

ANLAGE - KOMMENTAR NR. 183
6. Oktober 1997

*Daten und Fakten - oder
Mutmassungen und Gerüchte?*

1. Beflügelte Phantasien

Ob dem Kommentator des Wirtschafts- und Börsengeschehens nicht irgendwann einmal der Stoff ausgehen könnte? Und das Ende der Geschichte (Fukuyama) nicht nur in weltpolitischer, sondern auch in ökonomischer Hinsicht erreicht wäre? Ist nicht alles schon einmal gesagt worden? - Keine Sorge: Die Erfahrung sowohl im politischen Bereich wie auch in bezug auf wirtschaftliche Fragestellungen lehrt uns ziemlich das Gegenteil: Jeder Tag beschert uns neue Probleme und Ungewissheiten, ja, oft hat man viel eher geradezu das Gefühl, immer wieder von vorne beginnen zu müssen. Die bange Angst, dem vorangegangenen Anlagekommentar nichts Substantielles mehr beifügen zu können, erweist sich regelmässig als unberechtigt.

So auch in diesen Tagen. Den Finanzmärkten mangelt es zurzeit nicht an Unterhaltungswert. Der beinahe etwas langweilig werdende lineare Aufwärtstrend an den Aktienmärkten ist unterbrochen worden durch recht hektische Bewegungen in beide Richtungen und durch sehr heftige Schwankungen innerhalb der einzelnen Handelstage. Der Fachjargon spricht von „hohen Volatilitäten“. Sie betragen für den Schweizer Aktienmarkt momentan mehr als 20 %, für einzelne Titel gar 30 % und mehr. Was heisst das konkret? Beim Kauf einer Aktie CS Holding zu 200 Franken bedeutet eine Volatilität von 30 Prozent beispielsweise, dass, bei einer unterstellten langjährigen Durchschnittsrendite von 10 %, innert Jahresfrist mit Kursen zwischen Fr. 154.- und Fr. 286.- zu rechnen ist. Dies mit einer 66-prozentigen Wahrscheinlichkeit. Zwar mag man sich über den spezifischen Aussagewert solcher Quantifizierungen streiten - eines ist aber gewiss: Dass Volatilitäten ein Mass für die Risiken an den Märkten darstel-

len, ist nicht abzustreiten, und dass diese Volatilitäten momentan hoch sind, ebensowenig.

Der hohe Unterhaltungswert manifestiert sich in erster Linie in den oft sehr heftigen Reaktionen, sprich Kursausschlägen, auf schiere Gerüchte. Man scheint sich über viele Fakten, vordergründig wenigstens, ziemlich einig zu sein, und konzentriert sein Augenmerk deshalb mehr und mehr auf Mutmassungen, Unwägbarkeiten und Wahrscheinlichkeiten. Als beispielsweise am 26. September die „Financial Times“ von einer gewissen Neigung der Labour-Regierung berichtete, über eine Teilnahme an der Europäischen Währungsunion (EWU) nachzudenken, da sackte das britische Pfund gegenüber der Deutschen Mark und dem Schweizer Franken ab, und die englische Börse sprang um 4 % nach oben. Gewiss: Es kommt einem Paradigmawechsel in der britischen Politik gleich, wenn eine Zuwendung zum Euro tatsächlich und konkret geplant ist. Aber man muss gleichzeitig auch wissen, dass aus rein praktischen Gründen ein Beitritt erst im dritten Jahrtausend möglich wäre. Und ob der mögliche Einbezug des Pfunds den Euro dann auch tatsächlich „härter“ und „attraktiver“ machen und ob deswegen der Euro dann eher eine echte Alternative zum US-Dollar darstellen würde, steht in den Sternen geschrieben.

Ins gleiche Kapitel der heftigen Reaktionen auf blosse Gerüchte gehört unseres Erachtens auch die Nervosität vor und die Kursschwankungen nach der Veröffentlichung irgendwelcher amerikanischer Wirtschaftsdaten. Was doch nicht alles aus einem einzigen Indikator herausgelesen wird! Notieren die „Housing Starts“ über den Erwartungen irgendwelcher Analysten, wird unmittelbar auf Inflationsdruck geschlossen. Die Bondrenditen schnellen in die Höhe, und die Wall Street ist ver-

stimmt. In Form einer Kettenreaktion schwappt dann diese Verstimmung auch noch auf die europäischen Märkte über. Folgt am nächsten Tag dann die Veröffentlichung einer unter den Erwartungen gebliebenen Zahl der Schaffung neuer Arbeitsstellen, dann geht das ganze Spiel wieder retour.

