

1. Diversifikation und Derivate - Desaster?

Es gibt so etwas wie Anleger-Biertische. Vielleicht wird statt Bier eher Wein getrunken, und es werden eher Zigarren als Stumpfen geraucht. Der Rest ist sich aber gleich: Dass die Gespräche zumeist um ein, höchstens um zwei Themen kreisen, und dass alle Anwesenden es schon lange gewusst haben, und dass allen andern eigentlich recht geschehe. Von eigenen Fehlurteilen ist am Biertisch wenig zu hören.

Zurzeit beherrschen zwei Themen diese Tempel der Selbstgerechtigkeit: Der US-Dollar und die Barings-Bank. Angesichts der Geschehnisse der letzten Wochen ist das nicht weiter erstaunlich, und es wäre gewiss falsch, wenn die Gespräche darüber nur an Biertischen geführt würden. Denn der kontinuierliche und zuletzt sehr dramatische Kursverlust der amerikanischen Währung hinterlässt tiefe Spuren, namentlich zum Beispiel in der Exportwirtschaft unseres Landes. Von Seiten der volkswirtschaftlichen Theorie oder der Finanzmarktpraktiker ist zur Währungskrise wenig Greifbares zu hören oder zu lesen.

Der Milliardenpoker von Nick Leeson in Singapore ist völlig zurecht ebenfalls ein Thema, das der Erörterung beileibe bedarf. Denn allein die Tatsache, dass es trotz allen vermeintlichen Kontrollen zu einer derartig massiven spekulativen Schräglage kommen konnte, ist schon furchterregend. Dass Anleger jeglicher Grössenordnung sich zudem die Frage stellen, ob ein Schicksal à la Barings nicht irgendwann einmal auch ihr eigenes Institut ereilen könnte, ist nicht zu vergessen.

Es kommt eben auf die Antworten an. Wenn dieselben Leute, die noch vor einem Jahr felsenfest überzeugt waren, Ende 1994 liege der Dollar bei Fr. 1.60, heute behaupten, der Niedergang des Greenbacks sei absehbar gewesen, schliesslich sei er ja schon seit 20 Jahren im Gang, und man hätte eben schon längst in Schweizerfrankenanlagen umsteigen müssen, dann ist dies Biertisch-Niveau und bringt nichts. Und wenn aus derselben Ecke eine Tirade gegen die derivativen Instrumente losgeht, man das Wort "derivativ" aber kaum zu buchstabieren, geschweige denn die Instrumente auch nur entfernt zu erklären imstande ist, dann lohnt sich kaum ein Achselzucken. Wie oft handelt es sich doch um dieselben Personen, die seit Jahren fröhlich (derivative!) Devisenterminspekulationen betreiben!

Angesichts der Dollarbaisse und des Barings-Falls kam das Wort "Desaster" über manche Lippe. In Systemkrisen haben die Apokalyptiker schon immer Urständ gefeiert. Alles, was bisher zum festen Bestand der Erkenntnisse gehört hatte, wird in solchen Situationen gerne über Bord geworfen. Diversifikation, eine Maxime der Vermögensverwaltung, erhärtet durch

die neuere Finanzwissenschaft: Hat sie nach ein, zwei Jahren gegenläufiger Kursbewegungen plötzlich überhaupt keine Berechtigung mehr? Und sind derivative Instrumente, ohne die der ganze Oelhandel, die moderne Agrarproduktion, die Versicherungswirtschaft, ja das ganze internationale Finanzsystem nicht mehr denkbar wären, nun plötzlich des Teufels? Wir wollen den Fragen nachgehen und versuchen, möglichst differenzierte Antworten zu finden.

