

24. August 1998

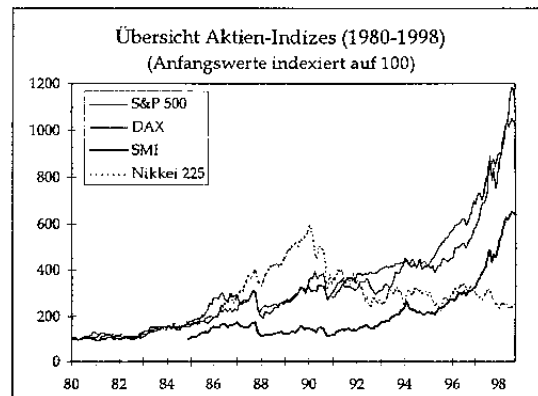
## Schlafstörungen

πάντα ῥεῖ  
Alles fließt  
(Heraklit, 535 - 475 v. Chr.)

### 1. Das Problem des hohen Niveaus

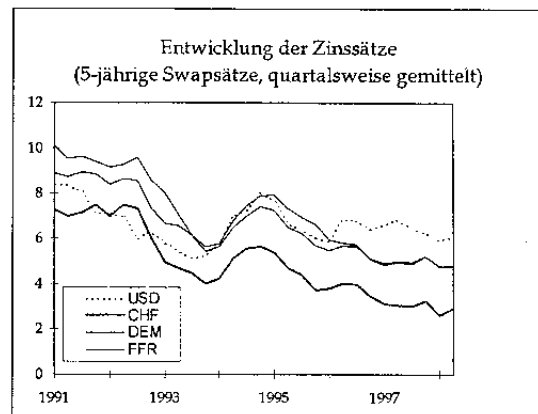
Die Ereignisse der vergangenen Wochen haben die weltweite Anlegergemeinde etwa in dem Masse aufschrecken lassen wie einen Bergsteiger mitten in der Eigernordwand, nachdem er bisher nur auf die vor sich liegende Felswand geschaut hatte, nun aber plötzlich der hinter und unter ihm liegenden Strecke gewahr wird. Der Blick in den Abgrund lässt seine Knie zittern, und er greift nach dem Haken, schlägt ihn ein - und weiss in demselben Moment, dass er weiter muss. Und dass der soeben eingeschlagene Haken nach zwei, drei weiteren Seillängen nur noch von relativer Bedeutung ist. Der Vorteil des Bergsteigens liegt darin, dass es irgendwann einen Gipfel gibt. In bezug auf die Finanzmärkte liegen die Verhältnisse etwas anders und präsentieren sich vor allem komplizierter. Weder gibt es eine einzige Wand mit einem einzigen Abgrund noch einen einzigen Gipfel.

Halten wir zunächst fest, wo wir uns ungefähr befinden. Publikumswirksam im Vordergrund steht zunächst selbstverständlich die „Jahrhundert-Hausse“ an den wichtigsten Aktienmärkten der westlichen Industrieländer. Seit 1980 hat sich der Dow Jones-Index verzehnfacht. Ein vor 18 Jahren investierter Dollar ist mit anderen Worten zehnmal mehr wert. Bereinigt um die Geldentwertung in der Zwischenzeit beträgt der Anstieg immer noch rund 400 Prozent. Ähnliche Verhältnisse in Europa bzw. zum Beispiel in der Schweiz: Im gleichen Zeitraum hat sich die Schweizerbörse verachtfacht, inflationsbereinigt immerhin verfünffacht. Was Wunder, dass der Marschhalt in dieser Eigernordwand verschiedenartige Gefühle auszulösen vermag!



Quelle: Bloomberg, eigene Daten/eigene Darstellung

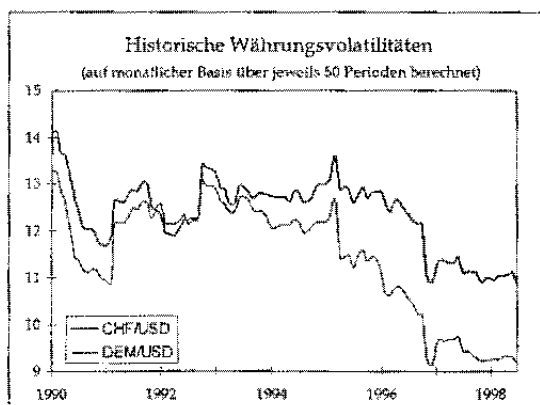
Im grossen und ganzen fand auf der Zinsenseite, mit etlichen gewichtigen und schmerzhaften Unterbrüchen allerdings, parallel zum Aufschwung der Aktienkurse ein Abschwung des allgemeinen Zinsniveaus statt. Waren anfangs der Achtzigerjahre Ausschläge bis auf fast 20 Prozent bei den kurzfristigen Zinsen im US-Dollar noch beinahe normal, so bewegen sich heute die Zinsen der westlichen Industrieländer sowohl im kurz- wie auch im langfristigen Zeitband innerhalb einer sehr geringen Bandbreite. Nicht nur das Auf und Ab des Zinsniveaus innerhalb der einzelnen Währungen hat sich merklich beruhigt, sondern auch die Zinsdifferenzen zwischen den einzelnen Währungen haben sich stark verringert.



