

ANLAGE - KOMMENTAR NR. 180

12. Mai 1997

Wenn das Paradies droht

1. Der Unterschied zwischen Appetit und Gier

Kürzlich sinnierten wir in einer Runde von Anlageverantwortlichen, was wohl einfacher sei: Vermögensverwaltungskunden in schlechten Börsenzeiten zu beraten oder in so erfreulichen Phasen, wie wir sie momentan gerade erleben. Interessanterweise war die Meinung ziemlich einhellig: Höhenflüge an den Börsen führen oft zu recht heiklen Beratungssituationen. Weshalb? Weil sich Umsicht und Besonnenheit in solchen Zeiten in keiner Weise bezahlt machen. Wer beispielsweise in den ersten vier Monaten dieses Jahres sein Vermögen *nicht* zu 100 Prozent in Aktien investiert hat, der hat auch *nicht* den phänomenalen Anstieg der Aktienindizes mitmachen können. Der Opportunitätsverlust, das heisst die Kosten des Abseitsstehens, beträgt für den Schweizer Aktienindex (SPI) nunmehr 26 %, für den deutschen 23 % (DAX-Index) und für die Wall Street (Dow Jones Index) immerhin 10 %.

Nun weiss zwar jeder halbwegs Sachverständige, dass die Retrospektive im Anlagegeschäft eine ziemlich irrelevante Angelegenheit ist. Nichts ist einfacher, als aus der Rückschau festzustellen, was man hätte tun sollen. Dies insbesondere dann, wenn die Vergangenheit leicht zu entziffern und zu interpretieren ist, und dies trifft für die letzten Monate, ja eigentlich für die ganze Zeit seit August 1996, weitgehend zu. Der geneigte Leser mag sich noch an die Überschrift „Weshalb es Rekorde geben darf“ (Kommentar Nr. 178 vom 21.1. 97) erinnern. Wir versuchten damals beruhigend auf unsere Anlegergemeinde einzuwirken, denn manche unserer Kun-

den waren versucht, nach dem respektablen Kursanstieg des Jahres 1996 „Gewinne zu realisieren“, das heisst ihr Engagement im Aktienbereich abzubauen. Die oben genannten Opportunitätskosten wären das Resultat dieses Entscheides gewesen. Weshalb nun aber rieten wir damals - unserer Ansicht zum Trotz, dass es weiterhin (Börsen-)Rekorde geben dürfe - andererseits dann doch nicht dazu, das Aktienengagement noch viel konsequenter zu erhöhen? Weshalb macht es, genereller gesagt, den Anschein, die durchschnittliche Anlagepolitik jeder Vermögensverwaltungsbank laufe darauf hinaus, Lagebeurteilungen mit an sich eindeutigen Folgerungen durch Vorbehalte und Sicherheitsnetze in ihren praktischen Auswirkungen abzuschwächen?

Der vorliegende Anlagekommentar befasst sich mit dieser Frage. Es wird mit andern Worten um die vertiefte Behandlung des Phänomens „Risiko“ gehen. Dies mag seltsam und vielleicht unpassend erscheinen. Denn der Kommentator vom Bankhaus in St.Gallen ist auch zum heutigen Zeitpunkt weiterhin und in unverminderter Weise der Meinung, dass es auch künftig Rekorde geben darf. Will er nun, wie dies momentan viele andere auch tun, rechtzeitig seine „Entschuldigung“ für einen irgendwann einmal eintreffenden Crash aufbauen? Oder geht es ihm um den zweifelhaften Genuss der antizyklischen Äusserung? Etwa wie jüngst in einem vielbeachteten Artikel des St.Galler Professors Fredmund Malik, der einen Dow Jones Index von gerade noch 2000 Punkten postulierte, ungefähr im Sinne jenes Geisterfahrers auf der Autobahn, der sich über den grossen Gegenverkehr wunderte.

Nein, vielmehr soll dargestellt werden, dass Risiko unabhängig von jeder spezifischen Börsensituation, also bei tiefen wie bei hohen Kursen, eine der ganz zentralen Fragen des Anlageverhaltens bleibt. Und offen gestanden wollen wir ganz bewusst genau dann, wenn nicht bloss Freude und Befriedigung über die erzielten positiven Resultate vorherrscht, sondern da und dort der Appetit nach noch mehr in regelrechte Gier umzuschlagen droht, einige der ehernen Gesetze der Finanzmärkte und der Ökonomie in Erinnerung rufen. Euphorie ist in jedem Falle ein schlechter Ratgeber, und die Überheblichkeit des Höhenflugs ist nicht nur Ikarus zum Verhängnis geworden.

2. *Beinahe ideale Verhältnisse*

Die gegenwärtige Anlagesituation zeichnet sich durch einige Besonderheiten aus, die in ihrem Zusammenwirken zwar einmalig erscheinen, an die man sich paradoxerweise doch bereits zu gewöhnen scheint.