Ganz offensichtlich ist man also recht nervös. Und das ist nicht weiter verwunderlich. Denn ein so nachhaltiger Anstieg von Börsenkursen, ein so freundliches Zinsumfeld, eine für europäische Portefeuilles so günstige Wechselkursentwicklung des US-Dollars hinterlässt eben Spuren. Wer mit dabei war, möchte nicht unnötigerweise seine fetten Gewinne gefährden und steht deshalb einer weiteren Risikoprüfung eher zurückhaltend gegenüber. Und wer unglücklicherweise nicht mit dabei war, dem fehlt das Polster für eine Risikoprüfung ohnehin. Man stelle sich einmal vor: Der Pensionskassenverwalter XY, der die ganze Aktienhausse seit 1995 verschlafen hat oder der anfangs dieses Jahres die Gewinne durch Verkäufe der wenigen Aktien, die er damals noch hatte, bereits „realisiert“ hat - wie wird sein Psychogramm heute in bezug auf den Aufbau neuer Aktienpositionen aussehen? (Wir könnten dem armen Kerl an sich eine Problemlösung anbieten: Mit Buy-Low-Or-Cash-Produkten baut man Aktienpositionen auf, wenn die Kurse zurückgehen, und ab, wenn sie weiter steigen. Wer Ohren hat zu hören ...)

Einige Gerüchte sind dann eher der Kategorie „Tierbuch“ zuzuordnen, aber dennoch erwähnenswert, weil sie für die gegenwärtige Stimmungslage doch irgendwie typisch sind. Da existiert weit in der kanadischen Tundra ein Grundstück, unter welchem Gold vermutet wird. Eine auflagestarke Finanzpostille bläst ins Horn, und nach solcherart Anlagen lechzende Vermögensverwalter sowie ein einschlägig bekannter Börsenbriefschreiberling hecheln beim Halali auf „Leader Mining“ mit. Dann geht es aber erst richtig los. Aus Gold wird bald einmal Kupfer, und die Aktie erlebt ein wahres Wechselbad unterschiedlich freundlicher Gutachten. Gerüchte jagen sich, und zwischen Hoffen und Bangen stehen jeweils ein paar hundert Prozente Kursunterschied. Sehr viel spricht dafür, dass die wirklichen Goldgruben einzig bei denjenigen zu finden wären, die hinter den Kochtöpfen in

der Gerüchteküche stehen. Dabei geht es nicht um ein ganz klein bisschen Geld: „Leader Mining“ verfügte zeitweilig über eine Börsenkapitalisierung von immerhin 100 Millionen Franken; die Gesellschaft befindet sich offenbar zu zwei Dritteln in Schweizer Händen.

Risikoabstinenz auf der einen, Casinoverhalten auf der andern Seite, Gerüchte-Sensitivität allseits: Volatilität in Reinkultur. Wir haben in solchen Börsenphasen noch stets dazu geraten, sich mit einigem Abstand in der Betrachtungsweise auf die Fakten zu konzentrieren und alle Mutmassungen und Unwägbarkeiten möglichst auszuklammern.

2. Die drängendsten Fragen

Die Gespräche und Diskussionen der letzten Wochen und die grössten Unsicherheiten bezüglich der weiteren Entwicklung können im Grunde genommen auf die folgenden vier Hauptfragen reduziert werden:

- a) Wird sich das „moderate growth/low inflation“-Szenario in den USA fortsetzen, bzw. wird ein sich auch in Europa allenfalls einstellender Aufschwung keine inflationären Ausmasse annehmen? Kann deshalb weiterhin von tiefen, ja möglicherweise da und dort sogar noch etwas sinkenden Zinsen ausgegangen werden?
- b) Sind die Gewinnverbesserungen der Unternehmen so nachhaltig, dass sich die satten Kursgewinne an den Börsen dadurch rechtfertigen? Stehen uns nicht bald einmal Enttäuschungen bevor, die dann schlagartig zu markant tieferen Notierungen führen müssten?
- c) Was von all dem Guten, das die positive Beantwortung der Fragen nach nachhaltig tiefen Zinsen und nachhaltig sich steigenden Unternehmensgewinnen mit sich bringt, ist von den Finanzmärkten preislich bereits vorweggenommen, eskomptiert? Könnte es nicht sein, dass aufgrund der sehr hohen Erwartungen eigentlich nur noch Enttäuschungen denkbar wären?
- d) Was ist im Zusammenhang mit dem europäischen Währungszusammenschluss eigentlich wirklich zu erwarten? Sind alle Risiken, denen im Vorfeld wie auch dar-

nach eine gewisse Wahrscheinlichkeit zukommt, in den gegenwärtigen Kursen berücksichtigt? Oder anders: Kann es sein, dass so disparate Länder auf die Länge derartig konvergent in Währungsrelationen und Zinsdifferenzen bleiben?

Es wird im folgenden darum gehen, die Faktenlage in Bezug auf diese Fragen zu sichten. Dabei wird sich herausstellen, dass die Schlüsse, die aus den Fakten zu ziehen sind, zur Lagebeurteilung vollauf genügen. Auf Gerüchte ist man selten wirklich angewiesen.

3. Wer hat Angst vor Inflation?

Wie wir schon verschiedentlich festgehalten haben, kommt den Zinserwartungen in jeder Hinsicht hohe Bedeutung zu. Zum ersten ist es ohnehin absolut entscheidend, mit welchen Zinssätzen in einem, in zwei, drei, in zehn Jahren gerechnet werden muss, selbst wenn man die einfachste, risikoärmste aller Anlagen ins Auge fasst, das Festgeld. Denn nur bei steigenden Sätzen hat man einen Vorteil mit kurzen Anlagen. Die kurzfristige Anbindung erlaubt dann, die Zinsentwicklung nach oben unverzüglich nachzuvollziehen. Wer längerfristig anlegt, wird aber in der Regel für seine höhere Risikonahme entschädigt, und bei sinkenden Zinsen winken ihm gar Kursgewinne auf seinen Anlagen.