Quelle: Bloomberg/eigene Darstellung

Nicht zuletzt deshalb ist, rein monetär gesehen, die Europäische Währungsunion ein relativ problemloses Unterfangen geworden. Dem Anleger hat der weltweite Zinsabschwung auf langfristig angelegten Obligationenanlagen zu Kursgewinnen verholfen, wie sie normalerweise nur dem Aktionär vorbehalten sind: Renditen in zweistelliger Prozentzahl waren in den letzten Jahren auch für „langweiligste“ Bondportfolios durchaus an der Tagesordnung. Was Wunder, dass dieser beinahe ungewollte Aufstieg durch eine unverdiente Eigernordwand da und dort Unbehagen auszulösen vermag, weil man ja weiss, dass das Zinsniveau nicht ins Bodenlose sinken kann.

Schliesslich hat sich die Situation im Währungssektor ebenfalls merklich beruhigt, sehen wir einmal von den Problemen um den Yen, den Yuan und den Rubel ab. Wo geringere Zinsdifferenzen und stetig abnehmende Kaufkraftdisparitäten bei gleichzeitig enorm wachsender globaler Handelstätigkeit das Bild beherrschen, gibt es immer weniger Gründe, bestimmte Währungen in grundsätzlicher Weise in Frage zu stellen. Dieser Zustand der relativen Ruhe trifft vor allem für Europa und den angelsächsischen Raum zu. Keine Frage, dass diese Situation sowohl für die Realwirtschaft wie auch für den Anleger enorme Vorteile in sich birgt, reduzieren sich doch kostspielige Absicherungsmaßnahmen auf das absolut Notwendige. Entsprechend unattraktiv ist das Marketmaking im Devisenbereich für viele Grossbanken geworden.



Quelle: Bloomberg/eigene Darstellung

Auch hier mag es nicht verwundern, dass gelegentliche Devisenturbulenzen aus Fernost, Russland oder Lateinamerika unangenehme Erinnerungen an frühere

Zeiten hoher Absturzgefahr im Währungsbereich wachrütteln.

Es haben sich ja auch ein paar ganz grässliche Gletscherspalten geöffnet. Japan demonstriert uns vor, was passieren kann, wenn eine ganze Gesellschaft, ein ganzes politisches System, eine ganze Unternehmenskultur den neuen Herausforderungen einer globalisierten Wirtschaft nicht gewachsen sind. Der Nikkei-Index hat sich seit Ende 1989 auf etwa 40 Prozent seines Wertes reduziert. Der Yen hat seit 1995 gegenüber dem US-Dollar ebenfalls 40 Prozent von seinem Wert verloren. Das ist nicht nichts. Ganz im Gegenteil. Es lässt das andernorts erreichte Niveau in um so gleissenderem Licht erscheinen und erhöht mithin die gelegentliche Neigung zu Schwindelgefühlen.

## 2. Das Problem der Momentaufnahme

Mögen Gleichnisse zur Erklärung des Metaphysisch-Unerklärlichen durchaus geeignet sein – die Bergsteigerparabel ist es für die Phänomene der Wirtschaft und des Geschehens an den Finanzmärkten im Grunde genommen nicht. Ja, noch weitergehend: Aussagen über erreichte oder nicht erreichte Niveaus, durchbrochene Widerstandslinien, „Überhitzungen“ oder auch „Unterkühlungen“, „kalte Duschen“ und dergleichen verstellen recht eigentlich den Blick aufs Wesentliche. Und das Wesentliche liegt im Umstand begründet, dass Statik in einer Welt der Bewegung nur sehr beschränkte Relevanz hat.

Die Wirtschaft im weiteren und das Geschehen an den Finanzmärkten im engeren Sinne sind durch und durch von Dynamik geprägt. Nichts, was sich nicht bewegen würde und dessen Bewegung nicht von einem oder vielen anderen Elementen, die ihrerseits auch wieder in Bewegung sind, abhängen würde. Die Aktienkurse von heute reflektieren einen Teil der realen Wirtschaft, die jeden Tag arbeitet und wächst und schrumpft und zugrunde geht und wieder erstet und gute Aussichten und miese Rahmenbedingungen und ein hervorragendes Management hat oder unter korrupten Chefs leidet. Die Zinsen jeglicher Währung hängen ab von der Kreditnachfrage aus der Wirtschaft und dem monetären Angebot der Notenbank und den Erwartungen des Publikums bezüglich Inflation und der Einschätzung des Auslandes über den Erfolg der Geldpolitik und über die

innenpolitische Stabilität. Desgleichen ist auch ein Wechselkurs multifaktoriell bedingt, lässt sich also auf eine Vielzahl von Faktoren wie die Geldwertstabilität, den Produktivitätszuwachs, die Leistungsbilanz, die Konsistenz der Notenbankpolitik, die politische Verlässlichkeit usw. zurückführen. Feste Felswände und harte Gletscherkanten sind in diesem Wogenmeer nicht auszumachen.

