

Das Jahr der Ratte

1. Einmal mehr: Irrationalität

„Für mich ist die Börse ein nach irrationalen Kriterien funktionierendes Casino. Ich besitze keine Aktien.“

(Moritz Leuenberger, schweizerischer Bundespräsident)

Im Angesicht bemerkenswert hektischer Verhältnisse an den Aktienmärkten ist derzeit wieder viel von *Psychologie* und *Irrationalität* die Rede. Kursabschläge (und ab und zu, seltener zwar, auch Kursgewinne!) von 10 Prozent und mehr innerhalb weniger Minuten auf Werten, die man bis anhin „Blue Chips“ genannt hatte und damit so etwas wie „Mündelsicherheit“ suggerierte – solche noch kaum gesehenen Volatilitäten rufen nach einfachen Erklärungen. Nichts ist für den Menschen offenbar unangenehmer als das Eingeständnis, dass nicht simple Kausalitäten den Gang der Welt bewegen. In Situationen, in denen ganz unverkennbar einfache und lineare Verknüpfungen in keiner Weise auszumachen sind, konstruiert man ein künstliches Kausalitätsgebäude und nennt dieses dann „Psychologie“ respektive „Irrationalität“.

Das Vorgehen entspricht dem, wie sich die alten Griechen ihr Weltbild eingerichtet hatten. Auch sie standen ja, noch ohne Aktienmärkte zwar, dann und wann „nichterklärbaren“ Lebensumständen gegenüber. Mit einem fast unübersehbaren Netzwerk von Göttern und Halbgöttern, einer munteren, zumeist inzestuös verschwägerten und gleichzeitig komplex verfeindeten Schar virtueller Wesen, schufen sich die Griechen für jeden Schicksalsschlag, für jedes eingetretene Risiko, für jeden Glücksfall die jeweils adäquate Kausalität. Das Unerklärbare, das Unvoraussehbare in einen vermeintlich logischen Kontext bringen: Erkennen wir darin nicht vieles wieder, was die Analytischenindustrie hervorbringt? Man müsste in den einschlägigen Kreisen dringend einmal

darüber nachdenken, wie es wäre, anstelle von Greenspan die Pythia vom Orakel von Delphi und einen Dionysos als Auslöser von Euphorien zu verwenden und für die Welle von Gewinnwarnungen allenfalls die Pandora mit ihrer Büchse zu bemühen. Der Erklärungsgehalt vieler Berichte und Analysen könnte möglicherweise nur gewinnen... Der nächste Schritt wäre dann, dass die einen oder anderen Anleger, vielleicht auch deren Berater, mit Rauchopfern das Schicksal zu wenden versuchen. Angesichts des Börsenverlaufs im Jahr mit den vielen Nullen müsste man die Bereitschaft dazu recht hoch veranschlagen.

Doch Spass beiseite: Der Umgang mit dem Zufall oder mit hochkomplexen, grundsätzlich aber deterministischen und dennoch nicht prognostizierbaren Systemen bereitet Mühe. Den Zufall mag man, wie kürzlich der St. Galler Ökonome Heinz Zimmermann in einem beachtenswerten Artikel über „Chaos“ (NZZ Nr. 292 vom 14.12.2000) hingewiesen hat, noch halbwegs akzeptieren; dem Würfelspiel kann man wenigstens Wahrscheinlichkeiten zuordnen, und der Umgang mit Wahrscheinlichkeiten ist Teil des täglichen Lebens. Für Komplexeres braucht es Götter oder, wenn man's quasi monotheistisch will, die „Irrationalität“.

Dem eingangs zitierten Schweizer Politiker – als gewandter Altachtundsechziger selbst von ideologisch nicht Gleichgelagerten das „intelligenteste Mitglied der Landesregierung“ gepriesen (wobei das natürlich eine Frage des Benchmarks ist) – geht es mit der Qualifizierung der Börse als irrational funktionierendes Casino aber selbstverständlich nicht um einen Erklärungsversuch für ein hochkomplexes Phänomen, sondern vielmehr um die Abqualifizierung eines Bereichs des öffentlichen Lebens, der ihm offensichtlich zuwider ist. Verteufelung als pseudoreligiöser Reflex. Das ist in verschiedener Hinsicht bemerkenswert. Die Schweiz, der Herr Leuenberger als Präsident vorsteht, lebt

zu einem guten Teil von ihrem Finanzplatz und mithin von den der Klappsmühle gleichzusetzenden Börsen. Ein schöner Teil der Bevölkerung des Herrn Bundespräsidenten lebt nicht nur *von*, sondern als Arbeitnehmer landauf, landab tagtäglich *in* diesem Casino. Linksintellektueller Avantgardismus litt schon immer am Defekt unsäglicher Überheblichkeit gegenüber jenen, deren Interessen zu vertreten man vorgibt, den Werkstätigen nämlich.