So erweist sich das *Zinsumfeld* eigentlich beinahe weltweit als *entspannt*. Zwar werden in den USA immer wieder Inflationsbefürchtungen geäussert, was dann regelmässig zu kurzfristigen Verstimmungen an den Bond- und Aktienmärkten in Amerika führt. Tatsache aber bleibt, dass sich seit dem letzten markanten Zinsanstieg von 1994 die kurz- wie die langfristigen Zinsen in einem relativ schmalen Band gehalten haben und die sinkende Tendenz (ausser in den USA) angehalten hat. Das war früher keineswegs so. Die meisten Anleger und vor allem auch die meisten ihrer Berater sind nach wie vor von den Siebziger- und den Achtzigerjahren geprägt, Zeiten, in denen jähe Zinsanstiege zu massiven Verlusten geführt haben. Wer ein, zwei oder gar mehrmals von der Geldpolitik geprellt worden ist, der mag nicht so recht an eine konstante Zinssituation glauben. Die höchsten Zinsen (in den relevanten Anlagewährungen) verzeichnet das englische Pfund, gefolgt vom US-Dollar mit 5,6 % im kurz- und etwa 6,7 % im langfristigen Bereich. Die kontinentaleuropäischen Währungen sind in bezug auf ihre Zinsen bemerkenswert konvergent. In der Deutschen Mark belaufen sich die kurzfristigen Zinsen auf 3,2 %, die Rendite für 10 Jahre laufende Obligationen beträgt 5,7 %. Sehr tie-

fe Zinsen weisen der Schweizerfranken (zwischen 1,6 % und 3,4 %) und der japanische Yen auf.

Im Hintergrund dieser entspannten Zinssituation steht ein *Wirtschaftswachstum*, das in den USA zwar robust ist, aber mit *keinerlei Schocks* über die Bühne geht. Die (realen) Wachstumsszahlen des amerikanischen Bruttozialprodukts bewegen sich seit rund drei Jahren in einer Bandbreite zwischen 2,5 und 4 %. Die US-Wirtschaft hat eine grosse Zahl neuer Arbeitsplätze geschaffen; die Arbeitslosigkeit ist auf ein sehr tiefes Niveau von unter 5 % gefallen. Dennoch macht sich kein wesentlicher Teuerungsdruck bemerkbar. Der wichtigste Grund dafür liegt unseres Erachtens in der enormen Effizienz- und Produktivitätssteigerung, Resultat des Strukturwandels bzw. der technologischen Revolution im Informatik- und Kommunikationsbereich. Was täglich an neuer Produktionskapazität durch die moderne Technik auf den Markt geworfen wird, entspräche einer Zuwanderung von mehreren tausend neuen Arbeitskräften. Ein Lohndruck - und später dann ein Konsumboom - mag auf diese Weise nicht entstehen.

Die europäische Wirtschaft entwickelt sich ebenfalls ohne Schocks, aber auf markant tieferem Niveau als die amerikanische, nämlich nahe an der Rezessions- und Stagnationsgrenze. Im Gegensatz zu den USA zeitigt der Strukturwandel noch keine flächendeckenden Auswirkungen, und es herrscht in weiten Teilen der Bevölkerung eine ausgesprochen gedrückte und verunsicherte Stimmung. Hätten sich in letzter Zeit nicht die Aussichten für den Export aufgrund der verbesserten Währungsrelationen und der erhöhten Wettbewerbsfähigkeit der multinationalen Unternehmungen etwas aufgehellt, müsste man von einem ziemlich katastrophalen Deflationsszenario sprechen. Es zeichnet sich nicht ab, dass die Binnenkonjunktur in der nächsten Zeit wesentliche Impulse erfährt, weshalb voreilige und zu hohe Wachstumserwartungen in unseren Augen fehl am Platze sind. Wir rechnen für 1998 mit BSP-Wachstumsraten zwischen 1,5 % für die Schweiz und etwa 2 bis 2,5 % für Deutschland und Frankreich, generiert im wesentlichen durch die Erfolge der Exportwirtschaft.

Eine *Inflationsgefahr* und mithin ein Anstieg der Zinsen ergibt sich daraus alleweil nicht. Dies lässt sich auch unschwer an der Relation zwischen Wirtschaftswachstum und Zinsniveau ablesen. Nirgends übersteigt die erste Grösse die zweite, oder anders ausgedrückt: Nirgends geht die Wirtschaftsentwicklung durch alle Decken, währenddem das System mit billigem Geld versorgt würde. Das war ja das bekannte Muster der Siebziger- und Achtzigerjahre: Jedem Inflationsschub war ein Missverhältnis zwischen Wirtschaftswachstum und Zinsniveau vorausgegangen, Resultat einer unstillen Geldpolitik unter dem Titel des „Stop and Go“.

Das schockfreie Wirtschaftsgeschehen wird flankiert von einer *rückläufigen* oder stagnierenden *fiskalischen Tätigkeit*. Das Budgetdefizit des amerikanischen Haushalts beträgt nunmehr noch 70 Mrd. Dollar oder 1 % des Brutto sozialprodukts, paradiesische Zahlen, wenn man an das Maastrichtkriterium von höchstens 3 % denkt, das zurzeit von praktisch keinem der Währungsunions-Kandidaten mehr erreicht wird. Dies ist die fiskalische Situation in Europa: Verlust der Handlungsfreiheit durch allzu sorgloses Erhöhen der Staatsquote in den Siebziger- und Achtzigerjahren. Wesentliche Impulse sind von den in die Wohlfahrtsfalle geratenen Staatswesen jedenfalls nicht zu erwarten.

Drittes Element in der Lagebeurteilung der gegenwärtigen Situation ist die *sich sehr namhaft verbessernde Ertragslage* der Unternehmungen. Dort, wo der Strukturwandel tatsächlich gegriffen und nicht einfach nur Entlassene und Konkursleichen hinterlassen hat, ist die Eigenkapitalrendite beträchtlich gestiegen. Man kann vom Shareholder-Value-Prinzip halten, was man will, Tatsache bleibt, dass unnötige, teilweise auch illusorische stille Reserven einer realistischen, auf den Ertrag ausgerichteten Unternehmungspolitik Platz gemacht haben. Substanzwertdenken, zumeist identisch gewesen mit der Pflege überdimensionierter und oft auch überbewerteter Immobilienbestände, ist abgelöst worden durch die Ausrichtung auf die Generierung künftiger Cash Flows.