Ähnlich entscheidend sind zum andern die Zinssätze für Aktienanlagen, weil die Refinanzierungskosten der Unternehmungen ursächlich damit zusammenhängen und weil sie für den Gegenwartswert der künftig zu erwartenden Cash Flows der Unternehmungen bestimmend sind. Dieser Gegenwartswert künftiger Cash Flows widerspiegelt sich im aktuellen Betrag der Börsenkapitalisierung der Unternehmung.

Nun muss man sehen, dass im Laufe der letzten 30 Jahre die *Investoren* etwa drei bis viermal im Zusammenhang mit drastischen Zinserhöhungen *um ihr Geld gebracht* worden sind. Die Inflationsschübe der Siebziger- und der Achtzigerjahre hatten immer wieder zu sehr rigorosen geldpolitischen Massnahmen mit rekordhohen Zinsen geführt. Man erinnere sich etwa an die Zeit zwischen 1979 und 1981 mit Zinssätzen von über 20 % im US-Dollar und immerhin 10 % im Schweizerfran-

ken (für kurzfristige Anlagen)! Das damalige Stop-and-Go, Ausfluss einer Übermacht des Politischen vor dem Ökonomischen, blieb als eigentliche Folge von Raubzügen tief in der Erinnerung vieler Investoren hängen. So schnell traut keiner, der damals Geld verloren hat, den heutigen Vorstellungen eines inflationsarmen Wachstums.

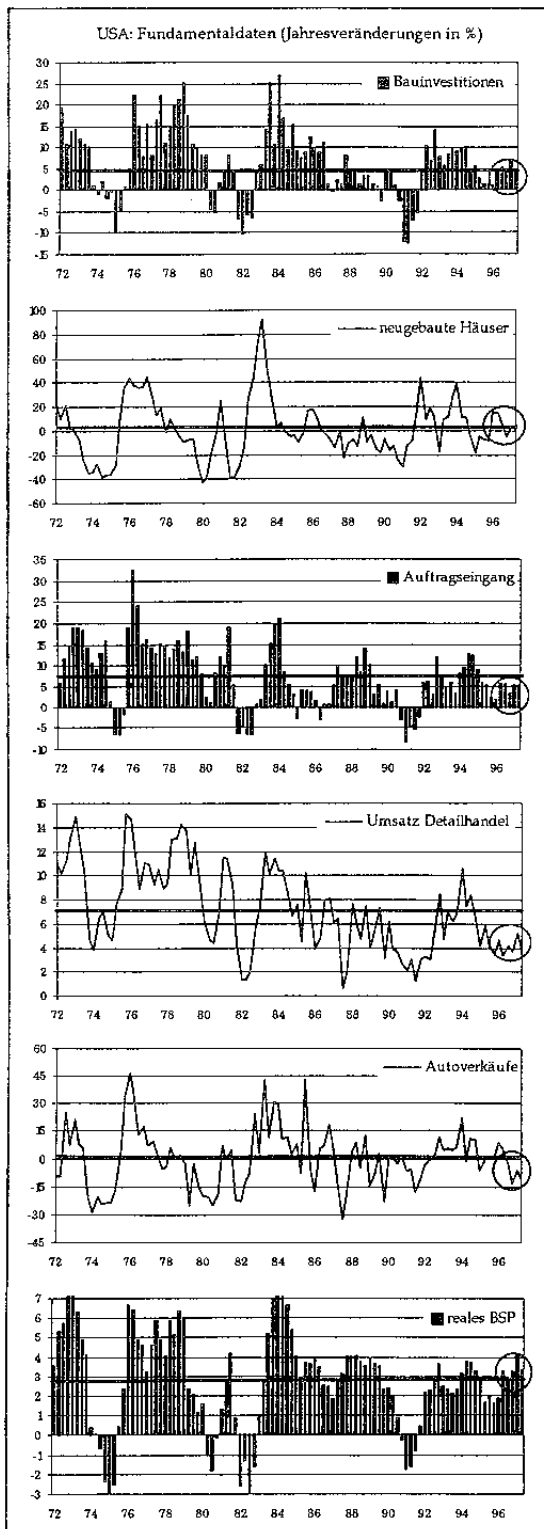
Unsere Argumentationslinie ist bekannt: Wir sind der Ansicht, dass

- durch die enorme Effizienzsteigerung der Finanzmärkte und die beinahe schrankenlose Globalisierung ein eigentlicher Wettbewerb zwischen den Währungen und den Notenbanken aufgekommen ist, der *geldpolitische Spielchen* sehr viel *schwieriger* macht, und dass
- durch den mit Quantensprüngen in der Technologie verursachten Strukturwandel sowie durch die aufgrund der weltpolitischen Öffnung im Übermass zur Verfügung stehende Arbeitskraft in absehbarer Zeit kaum Teuerungsdruck aufkommen kann. Wer Löhne ohne gleichzeitige Produktivitätssteigerung erhöhen will, katalysiert sich aus dem Markt hinaus.

