

2. September 1996

Mit Risiken leben (müssen)

1. Rohrkrepierer?

Was mit viel Schwung begonnen hat, droht nach und nach in Desorientierung und nervöser Zurückhaltung stecken zu bleiben. Gemeint ist das Jahr 1996 an den internationalen Finanzmärkten. Im ersten Quartal stiegen alle relevanten Aktienindizes und erreichten teilweise neue Rekordstände. Das Währungsumfeld begann sich zugunsten der bis dahin notorisch schwachen Valuten zu verbessern, und bei den Zinsen war globale Entspannung und Einpendeln auf tiefem Niveau angesagt. Dass gleichzeitig die konjunkturelle Stimmung namentlich in Europa und Japan alles andere als freundlich war, erstaunte den Ökonomen wenig. Schlaglichtartig zeigte im Februar der Novartis-Zusammenschluss, was sich volkswirtschaftlich abspielt: Kraftvolle Restrukturierungsanstrengungen mit dem Ziel höherer Ertragskraft auf der einen Seite - Bewusstwerden der grossen strukturellen Probleme (Lohnniveau, Soziallasten usw.) auf der anderen Seite.

Für den *Investor* war dieses wirtschaftliche Umfeld recht unproblematisch. Entspannte Zinssituation, tendenziell günstige Währungsentwicklung, freundliche Aktienmärkte: Was Besseres könnte man sich wünschen? Im Verlaufe des zweiten Quartals begann der Motor der Bergbahn aber zu stottern. Ein durch Inflationsängste induzierter Zinsanstieg in den USA brachte eine Wende sowohl an den Aktienmärkten wie bei den Währungsrelationen. Deutsche Mark und Schweizerfranken sind wieder, wie ehemals, die stärksten Währungen geworden. Die Aktienbörsen bewegen sich bei geringen Umsätzen seitwärts; Unsicherheit und jegliche Art von

Befürchtungen beherrschen die Szene. Als Resultat ist die Liquiditätshaltung vermutlich recht hoch.

Grund genug, über die Bücher zu gehen und abzuwägen, welche der früher geäusserten Erwartungen eingetreten sind, welche Tendenzen sich fortsetzen dürften - aber auch, was neu überdacht werden müsste und in der Konsequenz auch Anpassungen am eingeschlagenen Kurs bedingen würde.

2. Erfüllte Erwartungen - Infragestellungen

Angelpunkt unserer bisherigen Lagebeurteilung war die Erkenntnis, dass es sich bei der schwierigen Wirtschaftslage in Europa nicht um ein zyklisches Konjunktur-Tief, sondern um einen sehr tiefgreifenden Strukturwandel handelt. Im weiteren argumentierten wir, dass die USA in diesem Strukturwandel Europa zeitlich und sachlich weit voraus seien, dass aber nach wie vor auch in Amerika zyklische Kräfte kein wirkliches Thema seien. Auf dieser ökonomischen Grundannahme basierten wir dann unsere Zinsprognosen und unsere Meinung zu den Aktienmärkten. Stimmt die Ausgangslage noch, oder müsste man all jenen Recht geben, die im Angesichte tiefer Wachstumszahlen, sinkender Reallöhne, inexisterter Teuerung bereits vom nächsten Inflationsschub reden?

Wir werden im folgenden die Themen Konjunktur, monetäre Situation, Inflation und Aktienbörsen vertieft behandeln. Im weiteren werden wir auch versuchen, die Währungssituation in einen grösseren Zusammenhang zu stellen. Dabei sei vorweggenommen, dass trotz einer Vielzahl erfüllter Erwartungen

auch einige neue Fragezeichen auftauchen. Der Anlagekommentar beschäftigt sich deshalb am Schluss mit dem Problem der dosierten Risikonahme.