Stabile Zinsen, wenig Inflationsdruck, nachhaltige Verbesserung der Unternehmensgewinne: Das ist das Elixier, das die Finanz-

märkte seit einiger Zeit beflügelt. Zurecht, wie wir schon seit langer Zeit meinen.

3. Total auf Aktien umsteigen?

Ja.

Vorausgesetzt, man kann es sich leisten. Nein, wenn das nicht zutrifft. Die Frage ist aber eben, wie das „Es-sich-leisten-können“ zu beurteilen ist.

These Nummer eins lautet: Ob man sich ein Aktienengagement leisten kann, ist unabhängig davon zu beurteilen, ob die Märkte „tief“ oder „hoch“ bewertet sind. Nehmen wir einmal an, es habe in einer bestimmten Gegend schon lange nicht mehr gebrannt: Ist deshalb die Annahme berechtigt, es brenne nun überhaupt nie mehr? Und soll man darum die Feuerversicherung nicht mehr erneuern? Oder soll man dem Versicherungsagenten mit dem Unterton der Enttäuschung einen Vorwurf machen, dass es nicht gebrannt habe? Dass sich mithin die Versicherung nicht gelohnt habe? Anders herum: Gibt es Gründe zur Annahme, die lange Zeitsparne ohne Brand müsse zwingend dazu führen, dass es in den nächsten paar Tagen brenne? Und soll man aufgrund dieser Annahme deshalb alles und jedes versichern, gar eine Überversicherung eingehen, um von der drohenden Katastrophe sogar zu profitieren?

Genau auf diese zwei Argumentationsschienen laufen die gegenwärtigen Diskussionen um das richtige Anlageverhalten in der gegebenen Verfassung der Finanzmärkte hinaus. Wollte man wirklich konsequent den (zahlreichen) Pessimisten folgen, müsste man sich gegen den offenbar unweigerlich drohenden Brand versichern: Puts kaufen, Short-Positionen eingehen - oder zumindest alle Aktien verkaufen. Und wollte man den Optimisten folgen, dann wäre eine Umschichtung in Richtung noch höherer Aktienbestände das Mindeste. Den „echten Höhenflug“ könnten aber Käufe auf Pump und Optionsstrategien mit hohem Leverage verschaffen.

Für die Feuerversicherung ist es ja ziemlich klar: Das Gartenhäuschen müsste man nicht zwingend einbeziehen, da dessen Verlust nicht existenzbedrohend wäre. Und auch mit dem Verlust eines Teils des Mobiliars könnte man notfalls leben. Die Liegenschaft als sol-

che möchte man aber versichert haben. Genauso muss es sich mit Vermögensstrategien verhalten. Die relevante Frage ist nicht, wann es wieder einmal brenne, sondern vielmehr, welchen Verlust man gegebenenfalls hinnehmen könnte.

4. Von Brandstiftern und Feuerwehrleuten

These Nummer zwei lautet: Wenn Brandstifter umgehen oder wenn die Feuerwehr ein neues Löschfahrzeug anschafft, muss die Versicherungsstrategie neu analysiert werden. A priori kann weder auf eine Höherversicherung noch auf einen Versicherungsverzicht geschlossen werden.

Umgedeutet für die Finanzmärkte: Wir sind zwar klar der Meinung, der Spielraum von Brandstiftern habe sich entscheidend vermindert. So haben wir schon vielfach darauf hingewiesen, dass die Sensibilität der Bondmärkte jegliches unvorsichtige Manövrieren der Notenbanken zum vornherein verhindert. Es ist durch die Effizienz der Märkte weitaus schwieriger geworden, Inflationsbrände zu stiften. Das ist in der Tat eine sehr beruhigende Feststellung. Die Feuerwehr hat neue Löschfahrzeuge. Allein, ob es sich deshalb rechtfertigt, jegliche Gefahr künftiger Reflationierung in den Wind zu schlagen, ist mehr als fraglich. Wenn beispielsweise Europa sich nun anschickt, vorab *aus politischen Gründen* eine Einheitswährung zu schaffen und wenn vorab *politische Motive* es nahelegen, auch die notorisch undisziplinierten Länder in die Währung einzubeziehen, dann ist schwerlich vorstellbar, dass nicht dereinst auch *politische Überlegungen* die Geldpolitik bestimmen. Wo aber Politiker mit Geld zu tun haben, da sind auch Brandstifter unterwegs, Effizienz von Finanzmärkten hin oder her.

Wenn Brandstifter umgehen oder wenn es neue Löschfahrzeuge gibt, dann ist das für die Finanzmärkte gleichbedeutend mit einer Veränderung des Verhältnisses von Rendite und Risiko. Ein Beispiel: Festgeldanlagen weisen normalerweise eine tiefe Rendite und ein tiefes Risiko auf. Steigen die kurzfristigen Zinssätze, weil irgendwo Brandstifter am Werk gewesen waren und inflationäre Geldpolitik betrieben hatten, so verändert sich das

Rendite/Risikoverhältnis - das Festgeld wird „attraktiver“. Verschieben sich in einem bestimmten Aktienmarkt, beispielsweise dem schweizerischen, die Verhältnisse insofern, als die Unternehmungen durch den Strukturwandel gezwungen sind, für mehr Effizienz und damit höheren Ertrag zu sorgen, dann erhöht sich die Rendite von Aktienanlagen, ohne dass zwingend ihr Risiko in demselben Masse ansteigt. Sie sind „attraktiver“ geworden.

