

23. August 1999

Aktien in allen Lebenslagen

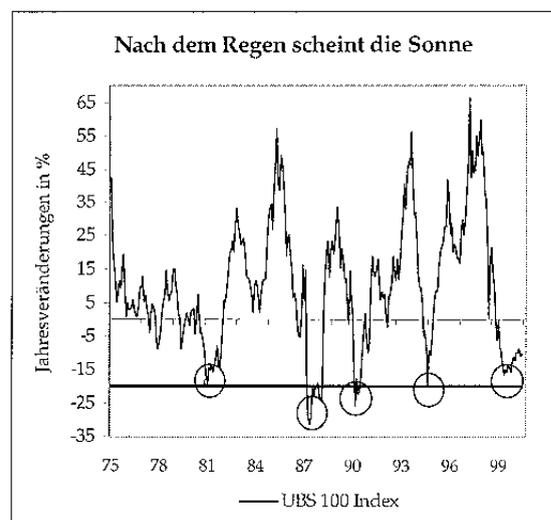
1. Empfehlungen zur Unzeit?

Die Schweizer Börse hat innert Jahresfrist, das heisst zwischen Juli 1998 und August 1999, fast 20 Prozent verloren. Weil sich die meisten Analysen und Performance-Berechnungen jeweils auf das Jahresende als Stichtag beziehen, fällt die auch im historischen Vergleich ziemlich ernüchternde Entwicklung nicht so sehr auf. Bei einzelnen Titeln würde der Jahresvergleich noch ungünstiger ausfallen; stolze Namen wie Zürich, Novartis und UBS sind zu Problemfällen in den Portefeuilles geworden. Das Nullsummenspiel seit Jahresbeginn wird vorderhand mit Achselzucken zur Kenntnis genommen. Falls allerdings der Seitwärtsgang bis Jahresende anhielte oder sich die Situation gar noch etwas verschlechterte, wäre man aber der langen Gesichter gewiss.

Es mag deshalb etwas wagemutig erscheinen, einen ganzen Kommentar der Aktienanlage zu widmen. Zwei Gründe lassen aber die Bedenken in den Hintergrund treten. Erstens weiss man ja, dass Aktien im Vergleich zu alternativen Anlagen, beispielsweise im festverzinslichen Bereich, im Durchschnitt und längerfristig eine höhere Rendite abwerfen. Dies allerdings zum Preis eines höheren Risikos. Wenn sich nun von Zeit zu Zeit dieses Risiko manifestiert, dann bestätigt sich eigentlich nur die Charakteristik des Anlageinstruments, und es kann deshalb nicht sein, dass man gerade dann das grundsätzliche Interesse daran verliert.

Zweitens ist es auch eine handfeste statistische Beobachtung, die es uns als angezeigt erscheinen lässt, gerade jetzt über Aktien, mithin auch über Schweizer Aktien, zu sprechen. Die Erfahrung zeigt nämlich, dass die hiesige Börse nach jedem Jahr-zu-Jahr-Verlust von etwa 20 Prozent darnach in schöner Regelmässigkeit mit klar überdurchschnittlichen Renditen aufwartete. Das Ar-

gument mag zwar etwas stark nach Chartismus riechen und den ökonomischen Leser der reinen Sorte möglicherweise ärgern. Um allfälligen Vorwürfen des Alchimismus zu entgehen, werden wir deshalb weiter unten auch noch ein, zwei Begründungsversuche nach ökonomischen Gesichtspunkten vornehmen, die ein solches Verhaltensmuster als zumindest nicht ganz unwahrscheinlich erscheinen lassen.



Quelle: Dr. G. Landert; eigene Darstellung

Wie auch immer: Es könnte durchaus sein, dass das Timing, um über Aktien zu sprechen, gerade darnicht so schlecht ist, wenn bei der Allgemeinheit deutliche Zeichen der Frustration zu erkennen sind. Man nennt dies antizyklisches Verhalten.