Ja, nicht einmal das Wogenmeer taugt als Gleichnis. Denn ein Meer bleibt, abgesehen von momentanen Gezeitenunterschieden, immer auf demselben Niveau. Das tun aber die Finanzmärkte just nicht. Wir wissen, dass Kapital auf die Länge und im Durchschnitt wachsen muss, weil es sonst nicht zur Verfügung gestellt würde. Und wir wissen, dass Eigenkapital wegen seines erhöhten Risikos stärker wachsen muss als sogenannt risikoloses Kapital. Wenn man dann beim aufwärtsfließenden Wogenmeer angelangt ist, versagt die Parabel definitiv, weil sie ihrerseits nicht mehr vorstellbar ist.

Der Hang zur Momentaufnahme hat beinahe als tragisch zu bezeichnende Auswirkungen auf das Anlegerverhalten. Wie häufig ist doch die Rede vom „Realisieren von Gewinnen“, vom „Einfrieren eines Kursniveaus“ und „Profit-Taking“. In einer dynamischen Welt gibt es nichts zum Einfrieren. Denn selbst wenn man alles Geld in Noten und in Goldbarren unter die Matratze verstecken würde, wäre man der Geldentwertung und den Opportunitätsverlusten ausgesetzt. Opportunitätsverluste entstehen durch Nichtanwesenheit an besserem Ort. Unter der Matratze mag es sicher sein, darüber und andernorts aber lebt's sich gewiss besser. Mit anderen Worten besteht die einzig wirklich relevante Frage darin, wieviel Auf und Ab man in der dynamischen Welt zu ertragen bereit ist oder zu ertragen in der Lage ist. Dass es auf und ab geht, daran kann die beste „Gewinnrealisation“ nichts ändern.

Was aber nicht heisst, dass nicht weltweit mit hoher Energie und in grossem Stile laufend „Gewinne realisiert“ werden. Namentlich das dritte Quartal des Jahres ist dafür anfällig. Weshalb? Weil die Anlageberater und Portfoliomanager eben auf Jahresbasis in ihrem Erfolg gemessen werden und weil sich oft (und u. E. leider) immer mehr ihre Entschädigung von diesem aufs Jahresende gemessenen Erfolg ableitet. Die Verlockung ist namentlich nach einem bis anhin „schönen“

Börsenjahr gross, der Spekulation aufs Jahresende früh genug ein Ende zu bereiten und deshalb die „Gewinne einzufrieren“. Eingefroren wird aber lediglich die Performance-Entschädigung. Das betreute Portfolio dagegen erleidet möglicherweise Opportunitätsverluste.

Weil „man“ an den Märkten weiss, dass solches Profit-Taking im dritten Quartal vorzukommen pflegt, nimmt man die zu befürchtende Verkaufswelle vorweg. Und so rückt der Beginn der Drittquartalsbaisse immer mehr in Richtung zweites Quartal vor - wir haben es also gewissermassen mit einem Mondjahr anstatt mit einem Sonnenjahr zu tun. Der Abschwung an der Wall Street begann dieses Jahr am 20. Juli ...

Doch Spass beiseite: In der dynamischen Welt der Wirtschaft und der Finanzmärkte interessiert nicht ein einmal erreichtes Niveau als solches. Viel wesentlicher ist, unter welchen Bedingungen welches Niveau erreicht worden ist und sich die Geschichte weiterentwickelt. Es ist halt aber nicht so einfach, einen Film zu beschreiben. Machen Sie einmal den Test: Wieviel der Unmenge finanzanalytischer Literatur argumentiert dynamisch? Die Ausbeute ist enttäuschend.

Selbst dort, wo Aussagen über Entwicklungen dringend gefragt wären, zum Beispiel im Bereich der Beurteilung des Unternehmungserfolgs, wird weitgehend statisch argumentiert. So redet man über ein hohes „Price-/Earnings-Verhältnis“ (P/E-ratio, Kurs-/Gewinn-Verhältnis), unterstellt dabei aber klammheimlich, dass alles immer so bleiben wird, wie es sich jetzt gerade präsentiert. Momentaufnahme par excellence. Daran ändert auch nicht viel, wenn man dem Price/Earnings-Verhältnis Gewinnschätzungen für das laufende Jahr unterstellt.

Man redet über Gewinnschätzungen, gibt also vor, über die Zukunft einer Unternehmung zu sprechen, gibt in Tat und Wahrheit aber die Einschätzung der unmittelbar zurückliegenden Vergangenheit wieder. Wagt man sich weiter in die Zukunft mit seinen Schätzungen, dann versieht man diese mit einem pseudogenauen Datenkranz, um auf diese Weise statische Sicherheit vorzutauschen, wo lediglich und definitiv bestenfalls weitgefaste Bandbreiten statthaft wären.