Der aktienbesitzlose Bundespräsident (nebenbei gefragt: Worin investiert wohl die Pensionskasse des Bundes? Was anderes als Kapitalgewinne auf Aktien werden dann dereinst die Vorsorge des Herrn Leuenberger sicherstellen? Und: Was wird wohl dereinst die Postbank ihren Kunden empfehlen? Bundesobligationen und sonst nichts?) entblösst aber auch analytische Schwächen seines wachen Geistes, denn er verkennt ganz offensichtlich die Macht und die Kraft des Mechanismus, der weltweit dafür sorgt, dass Kapital am richtigen Ort plaziert wird. Die intellektuelle Nichtbewältigung der Allokationsfrage ist bekanntermassen die Hauptschwäche kollektivistischer Anschauungen. Bevor wir uns in diesem Anlagekommentar der Frage widmen, was jetzt und in nächster Zeit den trotz der Gegnerschaft des schweizerischen Bundespräsidenten wohl weiterhin realexistierenden Kapitalallokationsprozess prägen wird, wollen wir noch eine kleine Kurve über statische und dynamische Systeme nehmen.

2. Statisch und zuweilen böseartig

Was ja fehlt, ist eine Fortsetzung der präsidialen Bemerkung über die Börse. Wunder nähme uns nämlich auch noch, welche Qualifikationen denn das politische System bekommen müsste, wenn die Börsen und mithin die internationalen Kapitalmärkte ein irrationales Casino wären. Nach welchen Kriterien entscheidet die Politik? Funktionieren der Entscheidungsprozess sowie die nachfolgenden Ausführungshandlungen denn wirklich? Wie steht es um die Resultate des politischen Prozesses?

Was eindeutig ist und empirisch dermassen deutlich belegt, dass selbst eingefleischte Ideologen kaum mehr offene Bekenntnisse zum Kollektivismus wagen: Die Planwirtschaft als Mittel zur Steuerung der Wirtschaft hat auf die Länge immer versagt. Planwirtschaft setzt ein überaus intelligentes, in sei-

ner Vorausschau treffsicheres zentrales Organ voraus, und das gibt es offensichtlich nicht. Überdies ist kein solches Organ in der Lage, auf Veränderungen in der Übungsanlage rechtzeitig und unter Berücksichtigung aller Nebenwirkungen des Eingreifens zu reagieren. Alle planwirtschaftlichen Versuche haben der Welt bisher eine absurde Überproduktion militärischer Güter beschert. Weshalb? Weil die Nachfrage nach militärischen Gütern, ungleich den zivilen Konsumgütern, von der zentralen Instanz selber formuliert werden kann. Ein tautologisches Konstrukt also, aber eines mit durchaus böseartigen Auswirkungen auf das Weltgeschehen, wenn wir die Geschichte des zwanzigsten Jahrhunderts richtig verstanden haben.

Darüber dürfte Einigkeit bestehen. Oder doch nicht? Denn wer nein zur Planwirtschaft und damit nein zum staatlichen, d.h. politischen Allokationsprozess sagt, der muss leider ja sagen zum kapitalistischen Allokationsprozess, der angeblich ein irrationales Casino ist. Der Schweizerische Bundespräsident teilt sich mit vielen Zeitgenossen in die analytische Schwäche bei der Beurteilung des Allokationsprozesses. Die ununterbrochene, völligst dezentral bei jedem individuellen Anleger liegende Entscheidungsmöglichkeit zur Reallokation von Kapital – heute Treasuries aus den USA, morgen koreanische Aktien und übermorgen ein Sparkonto bei der Raiffeisenbank Mörschwil, überübermorgen Aktien von Yahoo! – das ist die realfunktionierende, unausweichliche Alternative zur Planwirtschaft. Das eine Prinzip schliesst das andere aus.

Politische Prozesse, gerade auch die demokratischen, nichttotalitären, zeichnen sich dadurch aus, dass sie erstens relativ langsam und mühselig sind und deswegen zur *Statik* neigen. Für bestimmte gesellschaftspolitische Vorgänge und Bereiche (wie die Sicherstellung rechtsstaatlicher Verhältnisse) a priori kein Nachteil, sondern durchaus sogar erwünschte Eigenschaft, weil dadurch die Vorausehbarkeit staatlichen Handelns sichergestellt ist. Wenn es aber darum geht, im weitesten Sinn des Wortes „wirtschaftlich“ oder verteilend aktiv zu sein, führt Statik zu hoffnungsloser Verspätung.