3. Desavouierte Wachstumsprognosen

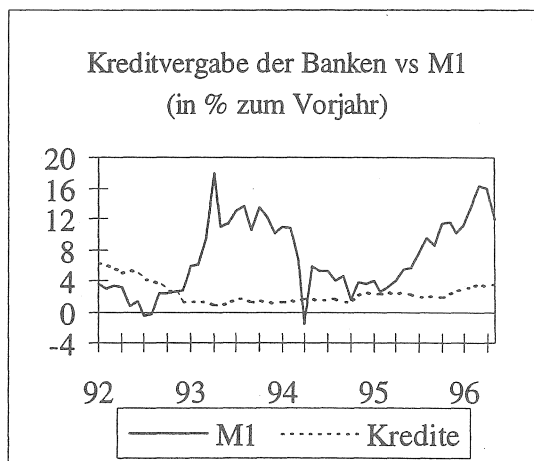
Wenn es nach der Mehrzahl der Konjunkturprognosen der letzten paar Jahre gegangen wäre, dann würden wir uns heute bereits nahe am Kulminationspunkt eines robusten Aufschwungs befinden. Wir würden fröhlich konsumieren, wenig sparen, viel bauen; das Zinsniveau hätte bereits seit einiger Zeit die Fünfprozentgrenze überschritten. Interessant ist, wie trotz gegenläufiger Evidenz während langer Zeit nur wenige Konjunkturauguren bereit waren, ihre Zahlen nach unten zu korrigieren. Ein wesentlicher Grund liegt, wie wir schon verschiedentlich angetönt haben, sicherlich darin, dass die meisten Prognosemodelle eine starke monetäre Komponente aufweisen. Expansive Geldpolitik führt nach Kochbuch zu höherem Wirtschaftswachstum, da tiefe Zinsen entsprechend tiefe Finanzierungskosten bewirken, folglich Investitionen und später auch Konsumfreude auslösen.

Wenn es so einfach wäre! Was für zyklische Zeiten gilt, hat in einem Strukturbruch - wir sprechen mittlerweile nicht mehr nur von „Strukturwandel“! - keine oder nur wenig Gültigkeit. Es gibt eben wirtschaftliche Situationen, in denen die Finanzierungskosten noch so gering sein können - investiert wird dennoch nicht. Man hat das anfangs der Neunzigerjahre in den USA erlebt. Während mehr als 3 1/2 Jahren pumpte das Fed Geld ins Wirtschaftssystem, ohne dass sich an der Konjunkturfront auch nur das Geringste getan hätte. Die Situation veranlasste uns damals zum Kommentar, „das Pferd saufe nicht“. Erst nach 1994 begann sich ein - moderates - Wachstum einzustellen, getragen in erster Linie von völlig neuen Betrieben der Kommunikationsbranche und anderer Technologiebereiche. In Japan wiederholte sich dasselbe Muster in den letzten drei Jahren. Trotz rekordtiefer Zinsen ($\pm 1/2\%$ im kurzfristigen Bereich) hat sich bis vor kurzem an der konjunkturellen Front nicht viel getan.

Es zeigt sich, dass am Beginn eines strukturellen Bereinigungsprozesses stets die Sanierung des Bankensystems steht. Sowohl in den USA wie auch später in Japan profitierte der

Finanzsektor in der ersten Phase zuvorderst und zuallererst von der moderaten Zinssituation. Sowohl die amerikanischen wie die japanischen Banken hatten es aber auch dringendst nötig. Die Remedur besteht darin, die Banken von der positiven Zinskurve profitieren zu lassen. Tiefe Sätze auf der Passivseite, höhere bei den Ausleihungen: Damit kommt die Ertragslage in Ordnung, vorausgesetzt, das Zinsrisiko der Bankbilanz sei dennoch einigermaßen im Griff.

Und in der Schweiz, in Europa? Kann es denn angesichts des im Vergleich zu den USA noch viel ausgeprägteren Strukturanpassungsbedarfs erstaunen, wenn bei uns (vorderhand) noch überhaupt nichts geht? Die nachfolgende Grafik gibt das Geldmengenwachstum, gemessen an der (eng definierten) Geldmenge M1, wieder und setzt es in Vergleich zu den vom Bankensystem gewährten Krediten. Es ist augenfällig, dass nun eben auch hierzulande „das Pferd nicht saufen will“, oder vielleicht auch, dass die reichlich zur Verfügung stehende Liquidität gar nicht über das Bankensystem hinauskommt. Weshalb?