In dieselbe Kategorie statischer Betrachtungen gehören die Aussagen über die sog. „asset inflation“. Obwohl noch nirgends in der

ökonomischen Literatur hinreichend definiert und beschrieben, gehört „asset inflation“ derzeit zu den Lieblingsschlagwörtern der Analystenindustrie. Gemeint ist damit eine Art spekulativer Blasenbildung an den Finanzmärkten, wobei infolge („zu“) hohen Kursniveaus die Besitzer von Finanzinstrumenten dazu verleitet würden, infolge einer Reichtumsillusion („zu“) viel zu konsumieren, allenfalls dafür gar noch Schulden einzugehen. Das illusorische Gebäude könnte dann schlagartig einstürzen, und man würde in eine Crash-induzierte Rezession gestürzt. Tönt als Horror-Story gut, unterstellt aber implizit, dass es ein objektiv feststellbares „richtiges“ Kursniveau gebe, und unterstellt zudem, dass eine Mehrzahl von Menschen nicht in der Lage sei, im eigenen und besten Interesse zu entscheiden. Als ob die Millionen und Abermillionen von täglichen Kauf- und Verkaufsentscheidungen nicht von gleichermaßen zurechnungsfähigen Investoren und Desinvestoren gefällt würden, die ihrerseits kaum Lust haben, auch nur einen Cent zuviel zu bezahlen oder zuwenig zu erhalten.

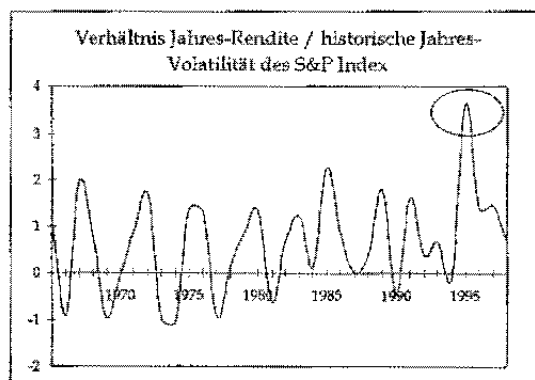
### 3. Der Reiz von Zuwachsraten und von Quotienten

Wo alles sich bewegt, müssen auch Masse gefunden werden, welche nicht irgendwelche zufälligen Niveaus, sondern welche die Bewegung, ihre Geschwindigkeit, ihre Beschleunigung, ihr gegenseitiges Verhalten beschreiben. Ein Old Timer in einem Museum ist etwas anderes als ein Opel Ascona im Vorortquartier, und nochmals etwas anderes ist ein ausser Kontrolle geratener Ferrari in einer Haarnadelkurve. Das Tachometer gibt bis zu einem gewissen Grade die spezifische Charakteristik der Vehikel wieder. Der Wahrheit näher käme ein Beschleunigungsmesser, wie ihn die Kampfjets aufweisen, und definitiv optimale Information würde ein Instrument liefern, das Geschwindigkeit, Beschleunigung und Fahrverhalten des Gefährts miteinander in Beziehung brächte.

Genau das bezwecken Indikatoren der Finanztheorie, die das dynamische Verhalten von Finanzvehikeln oder auch von ganzen Märkten beschreiben sollen. „Rendite“ ist ein solches Mass und gibt das (positive oder negative) Wachstum einer Finanzanlage während einer bestimmten Zeitperiode wieder. „Risiko“ ist ein anderes Mass, das ge-

wissermassen die übliche Bandbreite des Schleuderkurses eines Instrumentes auf seinem Renditepfad beschreibt. Beide Masse stehen insofern in Beziehung zueinander, als der Renditepfad steiler auszufallen pflegt, je breiter die Bandbreite des Schleuderkurses sein darf. Wird sie einmal zu breit, dann gibt es allerdings auch Situationen à la Ferrari in der Haarnadelkurve – regelrechte Ausfälle.

Wir sind nun dezidiert der Ansicht, dass es für den Anleger sinnvoller ist, statt über erreichte zu hohe oder zu tiefe Niveaus zu sinnieren, sich dieser verschiedenen Geschwindigkeits- und Beschleunigungsmassen anzunehmen. Seine Anlagestrategie also weniger auf statische Ziele, die ja immer wieder überholt sein werden, auszurichten, als vielmehr die für ihn richtigen Charakteristiken von Vehikeln zu finden. Dem einen seinen Ferrari, dem andern lieber einen Ascona, wenn's unbedingt sein muss.



Quelle: Bloomberg/eigene Darstellung

Die dynamische Betrachtung fördert denn auch in bezug auf das offenbar so übertriebene Kursniveau an den Aktienbörsen deutlich Differenzierteres zutage als der nackte statische Chartismus. Wir haben die in den letzten dreissig Jahren erzielten Renditen an der amerikanischen Aktienbörse untersucht und sie dem jeweiligen Risiko gegenübergestellt, mit dem sie jeweils erzielt werden konnten. Das Resultat ist eindeutig: Es gab während dieser Zeit *einen einzigen* Zeitraum von klaren Überrenditen. Während dieser *einen* Periode konnte mit relativ tiefer Risikonahme („wenig Schleuderkurs“) übermässig viel verdient werden. Das war die Zeit von 1995/1996. Gemessen an der heute herrschenden Volatilität der Kurse, dem erratischen Auf und Ab also, hat Wall Street in diesem Jahre mit den rund 7 Prozent seit Anfang 98 relativ wenig hergegeben. Mag das Niveau des Dow Jones-Indexes

noch so hoch sein: Die *diesjährige Rendite* ist eher *unter-* als *übernormal*. Bereits 1997 war der Zuwachs, gemessen am Risiko, das der Anleger eingehen musste, nicht mehr „übertrieben“.

