längere Zeit und systematisch immer richtig zu prognostizieren. Die Entwicklung von Finanzmarktwerten ist stochastisch, dem Zufall unterworfen.

Im Grunde genommen können nur zwei Aussagen getroffen werden, die ökonomisch ohne weiteres begründbar sind:

**Aussage 1:** Aktien rentieren auf längere Zeit gesehen durchschnittlich besser als Obligationen, und Obligationen rentieren auf längere Zeit gesehen im Durchschnitt besser als Liquidität. Der Grund dafür liegt im Entgelt für das höhere Risiko, das der Aktionär bzw. der längerfristig investierte Obligationär auf sich nimmt.

**Aussage 2:** Eine Diversifikation der Anlagen lohnt sich in der Regel. Dies deshalb, weil sich die Kurschwankungs-Amplituden verschiedener Anlagen teilweise aufheben.

(Eine grafische Darstellung dieser zwei Aussagen anhand empirischer Daten finden sich im Teil "Anlagepolitik" dieses Kommentars.)

Mit gutem Gewissen - und das müsste eigentlich jeder Vermögensverwalter haben, denn man vertraut ihm ja Geld an - kann darüber hinaus nur wenig Sinnvolles gesagt werden, oder nur mit einem sehr tiefen Grad an Eintreffenswahrscheinlichkeit. (Dass unsere Profession bei einem derartigen Verzicht auf die wahrsagerische Alchimie viel von ihrem Glamour verlieren würde, sei allerdings auch zugegeben.)

## **7. Innerbilanzrisiken als Beratungsobjekt**

Nun wird der geneigte Leser und Investor allerdings einwenden, wofür es denn den Anlageberater und Vermögensspezialisten überhaupt brauche, wenn nicht zur besseren Prognostizierung von Entwicklungen an den Finanzmärkten. Schliesslich zahle man ja dafür!

Die Frage beruht auf einem Missverständnis der wirklichen Funktion des Vermögensberaters. Wer ihn nur als Guru hält, der liegt falsch. Seine Aufgabe liegt vielmehr darin, in vollem Bewusstsein über die Zufälligkeit der Finanzmärkte für den Kunden das Richtige oder zumindest das Vertretbare zu tun. Und dies hat dann nichts mehr mit Alchimie, jedoch sehr viel mit ökonomischer Knochenarbeit zu tun.

Diese Arbeit besteht darin, für jeden einzelnen Kunden das richtige Mass an Risiken zu finden und bestimmte Risiken, soweit sie vermeidbar sind, zu eliminieren. Die konkrete Bedeutung dieses Vorgangs lässt sich am besten anhand eines Beispiels erläutern. Nehmen wir an, ein Anleger, der bis anhin freudvoll am Aktienmarkt mit nicht unwesentlicher Risikobereitschaft teilgenommen hatte, stehe vor der Pensionierung. Und gehen wir davon aus, seine Pension reiche zwar für das tägliche Leben und seine Versicherungen für den Krankheitsfall. Darüber hinaus, das heisst für ausserordentliche Ausgaben oder aber später auch für einen allfälligen Aufenthalt unbestimmbarer Länge im Altersheim oder in einer Altersresidenz, müsse das angesparte Vermögen erhalten. Der Kunde wünsche überdies, dass seine Kinder einmal noch einen ansehnlichen Teil des Vermögens erben könnten.

Was hier verbal dargestellt wird, ist ökonomisch gesehen nichts anderes als die Passivseite einer Bilanz; die "Verpflichtungsseite". Es bestehen gewisse festdefinierte Anforderungen, einige möglichenfalls eintretende Bedürfnisse sowie auch ein paar Wunschvorstellungen. In concreto zeigt sich, dass mit der Kaufkraftreihaltung zumindest im Hinblick auf das Altersheim schon einiges erreicht wäre. Wünschbar wäre allerdings eine höhere Rendite, damit ein vollständiger Verzehr des Vermögens dereinst vermieden werden kann.

## **8. Erst die Analyse, dann der Aktivismus!**

Die Aktivseite der Bilanz muss nun diesen hier nur skizzenhaft definierten ökonomischen Bedürfnissen auf der Passivseite angepasst werden. Es ist zu ermitteln, mit welcher Zusammensetzung des Vermögens die anzustrebenden ökonomischen Ziele erreicht werden können.

---

mischen Ziele mit höchster Wahrscheinlichkeit erreicht werden können. Erst nach dieser Arbeit darf die effektive Anlagetätigkeit beginnen. Darüber hinaus erheischen Passiv- und Aktivseite eine periodische Anpassung bezüglich neuer Gegebenheiten.

In der Praxis trifft man vielfach auf Verpflichtungsseiten, die recht eindeutig ähnlichen Risiken ausgesetzt sind wie die Anlageseite. Der "Notbatzen" eines Garagisten dürfte beispielsweise am ehesten zum Tragen kommen, wenn infolge hoher Benzinpreise die Nachfrage nach neuen Autos zusammenbricht. Es wäre fahrlässig, Chrysler- und BMW-Aktien auf der Aktivseite zu führen. Oder: Der Wohlfahrtsfonds einer Unternehmung kommt am ehesten zum Tragen, wenn sich bei den Pensionierten oder beim Personal die Sozialfälle häufen, und dies dürfte am ehesten dann der Fall sein, wenn es der Unternehmung selbst schlecht geht. Es sind deshalb Anlagen zu finden, die mit der betreffenden Industrie möglichst wenig korrelieren. Es kann sich sogar lohnen, während Jahren eine "Unterperformance" zu erdulden, um aber im relevanten Falle zahlungsbereit zu sein. - Die Beispiele könnten un schwer fortgesetzt werden. Wichtig ist zu erkennen, dass es gilt, den ökonomischen Bedürfnissen der Passivseite entsprechende ökonomische Antworten auf der Aktivseite gegenüberzustellen.

So verstandene Vermögensberatung setzt eine genaue Kenntnis der Situation des Kunden und damit auch das entsprechende Vertrauensverhältnis voraus. So verstandene Vermögensberatung kann nicht einfach ab Stange gekauft werden, kann nichts Handelbares im Sinne einer "commodity" sein. So verstandene Vermögensberatung ist nicht so einfach messbar wie die "Performance" gemäss "Bilanz"- oder "Cash"-Aufstellungen. So verstandene Vermögensberatung ist nichts für agile Yuppies mit farbigen Hosenträgern, denn es zählt nicht die schnellebige Dynamik, sondern die Richtigkeit des langfristigen Kalküls. So verstandene Vermögensberatung übersteht auch Schwächephasen von Aktien- und Obligationenmärkten, denn sie verspricht nichts, was niemand versprechen kann.

---