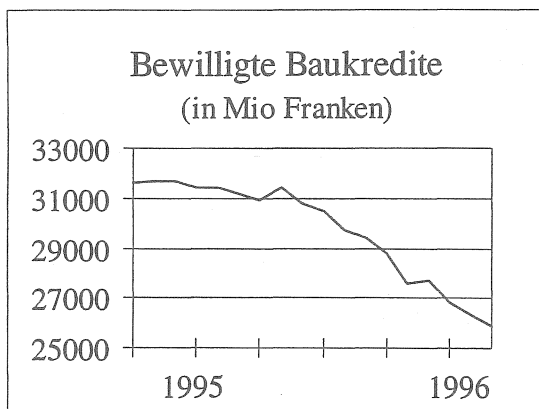
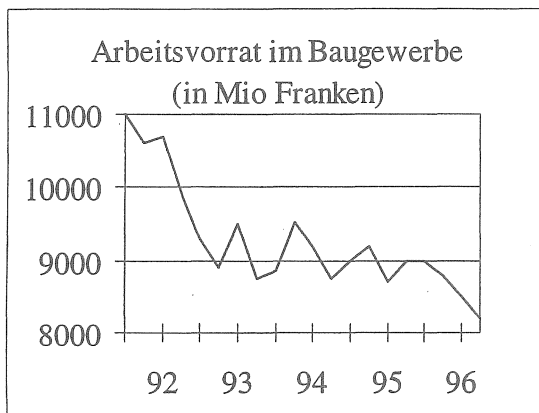


Quelle: Dr. G. Landert

4. Desolate Bauwirtschaft - mit Folgen

Offenbar ist man sich vielerorts immer noch nicht bewusst, wie dramatisch sich die Situation in bestimmten Sektoren der Schweiz zugespitzt hat. *Cum grano salis* gilt Analoges für unser nördliches Nachbarland. Währenddem Gewerkschaften noch über Lohnerhöhungen diskutieren wollen, drohen ganze Wirtschaftsbereiche regelrecht zusammenzubrechen. Die nachfolgenden Grafiken zeigen deutlich die Tragweite der Situation auf. Als

Beispiel wählen wir die Bauwirtschaft. Dies aus zwei Gründen: Erstens sind dort die Auswirkungen der Strukturkrise besonders deutlich sichtbar, zweitens hat der Bau- und Immobilienbereich einen entscheidenden Einfluss auf die Situation der Banken. Im übrigen macht die Baubranche immerhin 13 % des Bruttosozialprodukts aus.



Quelle: Immobilien BUSINESS 7/8 96

Nach dem ersten Einbruch in der Rezession der frühen Neunzigerjahre präsentiert sich 1996 die Lage noch ungünstiger. Dies insbesondere auch deshalb, weil der erste Rückgang einiges an Unternehmungssubstanz gekostet hat. Sie steht jetzt für die zweite Runde nicht mehr zur Verfügung.

Leider ist durch diese Entwicklung nicht „nur“ die Bauwirtschaft betroffen. Wenn man weiss, wie viel unseres Bruttosozialprodukts direkt oder indirekt mit dem Bau und dem Immobilienwesen zusammenhängt, dann ist einem auch klar, dass aus dieser Krise nicht so schnell ein Ausweg zu finden ist.

Sorge bereitet insbesondere die hohe Immobilienlastigkeit der Bankbilanzen. Der Wertberichtigungsbedarf wird nicht so bald abbre-

chen. Deshalb ist auch nicht damit zu rechnen, dass so bald eine der grossen Schweizerbanken zu einer grosszügigeren Kreditpolitik übergeht - der Spielraum ist vermutlich sehr gering. Nicht zu sprechen von den noch viel einseitiger gelagerten Kantonal- und Regionalbanken. Der jüngste Fall der notwendig gewordenen Hilfestellung für die Bank Linth, immerhin eine der prominenteren in der Regionalbankenszene, wird kaum der letzte gewesen sein.