Langfristig und im Durchschnitt darf der Anleger für die Hingabe von Eigenkapital mit einer Rendite von etwa 10 Prozent p.a. rechnen. Und er muss normalerweise für diese schöne Zuwachsrates im aufwärts-treibenden Wogenmeer mit vorübergehenden Verlusten zwischen 10 und 20 Prozent rechnen. Dann und wann wird ihn auch einmal ein tiefer Absturz ereilen; hat er Zeit, kann er wieder mit einem baldigen Anstieg rechnen. Schlafstörungen gehören zum Unternehmertum, und man kann dem Aktionär diese Charakteristik seines unternehmerischen Engagements nicht ersparen.

Unsere fast stoische Ruhe bei allen Warnungen vor einem möglichen Absturz in alle denkbaren Gletscherspalten basiert auf diesem beschriebenen Muster. Auf die Länge ist die Aktienanlage in jedem Falle die beste Variante, und deshalb reduzieren wir auch nicht so bald irgendwelche Prozentsätze in unserer ohnehin ziemlich konservativen Anlageempfehlung. Blindlings tun wir dies nun allerdings auch wieder nicht. Was es in jedem Fall zu verhindern gälte, wäre die Umkehrung der Vorzeichen der Jahre 95 bis 97: Anhaltend zu tiefe (sprich: negative) Renditen bei allzu hoher Risikonahme durch den Aktionär.

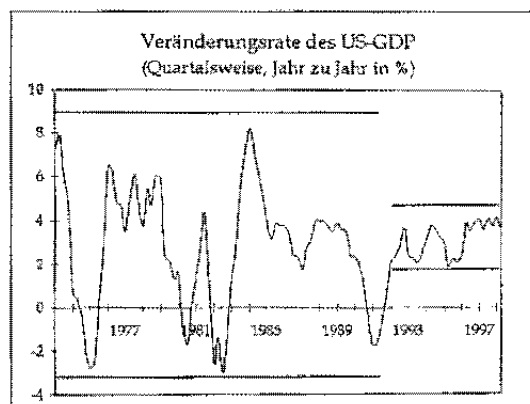
#### 4. Die Drei-Faktoren-Theorie

Es fragt sich deshalb, was den Aktionär in den Jahren 95/96 in den USA und in den Jahren 96/97 in Europa ohne grosse Risiken so massiv verdienen liess. Es sind dies die wirtschaftlichen Phänomene, die normalerweise zur Erklärung des hohen Kursniveaus herangezogen werden. In „unserer“ dynamischen Welt wollen wir die beschriebenen Überrenditen zu erklären versuchen und uns hernach die Frage stellen, ob diese Erklärungen in hinreichender Weise Auskunft geben über mögliche Renditen und Risiken in der Zukunft. Das allein interessiert uns ja letztlich.

Aus unserer Sicht sind es drei Faktoren, welche die Kursanstiege an den Aktienbörsen der westlichen Industrieländer in den letzten Jahren im wesentlichen getragen haben:

- Die Abnahme der Schwankungen in den Konjunkturzyklen.
- die Bedeutungssteigerung der Finanzmärkte
- und die deflationäre monetär-konjunkturelle Entwicklung.

Der *erste Faktor* der *stark gesunkenen Schwankungen im Wirtschaftswachstum* der betreffenden Länder wird viel zu wenig beachtet. War in den Siebziger- und Achtzigerjahren eine rasche Abfolge von Hochkonjunkturphasen und Rezessionen die Regel, so hat sich das Geschehen weitgehend beruhigt. Zwei Hauptgründe stehen hinter dieser Entwicklung: Zum einen die eindeutige Verbesserung der Geld- und Fiskalpolitik in den letzten 5 bis 8 Jahren, zurückzuführen auf den Siegeszug monetaristischer Anschauungen und finanztheoretischer Konzeptionen wie auch auf die von uns schon vor langer Zeit postulierte Wächterfunktion der Finanzmärkte über die Notenbanken. Geld- und konjunkturpolitisches Stop-and-Go ist unter diesen neuen Rahmenbedingungen schwierig und deshalb unwahrscheinlich. Zum andern sind es technologische Veränderungen, welche die produzierende Welt verändert haben. Es ist ganz einfach nicht mehr notwendig, so grosse Lager aufzubauen, wie dies früher der Fall war. Lageraufbau und Lagerabbau sind ja typisch zyklische Tätigkeiten und führen, wenn sie genügend synchron verlaufen, zu einem steten Auf- und Abschwellen der konjunkturellen Tätigkeit. Die moderne Kommunikationstechnologie hat ganz klar glättende Wirkung. Lager sind kapitalintensiv - fällt ihre Notwendigkeit weitgehend dahin, so glätten sich auch die monetären Bedürfnisse; die Kreditnachfrage verstetigt sich.