Zweitens charakterisieren sich politische Prozesse mehrheitlich durch einfaches kausales Denken. Mit Massnahme A soll Zustand B erreicht werden. Etwa so: Zur Verbesserung der Gehaltssituation der Bau-

ern soll die Fleischproduktion gefördert werden. Zur Erhöhung der Fleischproduktion soll Tiermehl verarbeitet und verabreicht werden. Zur Bekämpfung von BSE sollen die mit Tiermehl gefütterten Kühe umgebracht werden. Doch wohin mit dem Tiermehl? Ab in den Zementofen. Schliesslich soll man der Landwirtschaft und der Zementindustrie dafür Geld geben. Die ganze politische Landschaft ist von solchen Kausalketten durchzogen, und siehe: der Umgang mit komplexen Systemen erweist sich als äusserst schwierig.

Die Neigung zur Massnahme trifft, drittens, auf Objekte, von denen nicht angenommen wird, dass sie sich anders als massnahmengetreu verhalten würden. Staatlich geförderte Überproduktion, staatlich verursachte Ausbreitung von Drogen infolge einer preistreibenden Prohibitionspolitik, wirtschaftliche Apathie als Folge zu hoher Besteuerung, Schwarzarbeit als Konsequenz zu restriktiver Arbeitsmarktregulierungen – es ist schwierig, die Reihe von Fehlleistungen des politischen Sektors abzurechnen. Die Annahme statischen Objektverhaltens ist die Ursache für den immanenten Drang zur Erhöhung der Staatsquote. Denn das unvorhergesehene Ergebnis der unglücklichen Massnahme A führt zu den korrigierenden Massnahmen B, C, und D. Wie hiess doch in der griechischen Mythologie die Schlange, der doppelt so viele Köpfe nachwachsen, wenn man einen abgeschlagen hatte?

Viertens ist politische Tätigkeit vielfach *ineffektiv*. Es gibt, namentlich in den USA, die durch die Vielzahl verschiedenartig organisierter Teilstaaten gute Vergleichsmöglichkeiten anbieten, Untersuchungen über alle möglichen staatlichen Programme. Es ist in den allermeisten Fällen absolut ernüchternd, dass im wesentlichen eigentlich gar nichts passiert. Einkommensdisparitäten bleiben über lange Zeit trotz allen möglichen und unmöglichen Massnahmen erstaunlich konstant. Einige Beispiele aus unserer Nähe: In welchem kantonalen Steuergesetz stände nicht die Familienförderung als Grundsatz an erster Stelle? Aber was nützt's? Oder: Seit mehr als hundert Jahren wird in unserem Land Sozialpolitik in zunehmend größerem Ausmass betrieben. Doch wie steht es bei uns um die Entwicklung der Einkommensdisparitäten? Haben sie sich dementsprechend verringert? Es existieren nicht einmal saubere Messungen und Datengrundlagen. Von Controlling staatlichen Handelns kann keine Rede sein. Schliesslich: Seit dem Zu-

sammenschluss der beiden deutschen Staaten fliessen jährlich gegen 100 Milliarden Mark in die ehemalige DDR. Der Einkommensunterschied ist geblieben, die Arbeitslosigkeit notiert immer noch ähnlich hoch.

Ineffektivität, verfehlt Ziele und unabsehbare Nebenwirkungen dürften der Grund sein, weshalb die Politik dann und wann bösartig und gewalttätig wird. Im Namen höherer Werte („öffentliches Interesse“, „Staatsräson“ etc.) wird dann manu militari das zu erreichen versucht, was anders nicht funktioniert hat. Demgegenüber ist der kapitalistische Allokationsprozess halt möglicherweise ein wenig wertearm, weil er nämlich auf der Werthaltung jedes einzelnen Marktteilnehmers aufsetzt. Ausgesprochene Gewalttätigkeit kann man ihm aber nicht vorwerfen.

3. Vom Wert des Fehlers

Womit sich der Kommentator aus St. Gallen wieder einmal seine Frustration über den politischen Sektor von der Seele geschrieben hätte, mag nun eingewendet werden. Der Markt mache ja auch Fehler. Wie figura an den Börsen seit einiger Zeit zeige. Die an der amerikanischen Technologiebörse Nasdaq betriebene Vermögensvernichtung spreche Bände.

Stimmt einerseits. Die Fehlleistungen am Markt sind eklatant. Gestern wurde Nokia zu 45.80 Euro gehandelt, heute kann man die Aktie zu 41.76 Euro haben, und morgen schnellt sie wieder 10 Prozent in die Höhe. Gestern, heute und morgen eine und dieselbe Firma. Wenn das nicht irrational ist!

Eben gerade nicht. Darin besteht das grosse Andererseits, das leider nur von wenigen verstanden wird: Der Marktmechanismus ist ein Prozess, bei dem der Fehler Prinzip ist. *Jeder am Markt zustandegekommene Kurs birgt den Irrtum in sich*. Er erweist sich im nächsten Moment als falsch. Neue Informationen, neue Erkenntnisse, neue Erwartungen werden ohne Rücksicht auf irgendwelche politischen Korrektheiten oder auf irgendwelche anderen Interessen als die eigenen verzugslos korrigiert. Und ebenso unverzüglich geht es weiter. Jeder Kursanstieg bzw. jeder – rückgang ist eine Desavouierung früherer Entscheidungen.