5. Der nächste Aufschwung kommt bestimmt. Aber wie? Und wann?

Was für den Bau- und Immobilienbereich gilt, hat leider auch seine Richtigkeit für andere Sektoren; die Lage im Maschinenbau ist nicht viel erfreulicher, gar nicht zu sprechen vom Konsumsektor. Dort ist die Situation insbesondere deshalb düster, weil der Schweizer offenbar an vielen Institutionen zu zweifeln beginnt. Er spürt, dass auch die sozialstaatlichen Einrichtungen wie die Altersvorsorge Gegenstand des Strukturwandels werden könnten. Als Konsequenz beginnt er zunehmend zu sparen. Dies bei gleichbleibenden oder tendenziell sogar sinkenden Reallöhnen. Erschüttertes Vertrauen ist nicht so leicht gutzumachen. „Konjunkturspritzen“, wie sie gegenwärtig vom Baugewerbe und den Gewerkschaften gefordert werden, helfen wenig, ja könnten angesichts der damit verbundenen erhöhten Staatsdefizite das Vertrauen noch zusätzlich unterhöheln.

Unsere Prognose für einen Wirtschaftsaufschwung ist deshalb sehr zurückhaltend. Dies in zweierlei Hinsicht: Zum einen kommt der Aufschwung nicht so bald. Die Banken brauchen aufgrund der Immobilienkrise Zeit, bis sie wieder zur Kreditvergabe in grösserem Stile bereit sind. Zum andern wird der Aufschwung in anderer, das heisst eben in nicht-zyklischer Weise erfolgen. Strukturbereinigungen enden in Produktivitätssteigerungen. „Produktivitätssteigerung“ heisst mehr Output bei gleichen Kosten oder gleicher Output bei tieferen Kosten. „Kosten“ sind heute praktisch gleichzusetzen mit Löhnen. Nicht gerade ein Szenario, das einen zyklischen Boom erwarten lässt... Hohe Wachstumszahlen sind also unwahrscheinlich, und der „Gewinn“ aus der Restrukturierung wird zu-

nächst kaum im breiten Publikum spürbar. Er fällt bei der Unternehmung an.

Dass sich damit etwelches soziales und politisches Sprengpotential bildet, sei nur am Rande erwähnt. Es könnte diejenigen Qualitäten der Schweiz oder auch Deutschlands gefährden, die unsere bisherigen komparativen Vorteile ausgemacht haben.

6. Geldpolitik in der Zwangsjacke

Das aufgezeigte konjunkturelle Szenario lässt bei allen negativen Seiten wenigstens einen positiven Schluss zu: Für inflationäre Entwicklungen gibt es weit und breit keine Ansatzpunkte. Arbeitskraft wird aufgrund der globalen Konkurrenz weiterhin im Ueberfluss vorhanden sein. Die strukturellen Bereinigungen werden eher in Richtung Abbau teurer Stellen gehen. Selbst wenn, wie zur Zeit in Amerika vordemonstriert, der volkswirtschaftliche Output markant erhöht wird, entstehen im Arbeitsmarkt noch lange keine Engpässe, die die Lohnspirale wieder in Gang setzen würden. Es ist auch absehbar, dass auf der Seite des Güter- und Dienstleistungsangebots der Druck auf Margen und auf allfälligen Monopolrenten weiter anhalten wird. Dies unter der Annahme, dass nicht eine drastische Umkehr in Richtung Protektionismus die erreichten WTO-Standards unterhöhlt.