Wer eine Anlagestrategie verfolgt, die nicht beide Elemente, Rendite *und* Risiko, gleichwertig einbezieht, der hat das eigentliche Problem nicht verstanden. Und wer die Resultate einer Anlagepolitik (die sog. „Performance“) nicht unter beiden Gesichtspunkten von Rendite *und* Risiko beurteilt, der ist nicht nur auf einem Auge, sondern gleichzeitig auch noch farbenblind. Das scheint trivial. Gemessen an den Gegebenheiten des praktischen Alltags trifft der Vorwurf der Trivialität aber keinesfalls: Gute Börsenzeiten verführen zu Sorglosigkeit, schlechte zu pessimistischem Underinvestment.

Der Vergleich zwischen Feuerversicherung und Finanzmärkten hinkt allerdings, wie jeder Vergleich, in bezug auf die Definition von Risiko. Die Ökonomie behandelt Risiko *und* Chance gleichwertig. Risiko ist demnach die Abweichung von einem Rendite„pfad“ während einem bestimmten Zeitabschnitt.

Der Umgang mit Rendite und Risiko ist deshalb schwierig, weil sich Verschiebungen sowohl bezüglich Risiko ergeben können als auch bezüglich Rendite - und darüber hinaus auch in beiden Grössen. Wir haben den Vorgang der Attraktivitätssteigerung einer Festgeldanlage und derjenigen einer Aktienanlage beschrieben. Wenn nun aber aufgrund einer spezifischen Börsensituation die Renditen von Aktien wie auch ihr Risiko steigen, dann wird die Aktienanlage nicht zwingend attraktiver, dies trotz steigender Kurse und trotz positiver Meldungen aus den Märkten. Genauso wird eine Aktienanlage nicht unattraktiver, wenn Rendite und Risiko gleichermaßen sinken; die Anlagestrategie ist allein aus diesem Grund nicht anzupassen, sinkende Kurse und Pessimismus in den Märkten hin oder her.

Wenn wir uns im folgenden einigen Aspekten von Risiken an den Finanzmärkten zuwenden, dann also nicht deshalb, weil wir diese Risiken zum heutigen Zeitpunkt als besonders aktuell und gefährlich einstufen würden, sondern um sie überhaupt als solche wieder einmal in Erinnerung zu rufen. Das Thema der Zinsrisiken lassen wir angesichts des Umstands, dass wir es ohnehin in jedem Kommentar behandeln (müssen), auf der Seite. Wir beginnen mit dem Titelrisiko, um sodann das Gegenparteirisiko sowie die Markt- und die Währungsrisiken zu behandeln. Am Schluss beschäftigen wir uns mit der Frage, ob für den Anleger der mögliche Systemzusammenbruch relevant sei oder nicht.

5. Wang, PanAm, Fokker und Biber

Auf die Gefahr hin, dass sich unser Kommentar nochmals vermeintlich im Dunstkreis der Trivialität bewegt, sei hier wieder einmal festgehalten, dass Aktienkapital Risikokapital darstellt. Der sehr positive Verlauf der wichtigen Aktienindizes mag darüber hinwegtäuschen, dass es immer wieder auch Unternehmungen gibt, die auf der Strecke bleiben. Oder deren Aktienkurse zumindest eine katastrophale Underperformance aufweisen.

Dabei muss es sich nicht um eigentliche Betrugsfälle à la Omni Holding oder Bre-X handeln. Bre-X ist bekanntlich jene Junior-Bergbaufirma, die mit angeblichen riesigen Goldvorkommen auf Borneo eine Börsenkaptalisierung von fast 5 Milliarden kanadischer Dollars akkumulieren konnte. Nun ist der Traum aus, weil es im dortigen Regenwald gar kein Gold gibt, und das Nachsehen haben jene Investoren, für die Goldgräbergeschichten einseitig eine Angelegenheit von Rendite, aber nicht von Risiko sind, als hätte die Erfahrung nicht just das Gegenteil bewiesen.

Auch gut fundierte und seriös geführte Firmen unterliegen dem sogenannten *Titelrisiko*. Dieses wird übrigens von den Ökonomen weiter unterteilt in ein „strategisches“ und ein „operatives“ Risiko. Langfristig relevante Entscheidungen verursachen strategische Risiken, Fehler im Alltagsgeschäft operative. Wir halten uns im folgenden nicht an diese Unterscheidung.

Es können plötzliche Veränderungen der Rahmenbedingungen sein, die eine Unternehmung in eine Sackgasse treiben, ohne dass man dem Management unbedingt einen Vorwurf machen könnte. Im Bereich der Software-Entwicklung bleibt vermutlich der grösste Teil der Firmen auf der Strecke, weil sich irgendwann im Laufe der Zeit ein neuer Standard breitmacht, den man nur sehr schwierig hätte prognostizieren können. Die noch vor 10 Jahren sehr erfolgreiche Computerfirma Wang ist vom Siegeszug von MS-DOS buchstäblich weggefegt worden. Ähnliches könnte momentan mit Apple vor sich gehen.

„Fehlbeurteilung der Lage“ wäre der Vorwurf, den man der Firmenleitung wohl am häufigsten zur Last legen müsste, wobei natürlich auch hier die Retrospektive immer die bequemste Sicht der Dinge ist. Durch Deregulierung des Fluggeschäftes verschwanden im Verlaufe der letzten zehn Jahre prominente Gesellschaften wie PanAm von der Bildfläche. Wer aufgrund einer schonungslosen Beurteilung der Lage die Überkapazitäten im Fluggeschäft nicht voraussehen wollte, der lag mit hohen Betriebskosten und überdimensionierten Investitionen in den letzten Jahren grundfalsch. Wären in Europa entgegen den marktwirtschaftlichen Lippenbekenntnissen der EU nicht substantielle Subventionsspritzen an diverse Flugunternehmungen geflossen, so gäbe es Namen wie Air France und Alitalia vermutlich auch nicht mehr.