2. Zurück zur Normalität

Die sorgfältige Analyse der Finanzmarktdaten der letzten 18 Monate weist unseres Erachtens immer deutlicher darauf hin, dass wir es im letzten Herbst mit einem krisenhaften Sonderereignis zu tun hatten, aus dem sich nun die Weltwirtschaft und damit auch die Finanzmärkte wieder zurück zur Normalität bewegen. Bekanntlich sackten im Verlaufe der Krise beispielsweise die Nominalzinsen in sämtlichen Hauptwährungen in

beinahe absurde Tiefen ab. Dies, weil einerseits viele Anlagen unter Inkaufnahme von respektablen Abschlägen (man erinnere sich noch an Kurse der Credit-Suisse-Aktie von sage und schreibe 138 Franken...) in Liquidität gewandelt wurden, und weil andererseits die Notenbanken zusätzliche Liquidität schufen, um das Bankensystem vor der Notwendigkeit weiterer Liquidierungsmassnahmen bei ihren Kunden zu bewahren.

Wenn nun in den letzten Monaten steigende Renditen an den Obligationenmärkten zu beobachten waren (und die sicherheitsorientierten Bondanleger auf ihren Positionen entsprechende Verluste erlitten), dann muss das nicht vorschnell als Anzeichen von neuen Inflationsängsten interpretiert werden, sondern kann durchaus mit Gelassenheit als Rückkehr zu einem dem Wirtschaftswachstum und der Angebots- und Nachfragesituation gerecht werdenden Preisniveau für Geld und Kapital zur Kenntnis genommen werden. Zurück zur Normalität, nicht mehr und nicht weniger.

Ähnliches zeigt sich ja auch bei den Währungsrelationen. Die Hauptwährungen bewegen sich wieder in relativ engen Bandbreiten, und die Währungsvolatilitäten haben sich deutlich zurückgebildet. Einzig die Kursbewegungen des Yen, der gegenüber dem Dollar und den europäischen Währungen zur Stärke neigt, mögen nicht ganz in das Bild der allgemeinen Beruhigung passen.

Die 98er Krise hinterlässt denn auch in bezug auf die konjunkturelle Entwicklung eher eine Kerbe denn eine Trendwende. Die Rückkehr zu markantem Wachstum und damit zur Normalität ist zum Beispiel gerade im fernöstlichen Raum erstaunlich rasch erfolgt. Mit der Ausnahme von Indonesien, wo vor allem die politische Verfahrenheit eine ernstzunehmende Investitionstätigkeit verhindert, weisen fast alle Länder der Region Wachstumszahlen von wieder mehr als 4 Prozent (p.a.) aus. Der Einbruch in der Exporttätigkeit europäischer Firmen in den Fernen Osten scheint auch durchlitten zu sein, und das Zahlenmaterial normalisiert sich wieder. Entsprechend können die Wachstumsprognosen für Europa, wenn auch vorsichtig, um etwa $\frac{1}{2}$ bis 1 Prozent auf etwa $2\frac{1}{2}$ Prozent angehoben werden. Das erstaunlichste Phänomen schliesslich: Auch nach der Finanzmarktkrise wächst die amerikanische Wirtschaft unaufhaltsam und praktisch inflationsfrei.

Nun wäre es allerdings völlig falsch, angesichts dieser doch recht beruhigend stimmenden Rückkehr zur Normalität das Ausmass der Krise vom Herbst 98 und deren Auswirkungen auf bestimmte Mechanismen der Weltwirtschaft und der Finanzmärkte zu unterschätzen. Der Schein trügt nämlich. Zwar sind viele Indikatoren und viele Preise (wie Zinsen, Währungsrelationen und Aktienkurse) mehr oder weniger wieder dort, wo sie einmal waren. Dennoch zeigt sich ein genereller Trend zu mehr Vorsicht und mehr Selektivität, was vor der Krise überhaupt nicht zu beobachten war. Die Stimmungswechsel sind abrupt und in ihren Auswirkungen oft recht brutal.

3. Darwinistische Welt

Bekanntlich lief unsere Interpretation der Krise vom Herbst 98 darauf hinaus, dass das plötzliche Zusammenbrechen des (zu weiten Teilen vermeintlichen) Garantie-Gebäudes des Internationalen Währungsfonds (IMF) eine Vielzahl von Investitionen in risikoreiche Länder und Anlagen in völlig neuem Lichte erscheinen liess und zu einer rigorosen und abrupten Neubewertung führte. Diese Interpretation wird heute von den meisten Analytikern geteilt. Wir prognostizierten damals ein vermehrtes Trennen der Spreu vom Weizen und meinten damit vor allem Direktinvestitionen in die genannten Länder und Währungen.