Es gibt wenig empirische Evidenz über das Verhalten von Notenbanken in Strukturkrisen. Am Beispiel der USA und Japans gemessen wird das wahrscheinlichste Szenario darauf hinauslaufen, dass mit einer relativ akkommodativen Geldpolitik versucht wird, die Situation nicht noch zusätzlich zu verschärfen. Mit anderen Worten besteht in Ländern, die wie die Schweiz, Deutschland und weitere europäische Volkswirtschaften eher noch am Anfang des Strukturwandels stehen, kein Grund zur Annahme, dass das Zinsniveau in der nächsten Zeit ansteigen müsste. Viel wahrscheinlicher ist, dass die tiefen Zinssätze für geraume Zeit bestehen bleiben.

Es gibt noch einen weiteren Grund, weshalb uns keine Zinsängste plagen müssen. Er liegt in einer grundlegenden Veränderung der Rahmenbedingungen, in denen sich die Notenbanken weltweit befinden. Die unerhörte Effizienzsteigerung der internationalen Finanzmärkte hat dazu geführt, dass schon kleinste Anzeichen einer zu lockeren Geldpo-

litik von den Bondmärkten verzugslos registriert und verarbeitet werden. „Verarbeitet“ bedeutet, dass unverzüglich eine Neubewertung der geforderten Renditen erfolgt - das Zinsniveau steigt, die Obligationenkurse sinken. In der Folge muss die Notenbank zur Beruhigung der Märkte ihre Politik oder zumindest ihre Verlautbarungen ändern; alles andere würde zu weiteren Turbulenzen, namentlich auch an der Währungsfront, führen. Dieses „Spiel“ konnten wir seit 1994 nun schon einige Male in den USA beobachten. Werden irgendwelche Wirtschaftsindizes von den Märkten als „zu expansiv“ beurteilt, folgt die Strafe auf den Fuss - das Zinsniveau steigt. „Die Bondmärkte regieren die Welt“ haben wir 1994 dieses Phänomen genannt. Es hat nun mehrfach seine Bestätigung erfahren, was längerfristig bedeutet, dass Reflationierungen im Stile der Siebzigerjahre der Vergangenheit angehören. Der Spielraum der Notenbanken hat sich unter dem Einfluss der äusserst effizienten Finanzmärkte drastisch verringert.

7. Damoklesschwert über den Währungen

„Spielraum der Notenbanken“: Dies ist gleichzusetzen mit der früher selbstverständlich praktizierten politischen Einflussnahme auf die Geldpolitik der Notenbanken. Sie gehört, wie gesagt, der Vergangenheit an, allerdings mit einer sehr wesentlichen Ausnahme. Sie heisst Europäische Währungsunion.

Der europäische Währungszusammenschluss ist durch und durch ein Konstrukt der Politik. Deshalb ist er zunächst auch aus politischer Sicht zu beurteilen. Was zusammengehört, soll durch die Währungsunion zusammengeführt werden. Wobei man durchaus auch seine Zweifel an der politischen Opportunität hegen kann, weil ja nicht jedermann so bedingungslos daran zu glauben vermag, dass es mit der Zusammengehörigkeit tatsächlich so weit her sei... Uns interessieren aber vor allem die ökonomischen Implikationen.

Die Oekonomie hätte vermutlich mit dem europäischen Währungszusammenschluss keine Probleme, wenn sichergestellt wäre, dass dieser nach ökonomischen Kriterien erfolgte. Im Maastricht-Vertrag sind Ansatzpunkte für solche ökonomischen Kriterien zwar erkenn-

bar. Indessen lehrt die bisherige Erfahrung mit europäischen Instanzen, dass es extrem unwahrscheinlich ist, dass der Währungs-zusammenschluss ökonomisch korrekt erfolgt. Dass also zum Beispiel ohne Rücksicht auf politische Implikationen der Kreis der teilnehmenden Staaten beschränkt wird. Oder dass beispielsweise die Umtauschsätze den effektiven ökonomischen Kräfteverhältnissen entsprechen.

Das Damoklesschwert ist mit anderen Worten nicht eigentlich die Währungsunion also solche, sondern die Unsicherheit über die Bedingungen für ihre Einführung. Wie „hart“, wie „weich“ wird der Euro? Wie unabhängig wird die europäische Zentralbank wirklich sein? Wie streng werden die fiskalischen Grundsätze in den Mitgliedländern durchgesetzt? Und wie werden sie durchgesetzt? Wer wird überhaupt dabei sein, und wie verlässlich sind diejenigen, die mitmachen dürfen? Was geschieht mit den Ausgeschlossenen?