Es können aber auch eigentliche klar definierbare Fehler sein, die eine Unternehmung in den Abgrund treiben. Zu schwach dimensionierte Schrauben an einem neuen Hochregallager bei Biber (Papier) machten die Millioneninvestition wertlos, und dies wiederum war der Eingang zum Hades. Falsche Schrauben sind spektakulär, weil irgendwie greifbar. Ungenügende Software-Lösungen, mangelhafte Kommunikationskonzepte und dergleichen werden die „falschen Schrauben“ künftiger Firmen-Abstürze sein.

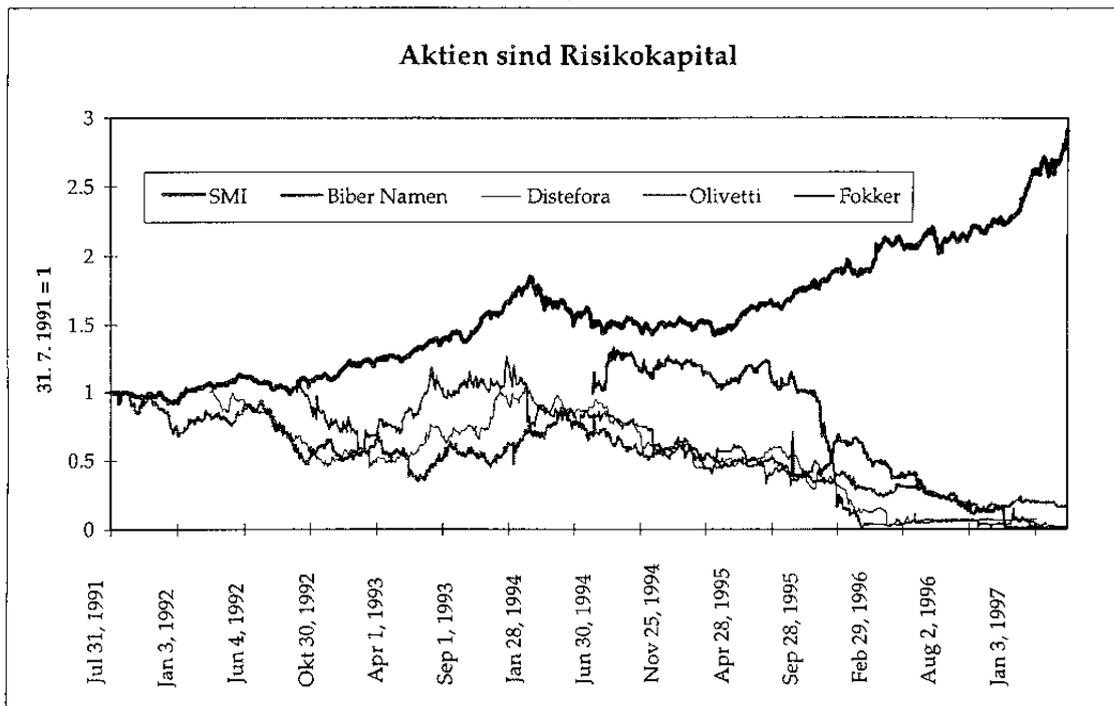
Die Graphik auf der folgenden Seite gibt den Kursverlauf einiger Aktien wieder, an die man sich nicht mehr gerne erinnert. Man drehe es aber, wie man will: Einen Teil der Volatilität der Aktienanlage macht das Risiko aus, dass Fehler gemacht werden. Vielleicht trifft

es morgen oder übermorgen gerade Ihren Lieblingswert, geneigter Leser! Sie und wir versuchen, das diesbezügliche Risiko zu minimieren, indem wir auf sogenannte „erste Qualität“ und dergleichen bauen. Allein: Sicher ist lediglich, dass nichts sicher ist.

Wenn man sich überlegt, welche Herausforderungen in den nächsten Jahren auf die Unternehmungen jeglicher Branche und jeglicher Weltregion warten, dann kann man sich in bezug auf operative Risiken noch einiges vorstellen. Welche Bedeutung wird Internet haben? Welche Produktionskapazitäten soll man auslagern, welche beibehalten? Wie „lean“ soll man produzieren - gehört der Abbau von Kapazitäten in Forschung und Ent-

wicklung auch zum „Lean Management“? Sollen zugunsten eines vermeintlichen, kurz-sichtigen „Shareholder Value“ wertvolle Personaleinheiten, mühsam aufgebautes Know-How, ja die Unternehmungskultur geopfert werden? Fragen über Fragen, die von den Unternehmungsleitungen weltweit jeden Tag beurteilt werden müssen, Unternehmungsleitungen, die wie Sie und wir Fehler machen können.

Fragen über Fragen aber auch, die in unerwarteter Weise besser gelöst werden können, als man dies zum heutigen Zeitpunkt annehmen würde. Risiko heisst eben auch Chance - strategische und operative Risiken können auch eine Überperformance bewirken.