Nun stellt sich heraus, dass deutlich erhöhte Vorsicht und Skepsis nicht nur Schwellenländer und die mit ihnen verbundenen risikoreichen Anlagen betreffen, sondern dass diese Mentalität auch und vor allem in den Aktienmärkten um sich greift. Die Bewertungsdifferenzen zwischen einzelnen Titeln sind ganz enorm geworden; was man früher in einzelnen Nebensegmenten des Marktes feststellen konnte, wird zur Gewohnheit im Bereich absoluter Blue Chip-Werte. Auf Aktien wie Novartis oder Schweizer Rück konnte man in diesem Jahr zwischen 16 und 18 Prozent verlieren. Im gleichen Zeitraum verdiente man mit ABB oder mit Adecco zwischen 56 und 32 Prozent. Nun sind mit Sicherheit weder Novartis und Schweizer Rück Patienten auf dem Sterbebett, noch sind ABB oder Adecco gänzlich ohne Fehl und Tadel. Aber das Haar in der Suppe bei den einen und die zugegebenermassen überzeugenden Charakteristiken bei den andern fallen bei weitem stärker ins Gewicht, als sie

es je vor der Finanzmarktkrise vom letzten Jahr getan hätten.

Selektivität in der Schweiz ...

Gewinner	in %	und Verlierer	in %
ABB	+56	Novartis	-16
Swatch (Inh.)	+36	Swiss Life	-17
CS Group	+31	Swiss Re	-18

Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Diese Hinwendung zu mehr Selektivität gilt nicht nur für den Schweizer Markt, sondern auch im gesamteuropäischen Bereich und in den USA. Zu beobachten ist auch, dass ganze Branchen zeitweise sozusagen unter die Räder kommen und mit extremen Abschlügen neu bewertet werden. So haben sich kürzlich innert weniger als Monatsfrist die Kurse für bestimmte Internetaktien beinahe halbiert. Man könnte dies mit dem Hinweis auf die Übertreibungen zuvor und auf die mangelnden Erfahrungen in diesem völlig neuen Segment abtun. Nur: die Bewertungsdifferenzen im klassischen Blue Chip-Bereich sind oft nicht viel weniger deutlich.

... in Europa ...

Gewinner	in %	und Verlierer	in %
Elf Aquitaine	+74	Glaxo	-21
Philips	+64	Aegon	-21
Nokia	+51	Allianz	-18

Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

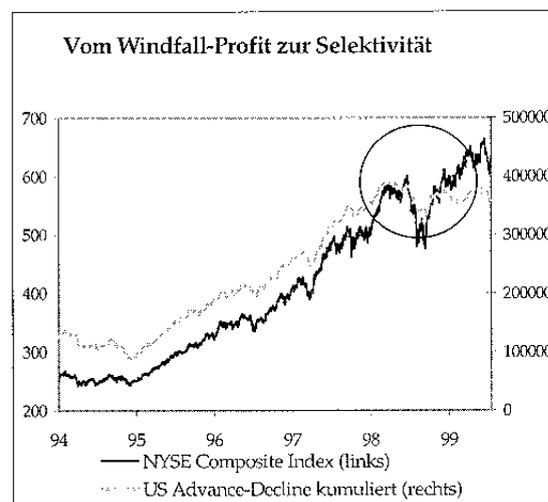
...und auch in Amerika

Gewinner	in %	und Verlierer	in %
Alcoa	+74	Philip Morris	-31
Union Carbide	+51	Cola	-13
Hewlett-P.	+49	Merck	-11

Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Erhöhte Skepsis, zwei- und mehrmaliges Hinschauen, bevor man sich zur Hingabe von Geld entscheidet: dieses Phänomen ist neu und muss deshalb genauer untersucht werden. Die nebenstehende Grafik zeigt die Entwicklung des breitgefassten Indexes der New Yorker Börse (NYSE Composite Index) sowie den Verlauf der Anzahl von Kursgebern und Kursverlierern an derselben Börse (sog. Advance/Decline Index, kumuliert) auf. Während der gesamten Börsenhausse seit 1992 und bis zur Finanzmarktkrise 1998 bewegten sich die Kursge-

winner mehr oder weniger mit dem Index. Das bedeutet nichts anderes, als dass der gesamte Markt sich in seiner ganzen Breite sozusagen nach oben bewegte. Titelspezifische Einzelbewegungen waren, aus dieser aggregierten Sicht, relativ bedeutungslos. Seit dem Herbst 98 hat sich dies ganz klar geändert. Zwar stieg und steigt der Index nach wie vor, aber die Zahl von deutlichen Tiefer- und deutlichen Höherbewertungen ist gestiegen; die Marktbreite hat abgenommen.