2. Währungskrise - strukturelle Krise

Die Stärke des Schweizerfrankens, der Deutschen Mark und des Yen ist ja in der Tat in diesem Ausmasse von niemandem vorausgesehen worden. Wir haben in den letzten beiden Anlagekommentaren (Nr. 163 vom Dezember 94 und Nr. 164 vom Januar 95) darzulegen versucht, weshalb im letzten Jahr ein so abrupter globaler Zinsanstieg Finanzmarktspezialisten wie Anleger dermassen brutal überraschen konnte. Unsere Vermutung geht dahin, dass eigentlich zum ersten Mal so richtig die Macht der Märkte zum Tragen gekommen ist. Es steht ausser Zweifel, dass der Zinsanstieg im US-Dollar keineswegs von der US-Notenbank gelenkt wurde, sondern vielmehr ein Nachvollziehen unter gewaltigem Druck der Bondmärkte darstellte. Die Macht der Märkte ist unter anderem gerade wegen den derivativen Instrumenten so umfassend geworden. Sie erlauben kurzfristige und äusserst kostengünstige Umschichtungen grosser Volumina.

Wir vermuten nun sehr, dass die Währungskrise lediglich das zweite Kapitel in dieser Geschichte mit der Ueberschrift "Die Märkte beherrschen die Welt" darstellt. Ueberlegt man sich nämlich, welche Faktoren den Kurs des US-\$ positiv, resp. negativ beeinflussen könnten, dann fällt auf, dass auf der negativen Seite praktisch nur strukturelle Gründe stehen.

positive Faktoren

- \$ ist "billig" (Kaufkraftdisparität)
- Wahlergebnis im Kongress (republikanische Mehrheit)
- restriktive Fed-Politik (Verbesserung Zinsspread)
- Repatriierung von Auslandsgeldern durch Amerikaner
- Möglichkeit von Interventionen zugunsten des Dollars
- grosser \$-Pessimismus (und entsprechend wenig Longpositionen)
- An sich: Verbesserung beim Budgetdefizit

(Quelle: Dr. G. Landert)

negative Faktoren

- hohe Handels- und Leistungsbilanzdefizite
- Nachhaltig negative Entwicklung der Kapitalverkehrsbilanz (vom Gläubiger- zum Schuldnerland, Abhängigkeit vom Auslandskapital)
- wenig vertrauenserweckende Finanzpolitik
- Verlust des Safe-Haven-Status nach Ende des kalten Krieges
- zu geringe Sparquote
- Mexico/Nafta-Krise: weitere Nachschusspflichten?
- Dollar-Ueberhang in den Weltreserven (65% der Reserven im \$, bei 22% Anteil am Welt-BIP)

Die nachhaltig negative Entwicklung des Dollars zeigt unseres Erachtens eindeutig, dass die Märkte recht wenig an "zyklischen" Argumenten oder an den traditionellen währungs-politischen Mustern (z.B. Zinsdifferenzen oder Kaufkraftparität) interessiert sind. Vielmehr suchen sie ein neues Gleichgewicht für Kursrelationen von Währungen und Ländern mit mehr oder weniger Gesamtglaubwürdigkeit. Gesamtglaubwürdigkeit bedeutet offensichtlich mehr als nur eine leichte Verbesserung in den Staatsfinanzen oder einen leichten Zinsvorteil. Gesamtglaubwürdigkeit bedeutet die Einschätzung der Märkte bezüglich aller abschätzbaren möglichen künftigen Entwicklungen. Im Extremfall kann das eine Tieferbewertung in Richtung Null heissen - erlebbar zur Zeit am Beispiel der italienischen Lira.

Es zeigt sich insbesondere, dass offenbar die Innen- und Aussenverschuldung sowie die Sparquote eines Landes die längerfristigen Aussichten einer Währung bestimmen. Im Annex-teil "Anlagepolitik" findet sich eine quantitative Darstellung dieses Phänomens. Neu wäre jetzt, dass die Märkte imstande sind, innert kurzer Frist und ohne irgendwelche Rücksichten "tabula rasa" zu machen und die Währungen unglaublich-würdiger Länder dorthin katapultieren, wo sie hingehören: auf ein markant tieferes Niveau.