Wir haben, um diese Argumente ein weiteres Mal empirisch zu testen, die makroökonomischen Daten der USA genauer unter die Lupe genommen (vgl. Grafik auf der nächsten Seite). Der Langzeitvergleich der Zuwachsraten im Wirtschaftswachstum und in den verschiedenen Komponenten der amerikanischen Volkswirtschaft weist nirgends Werte auf, bei denen Alarmstimmung aufkommen müsste. Alle Indikatoren bewegen sich in einem mittleren Bereich nachhaltigen, nicht übertriebenen Wachstums.

Man könnte, mit weniger zur Verfügung stehenden Daten allerdings, diesen Langzeitvergleich auch für Europa und für die Schweiz im besonderen durchführen. Er würde ähnlich unspektakulär ausfallen, mit einer Einschränkung allerdings: Die Wachstumsraten sind namentlich in den für uns wichtigen Ländern wie Deutschland und Frankreich deutlich geringer als in den USA, in der Schweiz seit nunmehr sechs Jahren gerade bei Null(!). Selbst wenn sich nun, wie allorts jetzt prophezeit wird, ein gewisses Wachstum einstellen wird, da die Exportindustrie ihre Chancen in den Ländern mit höheren

Wachstumsraten wahrnehmen kann, dann deutet noch lange nichts auf eine inflationäre Entwicklung hin.



Quelle: Dr. G. Landert

Im Gegenteil: Durch die krisenhafte Entwicklung in einigen Ländern Südostasiens

und die Abwertung der entsprechenden Währungen hat sich eine erneute Erhöhung des Angebots an Gütern und an Arbeitskraft in den andern Teilen der Welt ergeben. Thai-ländische, koreanische, indonesische und philippinische Güter und Dienstleistungen sind nun noch billiger geworden. Wer möchte, könnte in den USA oder in Europa höhere Preise oder Löhne fordern?

Eine etwas distanziertere Sicht mag deshalb nicht bei jeder Publikation eines Indikators in Panik oder Euphorie machen. Ja, wir glauben sogar feststellen zu können, dass das Spielchen von Indikator-Publikation und Zinsängsten vor allem von jenen geschätzt und vielleicht auch etwas gefördert wird, die von den daraus generierten Umsätzen leben. Schliesslich muss sich der Bondhandel etwas einfallen lassen, wenn „moderate growth“ und „low inflation“ und „no interest rate struggle“ angesagt sind.

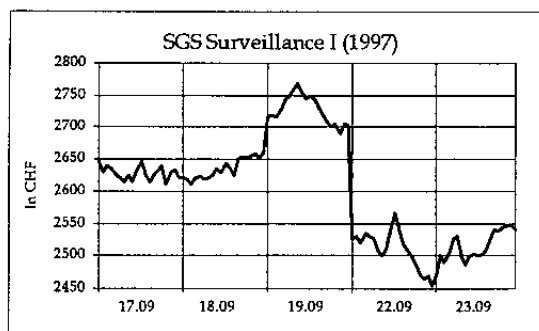
4. Die Spreu und der Weizen

Unsere Interpretation des enormen Anstiegs der Aktienkurse über die letzten zwei Jahre geht bekanntlich dahin, dass nebst dem äusserst günstigen Zinsumfeld der Zwang zu strukturellen Verbesserungen die Cash Flows namentlich bei global operierenden Unternehmen drastisch erhöht hat. Der weltweite Wettbewerb um Kapital lässt gar keine Wahl: Entweder bewegt man sich mit seinen Kennzahlen im Feld der branchentypisch zu erbringenden Leistungen, oder man wird irgendwann zum Übernahmekandidaten. Auf dass ein neues Management es dann auf seine Weise versuche.

Wir sind immer noch mittendrin in dieser Strukturbereinigungsphase, glauben aber zu erkennen, dass die grossen internationalen Firmen der USA am obern Ende der derzeitigen Möglichkeiten angestossen sind. Unternehmen wie Coca Cola, Procter & Gamble, Johnson & Johnson, Merck oder Kodak müssen nun alles tun, um die hohen Gewinnerwartungen zu befriedigen; Enttäuschungen werden mit recht bitteren Abschlüssen quittiert. Es könnte deshalb durchaus sein, dass Wall Street sich eher der zweiten Garnitur von Firmen zuwendet, bei denen noch Strukturbereinigungsbedarf vorhanden ist.

Auch für Europa und im speziellen auch für die Schweiz wird sich die Frage der Bestätigung hoher Erwartungen stellen. Allerdings orten wir noch dermassen viel Bereinigungs-potential, dass wir nicht davon ausgehen, die Märkte werden sich so bald von den grossen hiesigen Blue Chips abwenden. Gerade das Beispiel der Fusion CS - Winterthur hat gezeigt, dass es heute kaum mehr Tabus im Zusammengehen wie auch im Auseinanderdividieren von Firmen gibt. Nach wie vor warten sowohl in Deutschland wie der Schweiz einige Grossunternehmungen mit hohem Strategiedefizit auf eine definitivere Ausrichtung. Und wo solches der Ausführung noch harrt, sind für den Investor auch interessante Chancen (wie auch Risiken, selbstverständlich!) vorhanden.