Quelle: Bloomberg/eigene Darstellung

Weniger Auf und Ab und mehr konjunkturelle Vorausschaubarkeit bedeuten für die Unternehmungen nichts anderes, als dass ihre Investitionstätigkeit auf eine längerfristige Basis gestellt werden kann, ja, dass gewisse längerfristige Investitionsvorhaben überhaupt erst umgesetzt werden können. Die Investitionswelle der frühen Neunzigerjahre in den USA und einiges später nun auch in Europa bestätigt die Richtigkeit dieser These. Die Folge ist klar: Wo erfolgreich und langfristig investiert wird, erhöht sich auch die Produktivität, die Unternehmungen werden profitabler, ihr Wert nimmt aufgrund erhöhter künftiger Cash-Flows zu. Es gibt also einen sehr realen Grund, weshalb die Aktienkurse in den letzten paar Jahren dermaßen steil ansteigen mussten.

Aus unserer Sicht erscheint dieser erste Faktor am wenigsten gefährdet. Nichts spricht dafür, dass die monetäre Disziplin, zumindest in Ländern, wo Disziplin und Kontrolle etwas bedeuten, auf einmal wieder schwinden sollte. Noch weniger besteht Grund zur Annahme, dass die „just-in-time“-Verfahren plötzlich wieder von der Bildfläche der Realwirtschaft verschwinden sollen. Diesen Teil des Strukturwandels können wir im wesentlichen abhaken.

Der zweite Faktor kann am besten mit *Bedeutungssteigerung der Finanzmärkte* umschrieben werden. Schon rein quantitative Überlegungen zu den gehandelten Volumina an den wichtigsten Börsen zeigen die erhöhte Bedeutung der Finanzmärkte im Vergleich zu den Gütermärkten auf. Sehr augenfällig ist auch die Abwendung des Publikums von den Immobilien hin zu Finanzanlagen – weg von der „Substanz“ hin zur Rendite. Weniger offensichtlich, im Effekt aber vermutlich kaum zu überschätzen, ist die Volumensteigerung an den Märkten für Derivate und in derivativen Instrumenten ganz allgemein. Es sind ja nicht nur solche Märkte wie z. B. die Soffex in den letzten Jahren erst entstanden. Vielmehr haben sich neue, spontane Märkte gebildet. Am Bildschirm und im eigentlichen Over-the-Counter-Handel wird heute vermutlich ein vielfaches dessen gehandelt, was über „offizielle“ Börsen fließt.

Dieser Quantensprung an den Finanzmärkten hat in zweierlei Hinsicht seine Wichtigkeit. Erstens haben sich dadurch Risiken, die früher ganz eindeutig auf der Seite der

Realwirtschaft getragen werden mussten, auf die Seite der Finanzmärkte verschoben. Diese Risiko-Reallokation entlastet die Realwirtschaft in hohem Masse. Kein Farmer im mittleren Westen, der seine künftige Ernte nicht durch Futures oder Optionen an den Warenterminmärkten absichern würde. Kein Ölimporteur, der nicht dann und wann den Erdölpreis derivativ fixieren würde. Kein Hauseigentümer, der nicht über eine Fixierung der Hypothekarzinsen nachdenken würde. Die derivativen Märkte erobern immer neue Gebiete. Heute spricht man bereits über Elektro-Optionen und -Futures, die zum Tragen kommen können, wenn in Europa die Deregulierung des Strommarktes Wirklichkeit wird. Durch die Möglichkeit, Risiken aus der Realwirtschaft in die Finanzwirtschaft umzuverteilen, wird die Realwirtschaft wiederum planbarer. Der Wertsteigerungseffekt liegt auf der Hand.

Die zweite Folge der Volumensteigerung sollte auch nicht übersehen werden. Die Mikroökonomie lehrt, dass Angebot und Nachfrage im Preis ihr Gleichgewicht bilden. Steigt eine Nachfrage namhaft, dann hat dies auf den Preis eine steigernde Wirkung. Wir vermissen in der Diskussion um die „asset inflation“ diesen einfachen preistheoretischen Ansatz. Es ist u. E. doch einfach logisch, dass ökonomische Güter wie z.B. Aktien von Firmen, die sich aus irgendwelchen Überlegungen im Vergleich zu andern ökonomischen Gütern wie Immobilien, einer stark steigenden Nachfrage erfreuen, relativ teurer werden müssen. Das hat per se doch nichts Inflationäres an sich!

Der zweite Faktor des Strukturwandels erscheint uns ebenfalls ziemlich ungefährdet. Die Reallokation von Risiken aus der Realwirtschaft in die Finanzmärkte ist nicht umkehrbar. Und überall auf der Welt, wo dieser Prozess noch nicht richtig funktioniert – daran kranken vermutlich die Emerging Markets am meisten –, dort wird in Zukunft die gesamte wirtschaftliche Wertschöpfung enorm leiden.

Bleibt der dritte Faktor zu diskutieren. Es ist der *monetär-konjunkturelle*. Der oben (im ersten Abschnitt) beschriebene Zinsabschwung in den Hauptwährungen der Welt ist ja wirklich unübersehbar und einmalig. Dergleichen ist auch der Rückgang der Inflationsraten in den entsprechenden Ländern einmalig. Wir haben uns bereits in vielen Anlagekommentaren zu den wahrscheinli-

chen Gründen für diese Entwicklung geäußert. Die Kombination der folgenden, einmaligen Phänomene haben zu dieser Entwicklung geführt: a) die enormen Produktivitätssteigerungen infolge des Technologieschubs, mit der Folge eines Nachfragerückgangs in gewissen Sektoren des Arbeitsmarktes, b) eine ebenso enorme Steigerung auf Seite des Angebotes wenig qualifizierter Arbeit infolge der weltweiten Öffnung nach dem Zusammenbruch des bipolaren Systems, c) die Möglichkeit, global den besten Produktionsstandort wählen zu können sowie d) die massiv verringerte Möglichkeit des Politapparats und der Notenbanken zur Inflationierung des monetären Systems.