3. Disziplinierungseffekte

Wir haben den Eindruck, es seien sich nur wenige im klaren, dass dies - bei allen negativen Seiteneffekten, beispielsweise für Exporteure in Hartwährungsländern (darauf wird noch zurückzukommen sein) - mittelfristig gute Nachrichten sind. Denn es bedeutet, dass die internationalen Finanzmärkte heute in der Lage sind, effizient Neubewertungen von Ländern und Währungen vorzunehmen. Tiefer bewertete Länder müssen sich etwas einfallen lassen, wie sie künftige Schulden auf dem Weltmarkt refinanzieren. Die Bonitätskontrolle ist brutal: Wer auf Pump konsumiert statt investiert, wird tieferbewertet.

Es könnte durchaus sein, dass damit auch die Zeit teurer und unnötiger Prestigeobjekte, wie sie namentlich in Drittwelt-ländern auf Schritt und Tritt zu beobachten sind, der Vergangenheit angehören. Es gibt auch kaum mehr weltpolitische Gründe, dass solche Régimes auf Biegen und Brechen gestützt werden müssen. Tendenziell wird dies aber auch dort gelten, wo die staatlichen Ineffizienzen vielleicht nicht so offensichtlich, aber dennoch existent sind. Die Schwierigkeiten, in denen sich Regierungen wie die italienische oder die spanische befinden, sprechen Bände. Staatlich subventionierte Stahlwerke und Oelraffinerien, wo es an sich keine bräuchte, wiederholte Stützungsaktionen für Staatsluftfahrtgesellschaften: Die EG-Kommission muss sich künftig nicht mehr zu Sanktionen durchquälen - die Strafe durch die Märkte kommt ihr zuvor.

Vor dem Hintergrund, dass die internationalen Finanzmärkte nie und nimmer gewillt wären, eine noch grössere Umverteilungsübung in Europa zu akzeptieren, hat sich die Deutsche Bundesbank weit, sehr weit weg vom Maastrichter-Abkommen

entfernt. Die Stärke der Deutschen Mark widerspiegelt das Vertrauen der Märkte in eine Politik, die nicht gewillt ist, dass die Konvergenzkriterien qualitativ nach unten angepasst werden. Eine europäische Einheitswährung "mit weichem Bauch im Süden und Wasserkopf im Norden" wird es nicht geben.

Diese Disziplinierung hat allerdings ihren Preis. Zum einen ganz klar auf der individuell-geschäftlichen Ebene, beispielsweise wie schon erwähnt bei den vom Export lebenden Industrien in den Hartwährungsländern. Die Geschwindigkeit der von den heutigen Finanzmärkten ausgelösten Bewegungen beraubt die realwirtschaftlich tätigen Firmen aus rein physischen Gründen einer zeitgerechten Reaktionsmöglichkeit. Man kann nicht einfach von heute auf morgen Produktionskapazitäten verschieben. Der konjunkturdämpfende Effekt wird sich ohne Zweifel einstellen. Die Aktienbörsen haben dies bereits vorweggenommen. So hat die extrem währungsabhängige Daimler-Aktie in den letzten Wochen 20 % ihres Wertes eingebüsst!

Zum ändern wird die erhöhte Schwierigkeit weitere Teile der Welt, noch einigermaßen glaubwürdig als Schuldner auftreten zu können, ganz generell eher deflationär wirken. Deflation ist eine erste Phase der Disziplinierung. Der makroökonomische Datenkranz weist deutlich auf eine solche Tendenz hin: Das Geldmengenwachstum ist in den meisten Industrieländern gering, die Fiskalpolitik restriktiv, das reale Zinsniveau hoch. Die Asset-Deflation hat vielerorts bereits stattgefunden, wenn man etwa an den japanischen Aktienmarkt denkt (-20 % innerhalb dreier Monate, ausgehend von einem bereits einmal halbierten Niveau!) oder an die "Emerging Markets" (-30 % im selben Zeitraum).

4. Dennoch dabeisein?

Der geschätzte Leser und Anleger wird nun einwenden, dass sein Kommentator aus St.Gallen ihn eigentlich vor dieser strukturbereinigenden Phase der internationalen Märkte bewahren müsste. Schweizerfranken und noch einmal Schweizerfranken, allenfalls noch ein paar D-Mark, und alles möglichst kurz und festverzinslich angelegt: Das wäre zurückblickend, d.h. in den letzten 12 Monaten, tatsächlich das beste gewesen. Aber längerfristig?