Die Spreu vom Weizen zu scheiden, wäre in diesem Zusammenhang der grosse Wunsch vieler Analysten und Investoren. Die Crux liegt nur darin, dass die Märkte eben nicht mit dem, was heute schwarz oder weiss ist, operieren, sondern mit den Erwartungen, was morgen mehr oder weniger schwarz oder weiss werden könnte. Wenn den einen zum Beispiel das diesjährige Resultat der UBS nicht befriedigt und wenn für ihn auch keine überzeugende strategische Ausrichtung erkennbar ist, oder wenn dem andern das CS-Konglomerat völlig unführbar und rein zufällig zusammengewürfelt vorkommt, und wenn dies schliesslich alles für UBS wie auch für CS zuträfe, so heisst das noch lange nicht, dass die betreffenden Aktien nicht interessant wären. Denn wenig Überzeugendes von heute kann Strukturbereinigung von morgen heissen.

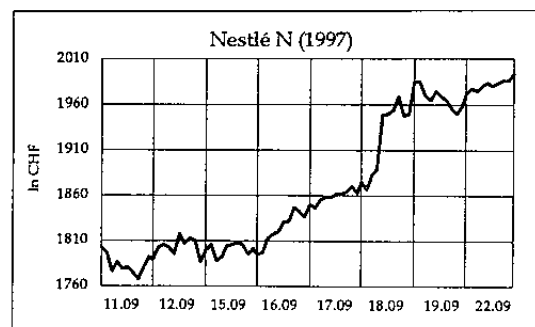


Quelle: Bloomberg

Die Tatsache, dass die Börse empfindlicher geworden ist gegenüber irgendwelchen Meldungen aus den Unternehmungen heraus, spricht eigentlich eher für und nicht gegen ei-

ne Fortsetzung des strukturellen Wandels. Die obige Grafik zeigt auf, wie brutal eine solche Neubewertung sein kann.

Solche Abstürze gehen nicht folgenlos für das Management einer Unternehmung aus. Wir können uns beispielsweise nicht vorstellen, dass die derzeitige Führung der uns während langer Zeit eigentlich recht sympathischen SGS einen zweiten, dritten Korruptionsvorwurf aus den Ländern ihrer Tätigkeit überstehen würde. Deshalb wird sie wohl alles daran setzen, die Scharte auszuwetzen. Umgekehrt wird dem mit überraschend positiven Resultaten (vgl. folgende Graphik) aufwartenden neuen Nestlé-Management viel daran liegen, dass der Erfolg nicht nachlässt. Ob sich dies nach den neusten Entwicklungen in Südostasien, wo alles auf eine Rezession hinweist, und wo aber auch ein guter Teil der Nestlé-Produkte ihren Absatz finden, bewerkstelligen lässt? Mit anderen Worten: Die Crux bleibt. Es gibt gute Gründe, sowohl SGS wie Nestlé zu halten. Dagegen gibt es aber eben auch Argumente.



Quelle: Bloomberg

Und Spreu? Wirkliche, eindeutige Spreu? Die ist zum einen dort, wo nicht viel läuft und dies auch niemanden interessiert. Für uns fallen Titel wie Gas Vision, Hilti PS, Ascom oder Waadt Versicherung in diese Kategorie. Gefährlicher ist zum andern aber jene Spreu, die unerkannt im Weizen mitgeführt wird. Aktien von Unternehmungen beispielsweise, die vor einiger Zeit einmal interessant waren und denen gegenüber so etwas wie eine allgemein praktizierte Gläubigkeit entwickelt worden ist. Es gibt auch an den Aktienmärkten das Phänomen der Brand Names, die a priori als gut und kaufenswert gelten, weil sie einen guten Namen haben. Wir haben im letzten Anlagekommentar (Nr. 182) darauf hingewiesen, dass mehr und mehr die Nachhaltigkeit der Gewinnsituation für die Bewer-

tung einer Unternehmung entscheidend wird. Entsprechend anspruchsvoller wird die Aufgabe der Analysten werden, zwischen Brand Names, die nachhaltig ihren Markenvorteil verdienen, und solchen, die Qualität nur vorgeben, zu unterscheiden.

Ein Beispiel: Die Schweizerische Rückversicherung kann seit einigen Jahren sehr ansprechende Resultate vorweisen. Restrukturierungsmaßnahmen wie der Verkauf der Elvia, d.h. der Rückzug aus dem Direktversicherungsgeschäft und die Konzentration auf die sogenannte Kernkompetenz, hohe Anstrengungen zur Gewinnung neuer Geschäfte sowie einträgliche Finanzgeschäfte haben den ganzen Zahlenkranz, den es zur Beurteilung einer solchen Unternehmung braucht, in sehr freundliches Licht eintauchen lassen. Entsprechend ansprechend ist auch die Kursentwicklung der Rück. Denken aber genügend Analysten und Marktteilnehmer daran, dass das Rückversicherungsgeschäft seit Jahren von einem atypisch günstigen Schadensverlauf profitiert und dass bei einer allfälligen Umkehr dieser Gegebenheit just jene Versicherungen, die in letzter Zeit Marktanteile aufgebaut haben, überproportional Schaden leiden? Nicht dass wir deshalb wagen würden, die Schweizer Rück der „Spreu“ zuzuordnen. Vorsichtig sind wir aber alleweil gerade dort, wo der Glanz am hellsten aufleuchtet.