Quelle: GL Research

Das bedeutet nichts anderes, als dass das Kapital in sehr schneller Abfolge und für den Betrachter möglicherweise auch auf oft nicht ganz nachvollziehbare Weise neu alloziert wird. In jeder Stunde, jeder Minute werden Unternehmungen, die durch Strategie, Produktlinie, Forschung und Entwicklung, Marketing, Ertragslage, Bilanzstruktur usw. zu überzeugen vermögen, mit Kapital belohnt, andere mit Abflüssen bestraft. Man nennt dies Markteffizienz. Und das Bemerkenswerte: Diese Effizienz findet nicht nur in den mikroökonomischen Lehrbüchern statt, nein, sie ist real existierend.

4. Ende der No-Brains-Phase

Rückblickend muss man als Finanzmarktbeobachter und Anlageberater ehrlicherweise gestehen, dass man in einer Marktverfassung, wie sie bis zum Sommer 1998 geherrscht hatte, eigentlich fast nichts falsch machen konnte. Man musste nur einigermaßen diversifiziert in Aktien investieren, und wenig später war man reicher. Ein wesentlicher Grund für dieses relativ problemlose „Reicherwerden“ lag im globalen Zinsabschwung und im Verschwinden namhafter Inflationsprobleme in den wichtigsten Län-

dern der Weltwirtschaft. Ein sozusagen fortgesetzter „Windfall-Profit“ machte die Aufgabe einfach und angenehm (und hat, unter uns gesagt, auch manche unbedarfte Gestalten zum Mitwirken eingeladen, fürs Mitmachen belohnt).

Seit Herbst 1998 *sind* nun aber die Zinsen tief, *ist* die Inflation auf einem tiefen Niveau, *haben* sich die Bewertungen der Unternehmungen diesen makroökonomischen Gegebenheiten angepasst (d.h. sind *generell* höher geworden). Diese Entwicklungen erfolgen kein zweites Mal mehr. Was jetzt zählt, sind die Ertrags- und Wachstumsaussichten der Unternehmungen. Und weil hinter den Unternehmungen Menschen stehen, die je nachdem gescheiter oder weniger clever sind, die je nachdem mehr oder weniger vorausblickend handeln, die bessere oder weniger überzeugende Führungsqualitäten aufweisen, geschehen jetzt, nach gehabtem Manna aus dem makroökonomischen Himmel, Kapitalverschiebungen nach dem mikroökonomischen Prinzip von Angebot und Nachfrage. Was immer wieder übersehen oder unterschätzt wird, ist, wie gesagt, die enorme Effizienz, die an den heutigen Finanzmärkten herrscht. „Effizienz“ war früher ein Thema für mikroökonomische Lehrbücher. Heute ist sie tägliche Wirklichkeit.

Die No-Brains-Phase ist deshalb in zweierlei Hinsicht vorbei. Auf der einen Seite kommt der *Anleger* nicht darum herum, sich zu überlegen, weshalb er wem sein Geld zur Verfügung stellt. Mit der reinen Indexierung oder der wahllosen Random-Walk-Investition können keine Windfall-Profits à la Neunziger Jahre mehr erwartet werden. Der gezielten Anlage, für die nach klaren und überzeugenden Kriterien eine Auswahl getroffen wird, kommt in einem solchen Umfeld eine wesentlich höhere Bedeutung zu.

Nicht von ungefähr hat unser Bankhaus in den letzten 12 Monaten viel in ein nach quantitativen Gesichtspunkten orientiertes, konsistentes Anlagesystem investiert, um aus dem immens grossen Universum möglicher Anlagen diejenigen herauszufiltern, die unseren Kriterien der nachhaltigen Fähigkeit zu Wachstum und Prosperität standhalten. Die Resultate dieser Arbeiten werden in den kommenden Monaten nach und nach unseren Kunden und Lesern zur Verfügung gestellt. Unter anderem wird der „gelbe Teil“ des Anlagekommentars grundlegend neu

gestaltet werden. In einer ersten Phase investieren wir unseren Aktien-Vorsorgefonds „W2“ gemäss der nach diesem Anlagesystem entstandenen Titelliste.