Es ist damit zu rechnen, dass die meisten dieser Unsicherheiten nicht so bald ausgeräumt werden. Selbst die Regierungskonferenz des nächsten Jahres wird nur teilweise Aufschluss über die definitiven Terms geben. Die Finanzmärkte quittieren solches Unterlassen generell mit Risikoprämien. Darüber hinaus sind Währungsturbulenzen zu erwarten, sobald irgendwelche vermeintlich oder tatsächlich relevanten Informationen die Finanzmärkte erreichen.

Unverkennbar gilt der Ausdruck „Damoklesschwert“ vor allem auch für die Schweiz und ihren Franken. Denn jegliche europäischen Ungeschicklichkeiten führen unverzüglich zu einer Flucht in die Schweizerwährung.

8. Nichtstun als Handlungsempfehlung?

Das Gesamtbild zeigt sich also recht diffus. Die negative konjunkturelle Situation korreliert mit dem entspannten Zinsumfeld. Die Zinssituation wiederum beschert dem Anleger auf der einen Seite rekordtiefe Renditen sowohl im kurzfristigen Festgeldbereich (2 % auf 6 Monate im Schweizerfranken, 3 % in DM) wie auch bei den Obligationen (4 % für 10-jährige Schweizer Bundesobligationen). Auf der andern Seite ist ein entspanntes Zinsumfeld aber ein guter Boden für positive Aktienmärkte. Die kraftvollen Anstrengungen vieler Firmen im Strukturbereinigungspro-

zess beflügeln denn auch einerseits die Phantasie an den Aktienbörsen. Gewinnenttäuschungen führen andererseits verzugslos zu herben Kursverlusten. Verschiedene Gründe sprechen schliesslich für eine Währungsdiversifikation - die unklare Lage an den Devisenmärkten und namentlich die genannten Unsicherheiten im Hinblick auf den Euro legen aber vielen Investoren Zurückhaltung nahe.

Zurückhaltung: Dies bedeutet für einen in Schweizerfranken denkenden Investor die Hinnahme sehr tiefer Renditen. Wer mit einem rein auf festverzinsliche Werte ausgerichteten Portefeuille auf über 4 % Rendite hinauskommen will, der muss entweder Konzessionen in der Schuldnerbonität machen oder sehr lange Laufzeiten wählen. Tut er letzteres, so setzt er sich einem nicht unwesentlichen Zinsrisiko aus. Bei einem Zinsanstieg von nur einem Prozent würde beispielsweise eine zehnjährige Obligation etwa 8 % Kursverlust erleiden. Dies sei insbesondere den sogenannten „konservativen“ Anlegern gesagt, die jegliches Aktienengagement aus Risikoerwägungen vermeiden, dafür aber oft happige Zinsrisiken eingehen.

Man kann es drehen wie man will: Wer über die reine Festgeldanlage mit ihren 2 % Rendite hinauskommen will, muss Risiken eingehen. Dies führt Anleger, die aus Naturell eher risikoscheu sind, und Investoren, die aus institutionellen Gründen in der Risikonahme beschränkt sind (Stiftungen, Pensionkassen und dergleichen), zunehmend in ein Dilemma. Nichtstun gefährdet auf die Länge die Vermögenssubstanz - unbesehene Risikonahme kann aber auch nicht das Rezept sein. Was tun?

9. Risiken richtig dosieren

Wer sich nicht mit Minimalrenditen abfinden will oder kann, der muss Risiken in Kauf nehmen. Es heisst Abschiednehmen von einer statischen Anschauungsweise von Vermögen. Vielmehr gilt es, die verschiedenen Werte als Schwankungsgrössen anzuerkennen und sie entsprechend zu behandeln.