5. Das Problem der Vorwegnahme

Das Erklärungsmodell der rationalen Erwartungsbildung an den Märkten besagt, dass jegliche Preise (also Aktienkurse, Wechselkurse, Zinsen usw.) durch eine sich stets neu bildende Gleichgewichtssituation zustandekommen. Eine Gleichgewichtssituation zwischen denjenigen, die aufgrund ihres ganzen Wissens um die Umstände einen Verkaufspreis als fair erachten, und denjenigen, die aufgrund ihres ganzen Wissens um die Umstände einen Kaufpreis als fair erachten. Der momentan bezahlte Kurs ist deshalb in einem effizienten Markt stets der Inbegriff des zu dieser Zeit gerade vorhandenen Informationsstandes. Alles, was den Marktteilnehmern bekannt ist, ist Teil der Preisbildung, und alles, was von den Marktteilnehmern zu diesem

Zeitpunkt vermutet, erwartet, mit bestimmten Wahrscheinlichkeiten versehen wird, ebenso.

Soweit die Theorie, die im übrigen als Modell kaum mehr bestritten ist. Wie effizient irgendwelche spezifischen Märkte tatsächlich sind und welche Auswirkungen stets vorhandene Informations- und Transaktionskosten auf die Preisbildung haben, steht selbstverständlich auf einem anderen Blatt. In bezug auf die Frage, was denn von den Märkten an Gutem (bezüglich Zinsen und bezüglich Gewinnsituation) vorweggenommen, eskomptiert sei, gibt es aufgrund des Modells nur eine Antwort: Alles. Jeder Aktienkurs, jeder Wechselkurs, jeder Zinssatz entspricht dem Wissen der Märkte um „moderate growth/low inflation“ und um strukturbedingte, bessere Unternehmensgewinne. Folglich sind auch keine Überschussrenditen zu erzielen, wenn man in der Anlagestrategie auf dieses Wissen setzt.

Die Antwort vermag aber nicht zu befriedigen. Denn wir haben zum einen bei der Behandlung der Konjunktur-/Zinssituation festgestellt, dass wegen früher erlittenen Verlusten noch sehr viele Marktteilnehmer beinahe instinktmässig im der Stop-and-Go-Muster verhaftet sind. Der „zyklische Aufschwung“ wird immer und immer wieder herbeigeredet, obwohl er nirgendwo stattfindet. Ähnlich verhält es sich mit der Beurteilung der Gewinnsituation der Unternehmungen. Unseres Erachtens wird nach wie vor viel zu stark auf das, was unmittelbar gerade gewesen ist (sprich: Jahres-, Semester- und Quartalsergebnisse) und viel zu wenig auf das längerfristige, strategische Potential abgestellt. Eine Beurteilung der Langfristperspektiven der Firmen ergäbe für viele Aktien andere Resultate, würde aber unseres Erachtens auch durchaus höhere Kurserwartungen zulassen.

Auf die Gefahr hin, definitiv zu den unverbesserlichen Optimisten gezählt zu werden, meinen wir also, dass des Guten noch nicht alles vorweggenommen sei.

6. Euro: Die Stunde der Wahrheit naht

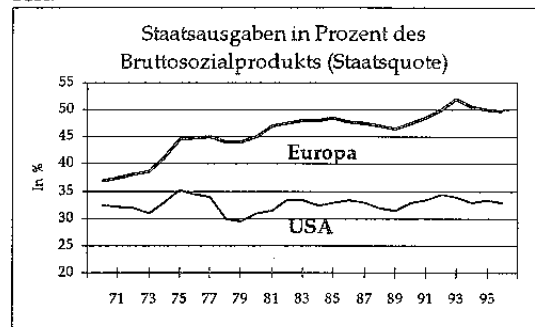
Die gängige Sichtweise für die Einführung des Euro geht von zwei Phasen aus: der Vorbereitungsphase und der Konvergenzphase.

In die Vorbereitungsphase gehörten die Ausarbeitung des Maastrichtvertrages, die Ausrichtung der Wirtschafts- und Fiskalpolitik der einzelnen Länder Europas auf die Maastricht-Kriterien, die EWS-Krise von 1992 sowie das Realignment der einzelnen Landeswährungen danach. Die Konvergenzphase begann somit etwa 1995 und führte zu einer sehr bemerkenswerten Angleichung von Inflationsraten, Zinsen und Fiskalkennzahlen (Defizitsituation und dergl.). Man geht nun davon aus, dass aufgrund dieser Angleichung der effektiven Einführung nur noch wenig im Wege steht, und plant deshalb auf Mai 1998 die Fixierung der einzelnen Wechselkurse an den künftigen Euro.