No Brain – no Gain: Das gilt aber auch für die Gegenseite, für die *Unternehmungen*. Denn wenn die Märkte so klare Präferenzen setzen, so brutal bewerten, über Kapitalzu- und -abflüsse so klare Signale geben, dann bleibt auch das Management der Unternehmungen einem dauernden Druck ausgesetzt. Keine Aktie, die über längere Zeit unbefriedigend notiert, bei der dann nicht recht bald der Ruf ertönen würde, „es müsse jetzt dann etwas geschehen“. In der Schweiz stehen die Manager von Novartis, Ciba Spezial, ja selbst von UBS und Zürich, unter einem klaren Erwartungsdruck.

Es ist naheliegend vorauszusagen, dass auf die Restrukturierungswelle der Neunziger Jahre, die in erster Linie auf die Bereinigung der Kapitalstruktur ausgerichtet gewesen war (stille Reserven nutzbar machen, „Substanz“ in ertragswirksame Aktiven wandeln usw.) eine zweite, viel wesentlichere Restrukturierungswelle folgen wird, in der die Unternehmungen ihre optimale Form und Grösse suchen werden (müssen). Nicht der Zusammenschluss, die Megafusion, wird das Thema dieser Restrukturierungswelle sein, sondern die Portfolio-Optimierung durch Abspaltungen und Zukäufe. Nicht die Säge wird fürderhin das Werkzeug sein, vielmehr das Skalpell. Dieses neue Corporate-Finance-Geschäft wird mehr und mehr durch darauf spezialisierte Firmen aus der Finanzbranche beherrscht werden, was möglicherweise auf den ersten Blick als Raidertum verurteilt, später dann aber als natürliche Notwendigkeit eines liquiden Unternehmungsmarkts angesehen werden wird.

Zweifelsohne werden in dieser Welt neuer Restrukturierungsnotwendigkeiten Unfälle passieren, ganze Firmen auf der Strecke bleiben, soziale Kluften sich auftun. Die Möglichkeit, in grossem Stil Geld zu verlieren, wird für den Anleger sehr realistisch sein. Durch nachvollziehbares Denken zumindest nicht alles falsch zu machen, eröffnet aber auch neue Chancen. Die Frage ist, ob dies genügt, „Aktien in allen Lebenslagen“ zu empfehlen.

5. Aktien – gibt es denn Alternativen?

Es ist nämlich durchaus legitim einzuwenden, dass mit dem Ende der „Windfall-Profit“-Situation des globalen Zinsabschwungs somit auch das Ende der Vorstellungen über „Aktiensparen“, Aktien als Vorsorgevehikel etc. gekommen sei. Jene Vorstellungen hätten sich nur aus der (relativ) risikoarmen Börsenhausse der Neunziger Jahre genährt. In Tat und Wahrheit würden sich Aktien nun aber wieder als gefährliche Instrumente erweisen, die kaum geeignet seien, im Rahmen von Vermögensanlagen eingesetzt zu werden, deren erstes Ziel die Sicherheit sein müsse. Aktien in allen Lebenslagen – das sei ein problematisches Rezept.

In der Tat haben auch wir das Gefühl, es sei an den Finanzmärkten in den letzten 10 Jahren vielen Teilnehmern und vor allem ihren Beratern und Helfershelfern viel zu gut ergangen. Ein Vergleich mit der Situation am Schweizer Immobilienmarkt der Siebziger und Achtziger Jahre ist nicht von der Hand zu weisen: Damals musste man nur möglichst früh ein paar Quadratmeter Land erworben haben, und man war sich des späteren Spekulationsgewinns praktisch sicher. Der Immobilienmarkt zog denn damals auch mächtig an; sogar den Allerdümmsten unter den Immobilienhaien war noch Erfolg beschieden. Bis dann mit den Neunziger Jahren das böse Erwachen kam, das Immobiliengeschäft äusserst schwierig (selektiv!) wurde, und eine Situation entstanden ist, die sich durch ein Nebeneinander höchst werthaltiger und praktisch wertloser Liegenschaften kennzeichnet.