Die Finanzmärkte offerieren Instrumente mit verschiedenen Schwankungsbreiten. Eine Obligation hat ein anderes Risiko als eine Aktie. Die Lira weist eine andere Schwankungsbreite auf als die Deutsche

Mark. Je höher die Schwankungsbreite, desto mehr Rendite wird als Entgelt für ein Finanzinstrument erwartet. Weil die Schwankungen verschiedener Finanzinstrumente in der Regel nicht zeitgleich ablaufen, ergibt eine Diversifikation in verschiedene Instrumente eine Risikoverminderung ohne Preisgabe der Rendite. Dies alles ist bekannt.

Weniger bekannt ist die Möglichkeit, die Risikoaufnahme noch feiner dosieren und steuern zu können. Mittels derivativer Instrumente kann heute das jeweilige Engagement in einem Finanzinstrument, sei es einem Zinsinstrument, einer Aktie oder einer Währung, individuell bestimmt werden.

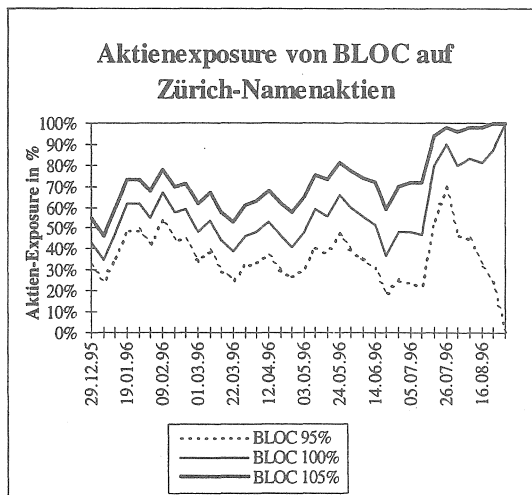
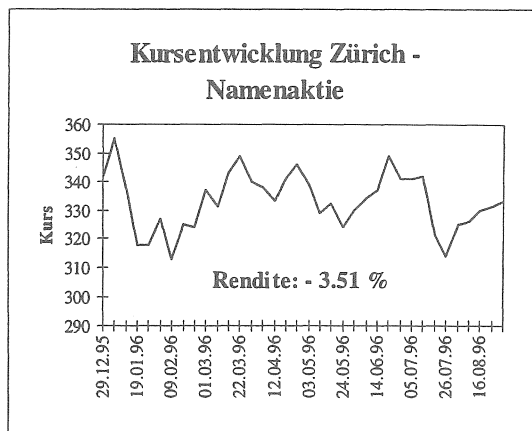
Anstelle grosser Theorien sei dies an einem praktischen Beispiel erläutert. In regelmässigen Abständen emittiert unser Bankhaus sogenannte „BLOC“ (Buy Low Or Cash)-Instrumente (oder „Capped LEPO“ oder „DIPO“ oder „COSO“ - je nach Lead-Manager der Emission). Als Beispiel wählen wir eine fiktive Emission eines solchen Produktes auf die Aktie Zürich Namen.

Wie funktioniert ein BLOC? Zu Beginn der Laufzeit erwirbt der Investor einen Warrant. Der Emissionspreis für dieses Instrument entspricht dem Wert der Aktie, auf die der BLOC lautet, reduziert um einen bestimmten Betrag. Dieser ist abhängig vom aktuellen Zinsniveau sowie vom Risiko (der Schwankungsbreite der Kurse), das der Aktie innewohnt. Am Schluss der Laufzeit wird dem Investor die Aktie angedient, falls der Schlusskurs unter dem Aktienkurs bei Emission liegt. Als Resultat hat der Investor die Aktie kostengünstiger erworben. Liegt der Aktienkurs über dem Niveau bei Emission, so erhält der Investor eine Barauszahlung in der Höhe des Aktienkurses bei Emission.