Dass bei tiefer Inflation und tiefen Zinsen Anlageobjekte mehr wert werden, ist aus zwei Gründen völlig einsichtig: Erstens ist es rein finanztheoretisch logisch, dass der Gegenwartswert künftiger Erträge (und darum handelt es sich ja bei einer Unternehmung) steigt, wenn man einen tieferen Zinssatz zum Diskontieren anwendet. Ja, diese Wertsteigerung wird um so ausgeprägter, je tiefer der Zinssatz ist. Der zweite, damit zusammenhängende Effekt ist vermutlich noch wichtiger. Je tiefer die Zinsen, um so relevanter werden für die Unternehmungen Erträge, die weiter in der Zukunft liegen. Der notwendige Planungshorizont wird durch tiefe Zinssätze entscheidend verlängert. Die nachhaltig tiefen Zinsen haben die wirtschaftlichen Strohflecken im Prinzip verdrängt (nur hat das leider in der hiesigen Shareholder-Value-Diskussion noch niemand bemerkt); dass dies einen wertsteigernden Effekt hat, steht ausser Frage.

Nicht ausser Frage steht allerdings, ob dieses „low inflation - low interest rates“ Szenario auf die Länge anhalten kann bzw. was seine Gefährdungen denn sein könnten. Denn eines steht wiederum ausserhalb jeden Zweifels: Ein Ende der Tiefzinsphase wäre sicherlich Gift für die an den Aktienmärkten zu erzielenden Renditen.

##### 5. Auslöser von Schlafstörungen

Tiefe Inflationsraten und tiefe Zinsen sind vorab monetäre Phänomene, das heisst, sie hängen ursächlich mit Angebot und Nachfrage von Geld zusammen. Ein Blick auf die Geldmengenaggregate der relevanten Länder zeigt nirgends irgendwelche alarmierenden Zustände auf. Von saisonalen Schwankungen

abgesehen überschießt weder ein Geldmengenwachstum, noch wird ernsthaft versucht, mangelndes Wachstum durch noch tiefere Zinsen zu stimulieren. Die Finanzmärkte wachen mit Sperrberaugen über das Wohlverhalten der Notenbanken, und selbst die in dieser Hinsicht wohl am meisten gefährdete Europäische Zentralbank wird sich dem Diktat der Märkte nicht entziehen können, ganz im Gegenteil: Zu Beginn des Euro werden alle Augen auf Frankfurt gerichtet sein. Allein das Wissen darum hat seine disziplinierenden Wirkungen. Wir schätzen die Gefahr monetärer Unruhen aus diesem Winkel momentan für relativ gering ein.

Ein etwas ungutes Gefühl haben wir mit Blick auf Japan. Die kürzlich erfolgte weitere Abwertung des Yen durch die internationalen Devisenmärkte zeigte deutlich auf, dass niemand so recht daran glauben mag, dass die Japaner in der Lage sind, rechtzeitig die (schmerzhaften) richtigen Massnahmen zur Gesundung des Systems zu ergreifen. Sicherlich nicht unter der gegenwärtigen Regierung Obuchi. Es kann hier nicht darum gehen, eine umfassende Analyse des japanischen Desasters zu liefern. An unserer seinerzeitigen Darstellung vom Dezember 1997 (Anlagekommentar Nr. 184) hat sich im Grunde nicht viel geändert. Eines ist klar, was auch immer geschehen wird oder muss: Das japanische Bankensystem wird noch einmal gewaltig unter Druck geraten. Denn wenn gegebenenfalls der gesamte Hongkonger Immobilienmarkt wegschrumpft, dann schrumpfen auch die Aktiva der am meisten exponierten japanischen Banken in extremem Masse.

Bankenkrisen rufen nach Liquidität. Im Falle Japans zuerst einmal nach japanischer, nach Yen-Liquidität. Es ist aber ein durchaus denkbares Szenario, dass der japanische Bankenfall auch eine Liquiditätswelle in den westlichen Industrieländern erfordert. Wir gehören nicht zu den Angstmachern in Sachen Asienkrise mit Bezug auf das Wirtschaftswachstum der Industrieländer. Asien ist viel zu wenig mit dem Rest der Welt vernetzt; zu hohe Anteile des dort erarbeiteten Sozialprodukts entstehen in der Region selber und werden auch dort wieder verbraucht. Die *Fragilität des japanischen Bankensystems* bildet aber eine *Achillesferse für den Rest der Welt*, und damit muss man wahrscheinlich noch eine Weile leben.