Die Antwort liegt auf der Hand. Die beste aller Welten bestünde in der Tat darin, jegliche Phase mit den geeignetsten Instrumenten mitzumachen. 1993 mit Schweizer Chemie- und Finanzwerten, 1994 mit Geldmarktanlagen, 1995 zu hundert Prozent in Franken und DM. Dass dazu niemand in der Lage ist, hat das letzte Jahr sehr klar gezeigt. Die zweitbeste Lösung besteht dann eben darin, im Wissen um die nur sehr beschränkte Prognostizierbarkeit sich an gewisse Regeln zu halten, die auf die Länge nicht falsch sein können.

Dass die Hingabe von Eigen(Risiko-)kapital längerfristig eine höhere Rendite abwerfen muss als Fremdkapital, und dass in aller Regel die längerfristige Hingabe von Fremdkapital mehr Zins abwerfen muss als die kurzfristige, da mehr Entwertungsrisiko getragen wird, ist eine dieser Regeln. Eine

andere besteht im Grundsatz, dass eine Streuung der Anlagen die Risiko-Rendite-Struktur ungleich verändert. Zwar verpasst man mit einer Risikostreuung den Lotto-Sechser, aber man stellt dafür auf die Länge sicher, dass in einer Welt ohne Lotto-Sechser, jedoch mit einer Vielzahl kleinerer Ertragschancen und -risiken, die Resultante schlussendlich positiv bleibt.

Die Schweizerfrankenobligation war in den ersten Monaten dieses Jahres eine der wenigen positiv verlaufenden Anlagen für einen im Franken rechnenden Anleger. So sehr wir auch davon ausgehen, dass es sich auch für die nächste Zeit um ein gutes Anlagevehikel handeln wird, so klar ist aber auch, dass es sich dabei nicht um einen Lotto-Sechser handeln kann. So gegenläufig Währung, Zinsen und Aktienmärkte momentan auch gewesen sein mögen: Auf die Länge geht es ohne Diversifikation nicht. Das Verpassen von Chancen ist ökonomisch gesehen auch ein Verlust, ein sogenannter Opportunitätsverlust.

5. Relative Desaster gibt es auch hier

Eine Welt, in der die Finanzmärkte jene Korrekturen erzwingen, die die Politik längstens verpasst hat, ist ja in der Tat auch eine Welt der neuen Opportunitäten. Und es gilt zu bedenken, dass der Strukturwandel durchaus auch einmal die heimatlichen Gefilde erfassen könnte. Es ist ja nicht so, dass die Schweiz oder auch Deutschland von Strukturproblemen verschont wären. Zum Beispiel zeichnet sich doch ab, dass unter dem sich jetzt noch verschärfenden globalen Kampf um Mittel die Wettbewerbsfähigkeit von Schwellenländern noch zunimmt und es Länder wie Deutschland, Holland und die Schweiz an der Achillesferse trifft: dem strukturell veralteten Sozialnetz.

Zeitungsartikel über die Frage der Finanzierbarkeit der Altersvorsorge häufen sich in letzter Zeit in auffälliger Weise. Jüngst hat sogar die Deutsche Bundesbank in ihrem Monatsbericht die Frage aufgeworfen, inwieweit die Belastung der Wirtschaft durch die hoheitlich gesteuerte Altersvorsorge noch tragbar und ob die Solidarität zwischen den Generationen nicht überstrapaziert sei. Es zeigt sich, dass angesichts der demografischen Verhältnisse - Ueberalterung, Stagnation beim Nachwuchs - immer weniger Arbeitende für immer mehr Rentner aufkommen müssen. Die Vorsorgesysteme wie die schweizerische AHV, aufgrund der gesetzlichen Rahmenbedingungen aber auch die Pensionkassen, stellen weitgehend auf die Leistungsfähigkeit eines einzigen Substrats ab: auf die eigene Volkswirtschaft. Sie sind also ausgesprochen schlecht diversifiziert.