Eigene Darstellung, Quelle: Bloomberg

6. Wem man gegenübertritt

Verwandt mit dem operativen Risiko ist das sogenannte „Gegenpartierisiko“, dessen Inhalt eine qualitative Aussage über die künftige (finanzielle) Leistungsfähigkeit eines Schuldners ist. Dabei wird „Schuldner“ im weitesten Sinne verstanden: „Counterparty“ ist nicht nur derjenige, gegen den man eine rechtlich durchsetzbare Forderung in den Händen hat, sondern auch das Objekt eines „residual claims“, der Eigenkapitalinvestition also. Die

Rating-Agenturen wie Moody's, Standard & Poors etc. beschäftigen sich mit nichts anderem als mit der Frage, mit welcher Wahrscheinlichkeit Ausstände bestimmter Unternehmung in bestimmten Zeiträumen zahlungsfähig bleiben wird. Das Resultat ist ein sogenanntes „Rating“, das die Schuldner untereinander vergleichbar macht und es den Finanzmärkten erleichtert, Risikoprämien für ihre Leistungen zu definieren.

Für den Investor ist das Gegenpartierisiko insofern von Wichtigkeit, als es extreme Klumpen-Investitionen zu vermeiden gilt. Es zeigt

sich ja immer mehr, dass die Zeiten, in denen ein notleidender Schuldner durch eine andere Gegenpartei oder durch den Staat „gerettet“ wird, eher der Vergangenheit angehören. Solidaritätsaktionen oder gar institutionalisierte Auffangnetze wie Ausfallgarantien für Sparer und dergleichen weisen ja den inhärenten Mangel auf, dass die auf diese Weise „geschützten“ Unternehmungen zu Sorglosigkeit neigen. Die Savings-and-Loans-Krise in den USA hat diesbezüglich klare Evidenz geschaffen. Die Sozialisierung des Gegenpartei-risikos ist höchstens noch ein Thema für freigiebige und blauäugige Politiker.

Zeiten tiefer Obligationenrenditen verführen die Anleger und ihre Berater häufig dazu, in bezug auf die Bonität der Schuldner Konzessionen einzugehen, um auf die Weise einige Renditepromille „herauszuschinden“. Unseres Erachtens macht sich das Eingehen solcher Risiken nicht bezahlt; besser würde man dann eine echte Risikonahme im Aktienbereich in Betracht ziehen: dort gibt es, im Gegensatz zum Bond-Investment, wenigstens auch noch ein Upside-Potential ...

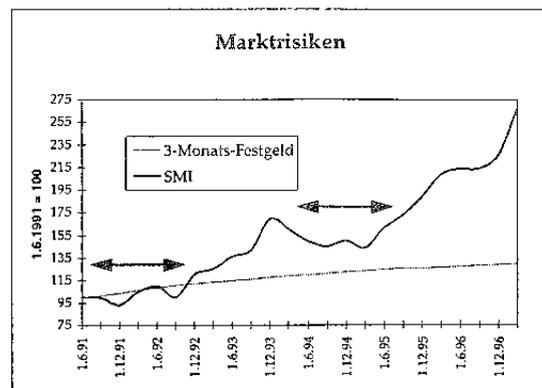
Das Erkennen von Gegenpartei-risiken ist in erster Linie eine Frage der Genauigkeit in der Datenhaltung. Denn vielfach sind Schuldner bis zur Unkenntlichkeit juristisch verschachtelt. Nur eine sehr sauber geführte Datenbank kann für Festgelder an eine Jersey-Tochter einer Schweizer Grossbank dieselbe Gegenpartei erkennen wie für das Swap-Geschäft mit einer affilierten Londoner-Tochter. Trivial ist diese Datenhaltung nicht, weil sie Klarheit über die rechtliche Qualität des Verwandtschaftsverhältnisses von Gegenparteien braucht. Zudem wird die Eruiierung von Gegenpartei-risiken recht komplex, wenn es um derivative Instrumente mit sich ändernden Exposures geht. Festzuhalten gilt es, dass die Missachtung von Bonitätskriterien zu bösen Überraschungen führen kann. Und darüber hinaus ist festzuhalten, dass sich durch den Einsatz moderner Finanzmarktinstrumente die Anzahl von Gegenparteien tendenziell eher verringert als vergrößert, indem die Direktanlage in viele, kleine Gegenparteien durch Forderungen gegenüber grossen Emissionshäusern substituiert wird.

7. Was nicht wegdiversifiziert werden kann

Gegenpartei-risiko und operative Risiken können durch breite Streuung der Anlagen in ihren Auswirkungen reduziert werden, ohne dass sich die Rendite der Gesamtinvestition entsprechend reduziert. Was als Risiko übrigbleibt und nicht weiter wegdiversifiziert werden kann, ist das *Marktrisiko*, sind also die Schwankungen, denen die Anlagen in ihrer Gesamtheit unterliegen.

Dass Aktien einem Marktrisiko unterworfen sind, wird in den momentanen Zeiten der Höhenflüge gerne vergessen. Momentan glauben auch die Skeptiker wieder daran, dass Aktien, weil Eigen- und somit Risikokapital, längerfristig und im Durchschnitt besser als Fremdkapital rentieren *müssen*, da sonst die Firmen kein Eigenkapital anziehen könnten. Wir haben verschiedentlich auf Langzeit-Untersuchungen hingewiesen, die dies klar bestätigen.

Ebenso klar ist es aber auch, dass es Durststrecken gibt, und deshalb haben wir, gerade weil der Höhenflug anhält, zur Auffrischung des oft zu kurzen Gedächtnisses die beiden letzten Durststrecken für den im Schweizer Aktienmarkt engagierten Investor herausgearbeitet. Die folgende Grafik zeigt zwei alternative Investments auf, die zum gleichen Zeitpunkt (Mitte 1991) an den Finanzmärkten angelegt wurden: eine Festgeldanlage, überrollend nach drei Monaten jeweils re-investiert, und eine Aktienanlage.