Im konkreten Fall lag der Kurs der Aktie Zürich Namen bei Emission, das heisst am 29.12.95, bei Fr. 342.-. Der Einstandspreis für den Warrant belief sich auf Fr. 315.45. Am Schluss der Laufzeit, am 30. 8.96, notierte die Aktie 3,51 % tiefer als zu Beginn, das heisst bei Fr. 330.-. Unter Einschluss der Dividende 1996 von Fr. 6.- notierte der Vergleichskurs bei Fr. 336.-, der Kursverlust für den Aktionär (total return) lag bei 1,75 %. Der BLOC-Investor bekam die Aktie aber zum Einstandskurs von Fr. 315.45 angedient, die Ren-

dite belief sich für ihn auf 4,61 %, annualisiert auf 6,95 %.

Oekonomisch betrachtet ist der Investor zu Beginn der Laufzeit ein Aktienengagement eingegangen, allerdings kein „vollwertiges“, indem er ja die Aktie um einen viel tieferen Einstandspreis erworben hat. Die Wohltat dieses tieferen Einstandes wurde ihm gewährt, weil seine Anlage bei stark steigenden Aktienkursen eben auch kein vollwertiges Engagement aufweist, die Gewinnmöglichkeiten nach oben mithin abgeschnitten sind. Das Ausmass des Engagements ist erchenbar. Nachfolgende Grafiken zeigen auf, wie viel das jeweilige Aktienengagement im Verlaufe der Laufzeit betrug. Stieg der Kurs der Aktie, dann sank das Aktienengagement, notierte der Kurs tiefer, dann war das Engagement höher.



Quelle: Wegelin & Co.

Um die Sache noch etwas interessanter zu gestalten, haben wir für die Grafiken noch zwei weitere BLOC konstruiert. Der eine („95 %“)

rechnet mit einem Schlusskurs der Zürich Aktie, der unter dem Kurs zu Beginn der Laufzeit liegt, der andere („105 %“) mit einem deutlich höheren Schlusskurs. Entsprechend gestaltet sich natürlich die den Instrumenten innewohnende Reduktion des Einstandspreises. Für das „Aggressivere“ (105 %) erhält man mehr als für die „Konservativen“ (100 und 95 %).

Bemerkenswert am Verlauf des Aktienrisikos eines BLOC ist nun, dass es sich trotz sehr namhaften Schwankungen des Kursniveaus der Aktie während längerer Zeit zwischen 30 und 70 % bewegte. Gegen Schluss der Laufzeit, als die Wahrscheinlichkeiten für den definitiven Schlusskurs etwas offensichtlicher wurden, verlor der „konservative“ BLOC zunehmend Aktiencharakter, während die „aggressiveren“ BLOC immer mehr mit dem Kursniveau der Aktie parallel verliefen.

Interessant ist auch, dass schliesslich mit dem „aggressiven“ BLOC weniger zu verdienen war als mit Instrumenten, die eine moderatere Kursentwicklung der Zürich-Aktie vorzuziehen:

BLOC 95 %:	6.09 %
BLOC 100 %	4.61 %
BLOC 105 %	2.27 %

Weshalb? BLOC-artige Instrumente rechnen mit einer Seitwärtsbewegung eines Titels; bei einem Kursrückgang erlauben sie einen gün-

stigen Erwerb eines Titels. Nur bei einem sehr starken Kursanstieg fährt der Investor schlechter als derjenige, der den Titel direkt hält.

Zu kompliziert? Mag sein. Wichtig ist festzuhalten, dass es heute Instrumente und Möglichkeiten gibt, Risiken zu dosieren und Charakteristiken zu formen. Mit BLOC-artigen Instrumenten bewirkt man beispielsweise ein antizyklisches Anlageverhalten: Bei tiefen Kursen ist das Engagement hoch, bei hohen Kursen sinkt es. Was möchte man eigentlich mehr?

Tiefe Renditen an den Obligationenmärkten, unsichere, nervöse Seitwärtsbewegungen an den Aktienmärkten, volatile Devisenmärkte: Das alles bedeutet keineswegs, dass Nichtstun der einzige Ausweg wäre. Mit etwas Know-how kann man einiges mehr erreichen.

KH, 2.9.96