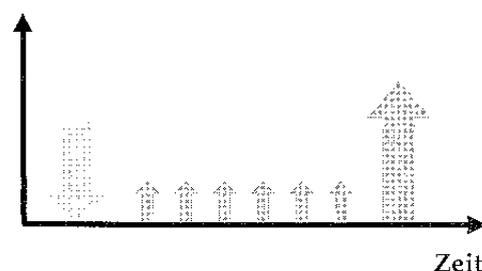
Das Problem der Argumentation gegen Aktien liegt in einer zweifachen ökonomischen Gegebenheit. Denn, erstens, gerade *weil* Aktienanlagen risikoreicher sind, *ist* ihre Rendite auch höher. Eine längerdauernde Fortsetzung der „Windfall-Profit“-Situation der Neunziger Jahre hätte schliesslich die Überrenditen zum Verschwinden bringen müssen. Im Grunde genommen müssen wir also um die nun eingetretene Situation der Selektivität froh sein. Zweitens: Risiko ist in seiner negativen Ausformung meist kurzfristiger oder spezifischer Natur. Etwas salopp gesagt: Wen es in der kurzen Frist bzw. im Einzelfall nicht umbringt, dem tut es in der langen Frist nicht weh. Die lange Haltedauer und das Verhindern von Extremsituationen, in denen der Investor von nur einigen weni-

gen Anlagen (die im Einzelfall halt auch einmal wertlos werden können) abhängig ist, sind die einzigen Rezepte, die Aktienanlagen oder auch andere risikoreiche Anlagen wirklich rechtfertigen. Eine generelle Aussage, ob sich etwas für Vorsorgezwecke eigne oder nicht, lässt sich deshalb nicht ableiten. Die einzige relevante Frage ist, ob man Zeit und/oder genügend Reserven (inkl. Nerven!) hat, um mit Rückschlägen fertig zu werden. „Aktien in allen Lebenslagen“ hängt mit anderen Worten davon ab, zu welchem Zeitpunkt man in welchem Masse Zeit und/oder Reserven zur Verfügung hat, und ist mithin ebenfalls eine Frage des Masses und des Zeitpunktes.

6. Auf die Architektur der Zahlungsströme kommt es an

Im Grunde genommen hat man die Wahl zwischen zwei Arten, zu einem späteren Zeitpunkt in den Genuss von Zahlungsströmen zu gelangen. Entweder sichert man sich für eine bestimmte Zeit voraussichtlich konstante Zahlungsströme, oder man lässt sich Zahlungsströme versprechen, deren Höhe und Regelmässigkeit von verschiedenen Wahrscheinlichkeiten abhängen. Wählt man die erste Variante, ist man also Obligationen gläubiger oder Lohnbezüger, dann muss man einen entsprechenden Renditeverzicht leisten.

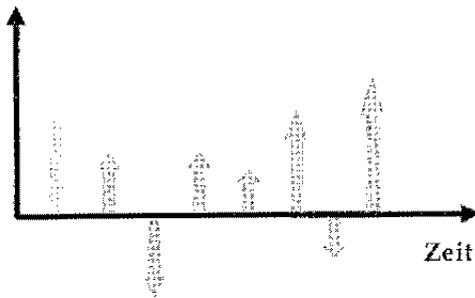
Zahlungsströme einer Obligation



Konstante Zahlungsströme sind etwas im Sinne des Wortes sehr Unnatürliches: Es gibt sie in der Natur praktisch nicht. Alles fliesst und verändert sich, versiegt und schwillt an. Den konstanten Fluss aus dem Reservoir muss man sich erkaufen. Genauso in der Wirtschaft. Für den simpelsten, weil einmaligen, und wahrscheinlichsten, weil in kürzester Zukunft liegenden, Zahlungsstrom des Geldmarktpapiers erhält man weniger Zins als für die schon etwas komplexere Obligation mit ihren gestaffelten Zahlungsströmen

und ihrer längeren, mit erhöhten Ausfallwahrscheinlichkeiten gespickten Laufzeit.