Eine zweitens zu erwähnende Gefährdung von Renditen liegt selbstverständlich in dem Bereich, wo die Renditen überhaupt generiert werden: bei den *Unternehmensgewinnen*. Es gibt in diesem Zusammenhang zwei wesentliche Fragestellungen, die beschäftigen müssen: a) Sind die Unternehmungen auf die Dauer in der Lage, die hohen Gewinnerwartungen zu erfüllen? Oder anders gesagt: Geht der technologische Wandel langsam, aber sicher seinem Ende entgegen, und sind nicht mehr in dem Masse Produktivitätssteigerungen möglich wie vor einigen Jahren? Erodieren die Margen, weil andere nun auch noch Innovationen nachholen und als Konkurrenten nachrücken? Einiges weist darauf hin, dass dies für die amerikanische Firmenwelt zutrifft. Die Gewinnentwicklung ist rückläufig. Dabei muss allerdings berücksichtigt werden, dass diese Aussage vergangenheitsbezogen und statisch ist und wenig Bedeutung für die künftige Ertragslage hat. Wichtiger scheint uns b) die Frage, ob die Anreizmechanismen innerhalb der Unternehmungen so ausgelegt sind, dass bezüglich der langfristigen, nachhaltigen Ertragslage die Weichen richtig gestellt werden (wie oben dargelegt, sind ja die langfristig zu erzielende Cash-Flows bei anhaltend tiefen Zinsen so entscheidend wichtiger als bei einem hohen Zinsniveau). Begünstigen aufgrund der momentanen Gewinnsituation errechnete, horrend Bonuszahlungen an das Management tatsächlich die nachhaltig richtige Planung? Wir glauben, und das wird dann Thema eines eigens dafür ausgelegten Anlagekommentars sein, dass sich bei anhaltend ruhigem monetärem Umfeld diesbezüglich Spreu und Weizen bald einmal trennen müssten. Eine Renditegefährdung geht von seiten mangelnder Nachhaltigkeit in der Ertragslage von Unternehmungen aber alleweil aus.

Bleibt ein letzter Gefährdungsbereich zu diskutieren, nämlich die Möglichkeit allgemein destabilisierender Faktoren, wie sie uns durch die jüngsten Terroranschläge in Nairobi und Dar es Salaam und die amerikanischen Kanonenboot-Gegenschläge drastisch vor Augen geführt worden sind. Es liegt sicherlich auf der Hand, dass die weltumspannende „Pax Americana“ mehr und mehr Anfechtungen ausgesetzt sein wird. Noch jedes Machtmonopol wurde irgendwann einmal in Frage gestellt. Je umfassender und anmassender der amerikanische Machtanspruch wird, desto schneller dieser

Prozess. Die zeitgeschichtliche und politische Seite dieses Fragenkomplexes ist äusserst interessant. Wir glauben aber nicht, dass es angebracht ist, sich deswegen mehr oder weniger weit an den Finanzmärkten zu exponieren oder sich gar völlig zurückzuziehen. Vermehrte Unsicherheiten im globalen Kontext werden sich in erhöhten Risikoprämien niederschlagen, wie wir sie in Europa im Angesichte aller möglichen politischen Probleme im Integrationsprozess ja sattsam kennen. Höhere Risikoprämien sind gleichbedeutend mit tieferen Aktienkursen - Jelzin und Lewinsky haben durchaus ihre Spuren an den Märkten hinterlassen.

## 6. Zurück in der Normalität

Nach all dem Gesagten bleibt eigentlich nur eine Feststellung: Offensichtlich haben wir die schönsten, problemlosesten Zeiten, in denen mit tiefer Risikonahme sehr grosse Renditen an den Aktienmärkten eingefahren werden konnten, hinter uns. Wir gleiten zurück in die Normalität, wo hohe Risikonahme mit hohem Return entschädigt wird, aber auch Ausfälle und schmerzliche Verluste sehr wohl denkbar sind. Eine Normalität aber auch, wo ohne Risikonahme mit dem besten Willen nichts zu haben ist. Der Anleger kommt nicht darum herum, sein eigenes Risikoprofil zu bestimmen und seine Renditevorstellungen zu definieren. „Soviel als möglich“ ist kein Renditeziel mehr. „Soviel als vertretbar“ muss es heissen!

Die aktuelle Welt ist hypernervös und reagiert auf jegliche positive oder negative Nachricht mit groben Ausschlägen. Entsprechend hoch sind die Prämien, mit denen der Eigentümer von Aktien für das Halten des Risikos entschädigt wird. So haben wir kürzlich ein strukturiertes Produkt emittiert, das für den (eventuellen) Erwerb der amerikanischen Aktie Worldcom in einem Jahr eine Entschädigung von mehr als 20 Prozent p.a. entrichtet. (Die Detailspezifikationen dieses Produkts sind aus dem gelben Teil „Anlagepolitik“ ersichtlich). Hohe Volatilitäten und relativ geringer gewordene Renditeaussichten im Unternehmensbereich sind ideale Voraussetzungen für unsere Linie der Money-or-Market (MOM®)-Produkte. Dies nicht im Sinne eines Werbeslogans, auf dessen Niveau sich der Wegelin-Kommentar niemals hinabliesse, sondern lediglich als Feststellung.

KH, 24.8.98