Je mobiler Produktionskapazitäten werden, desto wahrscheinlicher ist es, dass diese Systeme unter Druck geraten. Länder, in welchen in dieser Frage mehr auf Eigeninitiative und -verantwortung abgestellt wird und die über mehr junge Leute verfügen, werden Oberwasser haben. Es ist schwer abzuschätzen, wie sich diese Strukturkrise in unseren Breitengraden konkret auswirken wird. Eine gewisse Abwanderung von Arbeitsplätzen ist bereits im Gange. Eines ist aber gewiss:

Wenn schon unsere staatlich erzwungene Altersvorsorge unter anderem aufgrund ihrer Nichtdiversifikation in Schwierigkeiten geraten wird, dann ist es sicher falsch, die eigenen Ersparnisse auch noch ausschliesslich in diesen einen Topf zu werfen.

Wenn wir aus den vergangenen zwölf Monaten gelernt haben, dass Finanzmärkte strukturelle Probleme zu ahnden in der Lage sind, dann müssen wir auf der Hut sein, die strukturellen Balken im eigenen Auge nicht zu verkennen.

6. Anlagepolitik: Alles mit Mass

Wir nehmen in unserer Anlagepolitik deshalb auch nach den dramatischen Zeiten der letzten paar Wochen keine dramatischen Änderungen vor. Das Hauptgewicht unserer Anlagen ist nach wie vor in SFr.- und DM-Obligationen zu finden. Die Zinsen bewegen sich, nicht zuletzt unter Währungseinfluss, langsam und kontinuierlich nach unten - der langangekündigte "Zinsbuckel" scheint nun einzutreffen. Wir schätzen das Senkungspotential zwar nicht als übermässig ein, geben uns angesichts des geringen Zinsrisikos aber gerne damit zufrieden. Die durchschnittliche Laufzeit des Bondportfolios erhöhen wir vorsichtig auf etwa 4 - 5 Jahre.

Vorsicht ist in turbulenten Phasen durchaus auch ein gutes Rezept für Aktienanlagen. Von unseren Standard-Anlagen in schweizerischen und deutschen Blue-Chips weichen wir nicht ab. Amerikanische Aktien scheinen uns vom nun sehr tiefen \$-Kurs her gesehen zwar als günstig, die Wall-Street zu Beginn einer sich ankündigenden Wirtschaftsabschwächung ("Soft Landing"?) aber doch sehr verletzlich. Gewinnenttäuschungen werden ja wohl kaum ausbleiben.

Risikoreichere Exkursionen im Sinne der Diversifikation wagen wir - aber in der Regel nur mit einem Sicherheitsseil, sprich einem durch derivative Instrumente massgeschneiderten Risikoprofil. Unser Haus verfügt mittlerweile über eine breite Palette von Anlageinstrumenten, die Potential und Sicherheit in einem bieten. Ihre Ueberlegenheit gegenüber Direktinvestments und auch gegenüber gewissen Anlagefonds hat sich in diesen turbulenten Zeiten deutlich gezeigt.

7. Ferrari oder Velo?

Damit wäre schliesslich noch Stellung zu nehmen zum zweiten eingangs erwähnten Biertisch-Thema, den derivativen Instrumenten. "Derivat", "abgeleitet", heissen sie, weil sie sich stets auf einen anderen Wert beziehen, selbst aber stets nur eine von diesem andern Wert abhängige Forderung darstellen. Es gibt mittlerweile derivative Instrumente auf alle denkbaren Werte. Ihre ökonomische Daseinsberechtigung beziehen sie aus dem Umstand, dass man mit derivativen Instrumenten in der Lage ist, einzelne Aspekte der unterliegenden Werte quasi gesondert abzuhandeln. So kann man mit einem Währungs-Swap einer Fremdwährungsanleihe das Währungsrisiko nehmen, wenn man lediglich das Zinsrisiko tragen will. Oder man kann mit einer Zinsoption Zinsrisiken (und -chancen) erwerben, ohne eine ganze Anleihe mittragen zu müssen. Durch derivative Instrumente werden Risiken einzeln

handelbar und damit unverteilbar auf Investoren, die am Tragen solcher Risiken interessiert sind.