Eigene Darstellung, Quelle: Bloomberg

Die zwei Durststrecken für den Aktieninvestor dauerten zweimal mehr als ein Jahr! Und

erst ab Mitte 1995 fährt der Aktieninvestor deutlich besser als der risikoscheue Festgeldliebhaber. Gewiss: Der Investitionszeitpunkt wurde zu Demonstrationszwecken besonders (un-)günstig gewählt. Aber es bleibt dabei: Wer mit Aktien mehr Rendite erzielen will, ist Risikoträger. Im übrigen zeigt die Darstellung auch klar, dass der gegenwärtige Höhenflug dringend notwendig war, um den Investor nachhaltig für seine Risikonahme zu entschädigen.

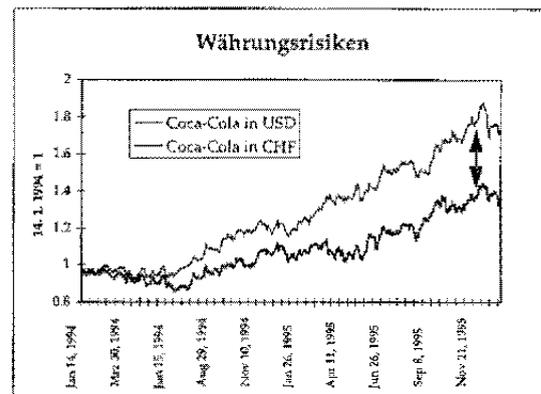
Durststrecken können auch bei weitem länger dauern. 1965 erreichte der Dow Jones Index bereits 1000 Punkte, um erst 17 Jahre später, 1982, dieses Niveau wieder zu durchstossen. Dieselbe Durststrecke betrug für den Schweizer Aktienmarkt 14 Jahre. Was dazwischen lag, waren mehrere heftige Inflationsschübe. Geldpolitische Undiszipliniertheit schädigt eben nicht nur Rentner, sondern bürdet der Allgemeinheit hohe Kosten und Risiken auf.

Marktrisiken können durch Investition in verschiedene Märkte reduziert werden. Es zeichnet sich durch die sich im Gang befindliche Globalisierung aber ab, dass die Märkte mehr und mehr miteinander korrelieren. Geht die Wall Street hinauf, dann jubelt London, und schlottert Frankfurt, dann zittert Zürich. Dies ist der Grund, weshalb der Anlageverantwortliche immer wieder nach neuen, weniger korrelierten Märkten sucht. Investitionen in Weltgegenden, die sich zwar politisch alles andere als konsolidiert haben, rechtfertigen sich unter diesem Gesichtspunkt durchaus.

8. Wenn's einen in der zweiten Dimension erwischt

Wer diversifizieren will, muss sich damit abfinden, dass andere Währungen ins Spiel kommen. Währungen komplizieren die Angelegenheit insofern, als sie über Instrumente (Aktien, Festverzinsliche), über Gegenparteien und über Märkte hinweg eine weitere Dimension hinzufügen. Dies *kann* im einen oder andern Fall durchaus angenehm und günstig sein. Der Dollaranstieg der letzten Monate hat die gegenüber dem Schweizerfranken bei weitem höher rentierenden \$-Geldmarktanlagen zu einem respektablem Vehikel gemacht. Umgekehrt erging es während langer

Zeit dem in Schweizerfranken denkenden Besitzer von Cola-Aktien, wie nachfolgende Grafik aufzeigt. Erst seit dem Trendwechsel im Schweizerfranken-Dollar-Verhältnis haben sich die Bedingungen für US-Investments verbessert.



Eigene Darstellung, Quelle: Bloomberg

Es wird deutlich, dass der Währungseffekt eben auch gegenläufig sein kann: Während all den Jahren des Rückgangs des Dollarkurses hatten wir unsere liebe Mühe, dem Anleger amerikanische Investments schmackhaft zu machen. Die an sich richtige Idee der Diversifikation in andere Märkte und Gesellschaften fand ihr abruptes Ende am Währungsrisiko.

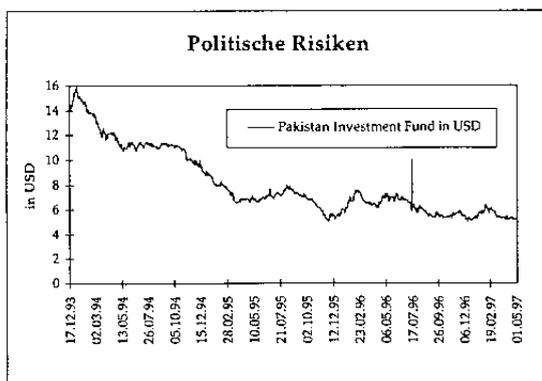
Ob man *Währungsrisiken* tragen soll oder nicht, ist unseres Erachtens wiederum keine prinzipielle Frage, sondern entscheidet sich am Mass. Die Idee, dass es auf die Länge nicht gut sein kann, einseitig auf die Leistungsfähigkeit einer einzigen, sehr kleinen Volkswirtschaft wie der Schweiz zu bauen, mag eine angemessene Risikonahme in Fremdwährungen rechtfertigen, selbst wenn man davon ausgeht, sämtliche künftigen Verpflichtungen in der Landeswährung leisten zu müssen. Dass diese Erkenntnis so unbestritten nicht ist, zeigt der Umstand, dass sich noch immer viele Schweizer Pensionskassen mit dem Gedanken schwertun, Fremdwährungen zu berücksichtigen. Der private Investor erweist sich hierin (und nicht nur hierin ...) als flexibler.