Zahlungsströme einer Aktie



Entgegen vielfach geäußelter Ansichten ist auch die Aktienanlage ein Vehikel künftiger Zahlungsströme. Diese umfassen die Wertschöpfung, welche die Unternehmung zu erarbeiten imstande ist. Da die Wertschöpfung bezüglich Eintreffen und Höhe lediglich wahrscheinlich ist und sich die Wahrscheinlichkeiten über die Zeit verändern, schwanken die Kurse der Aktien. Für den Aktionär schwanken die Zahlungsströme: Zum einen Zeitpunkt sind sie sehr hoch, vielleicht ein Jahr später sind sie negativ, und bald darauf pendeln sie sich auf einem bestimmten Wachstumsniveau ein. Im Gegensatz zur Obligation sind die Zahlungsströme allerdings gewissermassen virtuell, denn abgesehen von der Dividende erfolgt kein geldmässiger Fluss zum Investor. Die den Zahlungsstrom ausmachenden Gewinne und Verluste sind weitgehend „nicht-realisiert“ Natur. Ob „realisiert“ oder „nicht-realisiert“: ökonomisch und faktisch ändert sich am Tatbestand des Zahlungsstroms aber nichts, denn man *könnte* ja jederzeit realisieren.

Für dieses Auf und Ab und die stete Unsicherheit, in welche Richtung es am nächsten Tag gehen wird, erhält der Anleger eine im Durchschnitt höhere Entschädigung, und dieser höhere Durchschnitt macht die Attraktivität aus. Die untenstehende Tabelle zeigt die aus Langzeitstudien gewonnenen Renditeunterschiede für Geldmarktanlagen, Obligationen und Aktien in verschiedenen Währungen.

Langzeitrenditen

	Geldmarkt	Obligationen	Aktien
Schweiz	3.4 %	4.7 %	10.5 %
USA	3.8 %	5.2 %	10.6 %

Quellen: Leu, Pictet, J.G. Siegel 1998

Selbstverständlich bieten die Finanzmärkte bei weitem komplexere Zahlungsstrom-Modelle als den gewöhnlichen Plain-Vanilla-Bond und die gewöhnliche Plain-Vanilla-Aktie an. So kann man beispielsweise mit strukturierten Produkten einer Aktienanlage teilweise Bond-ähnliche Charakteristika verleihen; mittels Optionsanleihen macht man genau das Umgekehrte. Das Prinzip bleibt sich aber gleich: Je stetiger und sicherer der Zahlungsstrom, desto tiefer die Entschädigung.

Ob sich nun die Aktie für alle Lebenslagen eigne oder nicht, ist eine Frage, die man nur beantworten kann, wenn man die übrigen Zahlungsströme, wie sie so mit einem Leben verbunden sind, in die Überlegungen miteinbezieht. Typischerweise sind die ersten Jahre des Berufslebens von den fixen Zahlungsströmen der Lohnzahlungen gekennzeichnet, und meist kann auch zum ersten Mal ein wenig gespart werden. Zwischen 35 und 45 kommen dann häufig Jahre erhöhter Belastungen durch den Aufbau einer Familie und den Erwerb eines Hauses, gefolgt von einer zweiten Phase von Zahlungsströmen, die im hochverdienenden Segment aber mehr und mehr durch aktienähnliche Bonuszahlungen komplettiert werden. Nach Beendigung des aktiven Berufslebens versiegt der Zahlungsstrom des Lohns, und als Ersatz müssen nun Zahlungsströme, die aus dem angesparten Vermögen stammen, dienen. Es liegt auf der Hand, dass die lebenslängliche Rente angesichts dieses Bedarfs an Regelmässigkeit im Vordergrund steht. Die Crux ist nur: Eine Rente ist aus der gleichen Familie wie die Obligation, entsprechend hoch ist der Renditeverzicht, der zu leisten ist. Bei den heutigen Nominalzinsen schmerzt er.

Deshalb und angesichts des immer höheren Lebensalters, dessen wir uns in unseren Breitengraden erfreuen dürfen (und das selbstverständlich rentenkürzend wirkt, weil ja länger ausbezahlt werden muss), stellt sich recht ultimativ die Frage, inwieweit Aktien auch in dieser Lebenslage ihren Platz haben.