Es würde hier zu weit führen, auf die einzelnen Produkte wie Optionen, Futures, Swaps usw. einzugehen. Unter dem Eindruck des Barings-Skandals sei lediglich das folgende vermerkt: Es ist in der Tat so, dass mit derivativen Instrumenten mit sehr viel weniger Geldeinsatz sehr viel grössere Volumina gehandelt werden können als beim Handel mit den unterliegenden Werten. Wer heute 1000 Nestlé-Aktien kaufen will, benötigt dazu mehr als 1 Million Franken. Für rund Fr. 60'000.- kann er das gleiche Volumen mit Optionen erwerben (at-the-money-strike, Laufzeit 1 Jahr, Volatilität 15 %).

Es liegt auf der Hand, dass eine solche Konstellation eine gewisse Faszination auf Leute ausübt, die mit Geld nicht umgehen können, bzw. auf Leute, die gerne fremdes Geld aufs Spiel setzen. In einem Boom-Jahr wie 1993 wurde der spekulative Eigenhandel von Banken und Brokern übermässig belohnt. Als stände eine besondere Leistung dahinter, spekulative Positionen aufzubauen und ab und zu Gewinne zu realisieren, wurden die Händler (nicht nur bei Barings!) für diese Wohltat mit grosszügigen Bonuszahlungen vergoldet. Bei Barings erhöhte man zugleich noch die Kompetenzen in dem Sinne, dass man jemanden, der höchstens ein Fahrrad zu steuern imstande wäre, in einen Ferrari setzte.

Der Vergleich mit dem Strassenverkehr ist auch im übrigen nicht so abwegig. Denn es zeigt sich, dass einige der Verkehrsregeln nicht ganz den neuen Tempomöglichkeiten angepasst sind. Und es erweist sich auch als notwendig, dass die Verkehrskontrollen da und dort in vernünftiger Masse verschärft werden, namentlich bei der Glatteisgefahr hochvolatiler Finanzmärkte... Besonderen Augenmerk wird man auch den "Bus-Chauffeuren" zuwenden müssen. Möchte-Gern-Ferrari-Piloten sind namentlich in Vehikeln, die einer Mehrzahl von Anlegern gehören, mehr als fraglich. Gewisse Pensionskassen sollten sich dieses Umstands bewusst werden.

Vor vier Jahren teilte unser Bankhaus in einer Broschüre "Neue Instrumente" seine Positionierung im derivativen Geschäft wie folgt mit:

"In bezug auf die sogenannten "Neuen Instrumente" gibt es drei mögliche Verhaltensweisen: Entweder man verweigert sich ihnen gänzlich, oder man benutzt sie, ohne sie zu verstehen, oder man versucht schliesslich, durch profunde Kenntnisse ihrer Eigenschaften ihre Chancen und Risiken zu nutzen.

Es liegt auf der Hand, dass ein traditionell sehr vorsichtig operierendes Privatbankhaus a priori eher der Negierung zu neigen würde. Das wäre aber kaum ein zukunftssträchtiges Verhalten. Wer sich den immensen Vorteilen moderner Finanzinstrumente nicht verschliessen will, kommt nicht darum herum, Investitionen in die Erarbeitung von Know-how zu tätigen".

Dem wäre nur noch beizufügen, dass die Erarbeitung von Know-how nach allen Erfahrungen bei Barings vor der höchsten Bankleitung und vor den Kontrollinstanzen nicht haltmachen

darf. Und darüber hinaus allenfalls noch ein weiteres: Unersättlichkeit und Masslosigkeit waren, ob derivativ oder konventionell, noch immer die eigentlichen Ursachen für Abstürze im Finanzsystem. Man tut gut daran, seine Partner im derivativen Geschäft nicht nur aufgrund technischer Fähigkeiten auszuwählen.