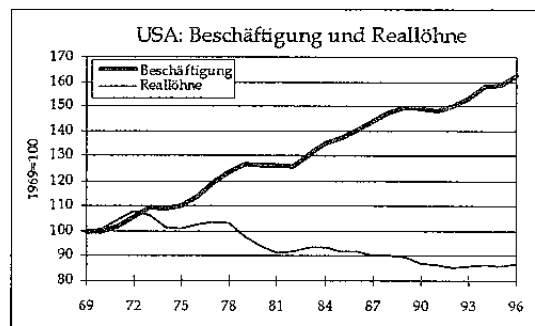
In unserer Gedankenwelt existiert allerdings noch eine dritte Phase vor der Einführung des Euro: die „work-out-Phase“. Wir können einfach nicht daran glauben, dass alles so sang- und klanglos über die Bühne gehen wird. Dass zwischen den einzelnen Ländern unseres Kontinents riesige Unterschiede in wirtschaftlicher Leistungsfähigkeit, in Mentalität, in Durchsetzungsvermögen bestehen, ist eine Binsenwahrheit. Dazu kommt aber, dass sich dieser Kontinent nach wie vor in einer schweren strukturellen Krise befindet, die eher auf künftige Verteilungskämpfe und weniger auf ein friedliches, spannungsfreies Hinaustreten in eine gemeinschaftliche, prosperierende Zukunft schliessen lässt. Uns kümmern die Wahrscheinlichkeiten und Mutmassungen über die „Härte“ des Euro nicht so stark; ebensowenig interessiert uns im Grunde genommen, ob Griechenland dann schliesslich mit dabei sein werde und ob Italien seine Staatsschulden korrekt berechnet habe oder nicht. Das alles sind letztlich Nebenschauplätze. Die Hauptfrage stellt sich bezüglich der generellen Befindlichkeit Europas im Hinblick auf das Gewaltunternehmen „Euro“. Die Befindlichkeit ist denkbar schlecht. Die Fakten der tiefen strukturellen Krise widerspiegeln sich einerseits in der nachhaltigen Unfähigkeit, neue Arbeitsplätze zu schaffen, andererseits im hoffnungslos hohen Anteil der Staatsausgaben am Brutto-sozialprodukt.

Die nachfolgenden Grafiken sprechen Bände. Wenn man zusätzlich noch bedenkt, dass in den meisten Ländern eine Rückkehr sozialistischer Kräfte im Gange ist (auch in der

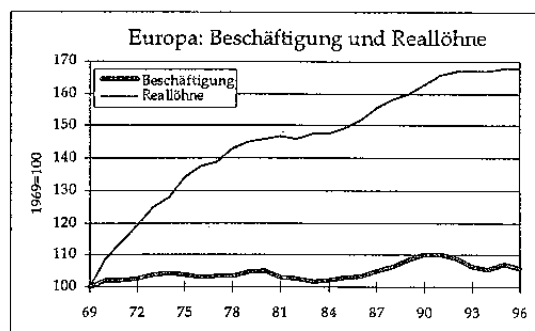
Schweiz, wie die kürzlich verlorene Abstimmung über die Kürzung der Arbeitslosentag-gelder zeigt!), dann verdichten sich die Zweifel daran, dass in Europa das Ende der Geschichte eingetreten ist. Wir können uns mit dem besten Willen nicht vorstellen, wie aus dieser finanz-/sozialpolitischen Cornerposition herauszukommen ist. Da wird auch ein exportinduzierter Aufschwung nicht viel helfen.



Quelle: Bloomberg



Quelle: Dr. G. Landert, Bloomberg



Quelle: Bureau of Labor Statistics, European Commission

Auch in bezug auf Europa lohnt es sich also, die Fakten sprechen zu lassen und weniger das „wishful thinking“, wie es die Sprache der Politiker beherrscht. Nicht umsonst führen wir seit geraumer Zeit, selbst für Kunden mit wenig Risikoneigung, eine namhafte Position in US-Dollar. Aus Euro-strategischen Gründen und unabhängig davon, ob der

Greenback gegenüber dem Schweizerfranken auf 1.40, 1.50 oder 1.60 notiere.

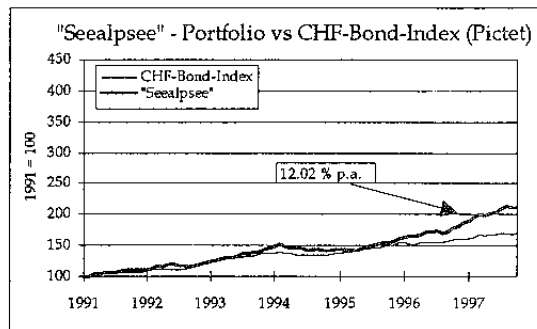
7. A propos Fakten: unser Spiegelbild

Da es nicht fair wäre, dauernd von Fakten zu sprechen und die Aufforderung, sich nicht auf Gerüchte und Mutmassungen zu verlassen, nicht auch auf sich selbst anzuwenden, seien zum Schluss dieses Anlagekommentars die Resultate einer Untersuchung veröffentlicht, die wir an uns selbst vorgenommen haben. Wir haben nämlich den Erfolg unserer Anlagepolitik, seit sie in quantifiziert nachvollziehbarer Weise veröffentlicht wird, nachgerechnet. Bekanntlich finden sich im gelben Teil unseres Anlagekommentars jeweils die Bandbreiten, die wir unseren Kunden für Anlagen in festverzinslichen Werten, in Aktien und in Rohstoffen empfehlen, ebenso die Bandbreiten für die Währungsdiversifikation, wie wir sie jeweils als sinnvoll erachten. Die uns anvertrauten Vermögensverwaltungsmandate werden bekanntlich nach diesen jeweils im voraus publizierten Richtlinien geführt. Es handelt sich also um real existierende und nicht, wie speziell bei der Lancierung neuer Fonds oder neuer Beteiligungsgesellschaften häufig appliziert, im nachhinein gebildete theoretische Portefeuilles.