9. Markt- und Währungsrisiken zugleich

Wer seinen Anlagen etwas mehr Phantasie beifügen will, der zieht seit geraumer Zeit, insbesondere seit dem Zusammenbruch des bipolaren Weltsystems, Investitionen in Schwellenländer in Betracht. Abrupte Kursanstiege in den meist ziemlich illiquiden Märkten versprechen oft ein El Dorado. Dass dann die Bäume wiederum nicht in den Himmel wachsen, musste mancher Anleger in den letzten vier, fünf Jahren oft schmerzhaft erfahren.

Regelmässig sind es politische Krisen, die zu einem Exodus des internationalen Geldes führen. Sei es nun Hongkong, seien es Mexiko, Neu Delhi, Karachi oder Istanbul: Turbulenzen im politischen Bereich machen die gehegten Hoffnungen oft wieder zunichte, obwohl die reale Wirtschaft, also das, was an Wertschöpfung hinter den Anlagevehikeln läuft, durchaus intakt ist.

Nachfolgende Grafik zeigt den Kursverlauf eines sehr breit abgestützten Investment-Funds für Pakistan. So intakt die Chancen für das Schwellenland mit seinen über 120 Millionen Einwohnern war: Währung und Aktienmarkt Karachi haben die desaströse Politik der letzten Jahre nicht verkraftet. Und nun, nach dem Regierungswechsel im vergangenen Monat, steht das Land vor der Zahlungsunfähigkeit. Ob man nun auf die politische Zuverlässigkeit des neuen Regierungschefs setzen soll?



Eigene Darstellung, Quelle: Bloomberg

Politische Risiken sind schwierig einzuschätzen. Letztlich fragt es sich bei vielen Märkten aufstrebender Schwellenländer, ob sie über-

haupt im eigentlichen Sinne finanzmarkttauglich seien. Genauso wie es kleineren und mittleren Unternehmungen wegen mangelnder Transparenz und schwierig zu erreichender Liquidität verwehrt ist, erfolgreich den Weg in den Aktienmarkt zu finden, und sie sich deshalb über Direktinvestitionen und Bankkredite refinanzieren müssen, so scheint es für Schwellenländer auch eine Grenze zu geben, die nur schwierig überschritten werden kann. Wie auch immer: Hohe Renditeaussichten sind ganz klar gepaart mit sehr hohen Volatilitäten.

10. Und wenn das ganze System zusammenkracht?

Sei schliesslich noch auf das sogenannte Systemrisiko hingewiesen. Immer dann, wenn grössere Erschütterungen das Geschehen an den Finanzmärkten prägen, erscheinen aus berufener wie auch unberufener Feder apokalyptische Gedanken zum bevorstehenden Systemuntergang.

Wir kennen die effektive Stabilität des globalen Finanzsystems in der Tat nicht. Was wir wissen, ist der Umstand, dass es schon einige sehr namhafte Krisen überstanden hat, so immerhin die Ölpreisschocks der Siebzigerjahre, die Hochinflationen-Phasen, den Crash von 1987, den Golfkrieg von 1991, die Zins- und Währungserschütterungen von 1994. Was wir auch kennen, sind die sehr vielen Bemühungen von Notenbanken und Regierungen zur Erhöhung der Systemsicherheit durch Einbau regulierender Mechanismen.

Für den Anleger ist wichtig zu wissen, dass er Systemrisiken nur mit Massnahmen ausserhalb des Finanzsystems entgegenwirken kann. Physischer Besitz von mobilem und immobilem Eigentum etwa, oder eine gute eigene Ausbildung, sind Aktiva, die über den Zusammenbruch der monetären Welt hinweggerettet werden könnten.

Quintessenz: Wenn es so einfach wäre, dass die Welt sich schwarz oder weiss präsentiert! Finanzmarkttrisiken sind komplex, und das Komplexeste besteht schliesslich darin, die

richtige Mischung von Risiken in Beziehung zu setzen zu den spezifischen Anforderungen, die der Anlagekunde an seine Anlagen stellt. Auch auf dieser Passivseite des Anlegers herrscht ja nicht ein Schwarz-Weiss-Bild vor, sondern eine facetten- und farbenreiche Struktur mit vielen Unschärfen und Unsicherheiten obendrein.

Einfache Antworten müssen deshalb Verdacht erregen. Paradiesische Zustände einerseits, das Bevorstehen eines apokalyptischen Crashes andererseits: Das sind solche allzu einfachen Konzepte. Die Wirklichkeit ist komplexer.

Man könnte versucht sein, nach der Lektüre des obigen Risikokataloges sämtliche Aktien und Fremdwährungen zu verkaufen und sein Vermögen in tiefstrentierende Festgelder zu investieren. Dann wären wir aber gründlich missverstanden worden. Denn nochmals: Risiken sind, ökonomisch betrachtet, immer

auch Chancen. Und: Über längere Zeit hinweg gesehen hat sich schon mancher Risikoausschlag als lediglich vorübergehendes Phänomen entpuppt. Selbst der Crash von 1987 ist aus der Retrospektive nicht mehr so furchterregend wie im Gefolge des legendären 19. Oktobers. Das bedeutet: Wer Zeit hat, kann auch Risiken tragen. Eine Anlagestrategie muss sich deshalb zwingend auf den für den Investor relevanten Zeithorizont beziehen. Wer morgen einen bestimmten Betrag braucht, legt ihn nicht in Optionen an. Die meisten Anleger, und insbesondere auch die vielen Pensionskassen, brauchen aber meist erst viel später auf ihre Mittel zu greifen. *Mehr Risikonahme wäre deshalb oft angezeigt.*

KH, 12.5.97