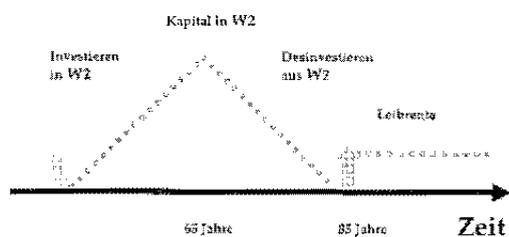
7. Life Cycle Cash Flow Planning: Vom Unwort zum Rezept

Es besteht eine reiche Literatur zum Thema, auf welche Weise über ein Leben hinweg Vermögen bewirtschaftet werden soll, bzw. darüber, wie es die Individuen normalerweise tun. Unsere pragmatische Methode leiten wir aus dem oben bereits als salopp bezeich-

neten Grundsatz ab: „Wen es in der kurzen Frist bzw. im Einzelfall nicht kilit, dem tut es in der langen Frist nicht weh.“ Das bedeutet nämlich nichts anderes, als dass erst und nur die bewusste Sicherstellung eines genügenden Ausmasses an stetigen Zahlungsströmen es erlaubt, in erhöhtem Masse renditestärkere (und risikoreichere, d.h. unetige und unsichere) Zahlungsströme in Kauf zu nehmen.

Als Privatbankiers werden wir oft mit im eigentlichen Sinne des Wortes „letzten“ Fragen konfrontiert. In der individuellen Perzeption wird der Tatbestand des Ablebens selbst im hohen Lebensalter in eine wenn auch ungewisse, so aber doch weite Zukunft hinausgeschoben. Für die Zeit „dazwischen“ bestehen berechtigterweise oft grosse Ängste und Bedenken nicht zuletzt finanzieller Art. Alters- und Pflegeheim, hohe Arzt- und Spitalkosten verdunkeln den ohnehin nicht hellen Horizont. Wir machen die Erfahrung, dass nur die wirkliche und genügend glaubwürdige Sicherstellung stetiger Zahlungsströme jene Zuversicht verschaffen, die notwendig ist, dass nicht in Hinblick auf diese Lebensphase allzu hohe Reserven ertragsarm zur Seite gelegt werden.

Das FIA-Modell



Quelle:

Es gilt mit anderen Worten, die Diskrepanz zwischen der subjektiv sehr langen, damit mutmasslich auch sehr teuren letzten Lebensphase und den objektiv beschränkten, wenn auch meist mehr als genügend vorhandenen finanziellen Ressourcen zu überbrücken. Diese Art Life Cycle Cash Flow Planning haben wir in das Allfinanz-Produkt „FIA – Freiheit Im Alter“ eingebaut, bei welchem eine Leibrente ab einem bestimmten Alter (z.B. ab 80 oder ab 85) einsetzt, um dann einen steten Zahlungsstrom fliessen zu lassen, wenn das Leben mutmasslich teurer wird und man aus eigener Leistung nicht mehr in der Lage ist, dagegen resp. dafür etwas zu tun. Die Einplanung dieses stetigen

Zahlungsstroms (Wir empfehlen unseren Kunden übrigens stets Leibrenten ohne Rückgewähr; dies zur Neutralisierung der Interessen der Erben.) erst erlaubt es, für frühere Lebensphasen und für den angesparten grossen Rest des Vermögens höhere Risiken, ja gegebenenfalls auch einen Entspargungsvorgang zu empfehlen.

„FIA - Freiheit Im Alter“ ist ein Beispiel, an welchem besonders gut gezeigt werden kann, wie die Einplanung von stetigen Zahlungsströmen das Anlageverhalten bzw. die Handlungsfreiheit für das Anlageverhalten beeinflusst. Die grosse Ähnlichkeit der Bedürfnisse älter werdender Leute legte es uns nahe, ein mögliches Rezept in Produktform zu giessen. Aufgrund der demografischen Entwicklung müsste es seine Marktchancen haben.

Die Einplanung von stetigen Zahlungsströmen ist aber selbstverständlich auch für andere Lebensphasen und auf kundenindividueller Ebene möglich und notwendig. Stetige Zahlungsströme erhöhen ökonomisch gesehen den Anlagehorizont, und ein langer Anlagehorizont ist es just, was es braucht, wenn man unetige, unsichere, aber renditestarke Anlagen wie Aktien für alle Lebenslagen verwenden will.

KH, 23.8.99