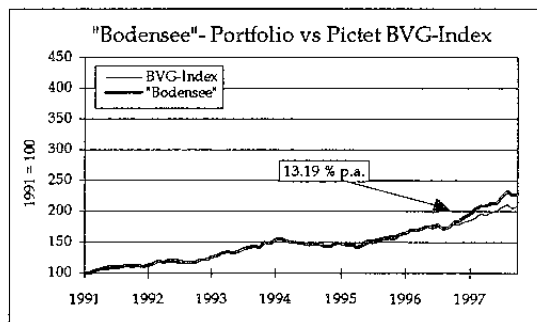
Aufgrund dieser seit Ende 1990 alle sechs bis acht Wochen publizierten Bandbreiten haben wir für die Untersuchung drei Portefeuilles zusammengestellt, ein sogenannt „konservatives“, risikofreies („Seealpsee“), ein etwas risikoreicheres („Bodensee“) und ein relativ aggressives („Atlantik“). Die Nachbildung erfolgte durch Investition in Indizes, die den empfohlenen Anlagen entsprechen.

Das von allen mit Spannung und vom Schreibenden offen gestanden auch mit etwas Unbehagen erwartete Resultat darf sich sehen lassen, indem die Durchschnittsperformance über 7 Jahre zwischen 12 % für „Seealpsee“ und 14 % für „Atlantik“ liegt. Die Performance des konservativen Portefeuilles ist sogar recht atypisch, überstiegen doch die Aktienanteile nie 35 %, der empfohlene Fremdwährungsanteil nie 60 %. Der Grund für diese sozusagen fast unverdient hohe Performance liegt in der recht guten Ausnützung des

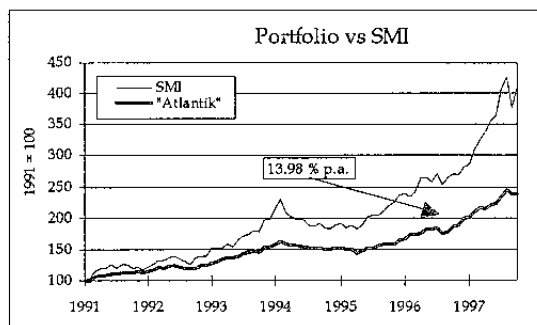
Zinsabschwungs, der sich in entsprechenden Kursgewinnen auf der Obligationenseite ausgewirkt hat.



Quelle: & Co.



Quelle: :



Quelle: & Co.

Ein kleiner Wermutstropfen liegt deshalb im Umstand, dass mit recht viel höheren Risikonahe durch Exposition im Aktienbereich und in Fremdwährungen „nur“ eine zusätzliche Durchschnittsrendite von 2 % erreicht werden konnte. So gesehen hat sich die erhöhte Risikonahe nicht ausbezahlt. Allerdings: Die Zeiten ändern sich. Einen zweiten Zinsabschwung wird es nicht geben. Performance ohne grosse Risikonahe ist künftig nicht mehr möglich. „Seealpsee“ müsste sich deshalb tendenziell etwas nach unten bewegen, „Atlantik“ gleichbleiben oder (hoffentlich) noch steigen.

Für die quantitativ Orientierten unter unseren Lesern werden wir in Kürze eine Broschüre

mit den genauen Angaben über sämtliche Spezifikationen unserer drei Mustervermögen veröffentlichen. Darin werden sich Angaben wie die Sharpe-Ratios und die Volatilitäten der Portefeuilles, ein detaillierter Benchmarkvergleich, die gewählten Investitionen usw. finden. Dabei wird sich zeigen, dass es sich stets bewährt hatte, die Ruhe zu bewahren.

Wichtiger ist jedoch die Zukunft. Zeiten hoher Volatilität und phantasiereicher Gerüchte, wie sie die momentane Szene gerade beherrschen, fordern einiges an Entschlusskraft von denjenigen, die für die Anlagen ihrer Kunden verantwortlich sind. Die Ruhe zu bewahren ist unser Job, oder besser vielleicht, unsere Berufung. Wir werden künftig unser Spiegelbild regelmässig erstellen und publizieren, da wir der Meinung sind, dass Transparenz in der Anlagetätigkeit einer Tugend entspricht, die auf dem Finanzplatz Schweiz noch nicht im Übermass vorhanden ist. Wie heisst es doch? „Die Tat ist alles, nichts der Ruhm.“ (Goethe, Faust II)

KH, 6.10.97