Aus diesem Grunde ist es völlig abwegig, von „richtigen“ oder „falschen“ Investitionsentscheidungen zu sprechen. Diese beiden Begriffe haben in Zusammenhang mit den Börsen keinen Platz. Alles ist immer irgendwie

falsch. Aber es kann dennoch vertretbar sein. Bescheidenheit gegenüber dem eigenen Erfolg und gegenüber anderslautenden Meinungen ist deshalb imperativ. Die nächste Minute kann es beweisen.

Der Allokationsprozess über die Finanzmärkte ist auf totale Dynamik angelegt. Das immanente dauernde Überprüfen der millionenfachen individuellen Positionen führt zu Gleichgewichtszuständen, welche die gegenwärtige, aggregierte Meinung zu so verschiedenartigen Sachverhalten wie der amerikanischen Geldpolitik, den Aussichten in der Gentechnik und der Befindlichkeit des Herrn Schrempp von DaimlerChrysler wiedergeben. Wenn der Verlauf dieser Gleichgewichtszustände einigermaßen ruhig aussieht und allenfalls sogar ein Trend auszumachen ist, dann ist die Welt zufrieden, und keiner spricht von irrationalen Märkten. Wenn hingegen der Wissensstand, die Meinungen und die Gefühle weit auseinanderliegen und erst noch durcheinandergewirbelt werden, dann erschallt der „Casino-Vorwurf“.

Die seit bald einem Jahr zu beobachtenden sehr hohen Volatilitäten, die ausgesprochen hohen Bewertungsdifferenzen innerhalb weniger Tage, ja Stunden, die fast panikartigen Absetzbewegungen von Titeln, deren Gewinne nicht genau das bringen, was irgend jemand irgendwann als angebracht bezeichnet hat: All dies weist darauf hin, dass es sehr reale Unsicherheiten geben muss, denen die Wirtschaft und deren Subjekte ausgesetzt sind.

Früher wäre man rasch fündig geworden. *Monetäre Unsicherheiten* haben während fast des ganzen zwanzigsten Jahrhunderts für ein volkswirtschaftlich höchst schädliches Auf und Ab in der Investitionsfreude der Anleger gesorgt. Wie wir im letzten Anlagekommentar kurz vor Weihnachten hingewiesen hatten, waren die Zeiten hoher Veränderungen an der Inflationsfront die denkbar schlechtesten Phasen an den Aktienmärkten.

Trotz gewisser Hektik seitens des amerikanischen Fed kann nun aber niemand ernsthaft behaupten, geldpolitische Probleme veranlassten Anleger oder Unternehmer, die Zukunft besonders schwarz zu sehen und ihre Investitionsfreude zu drosseln. Nirgends drücken wirklich namhafte Inflationsorgen. Die Zinsen bewegen sich nirgends in wachstumsabwürgenden Sphären – auch in den USA vor der jüngsten Zinssenkung

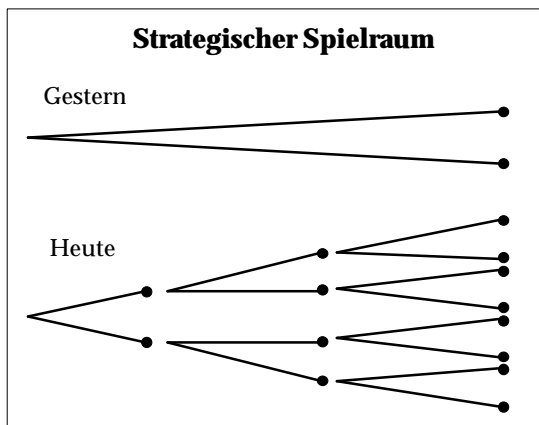
nicht. Man erinnere sich einmal an die zweistelligen Kurzfristzinsen der Siebzigerjahre! Das Bankensystem ist intakt, die Fähigkeit zur Kreditvergabe wäre durchaus gegeben.

Dennoch: In den USA, noch nicht so ausgeprägt in Europa, sind die Ausgaben für Kapitalgüter ziemlich deutlich gesunken. Es wird weniger investiert, und diese Entwicklung wird das Wirtschaftswachstum zusätzlich zu einer gewissen börseninduzierten Konsumanämie um schätzungsweise weitere 1 bis 2 Prozent schwächen. Es muss davor gewarnt werden, die amerikanische Konjunktur allzu einfach als Kausalität des jeweiligen Zinsniveaus zu sehen. Sonst hätten indirekt die Anhänger der Phillips-Kurve letztlich noch recht. (Die Phillips-Kurve ist ein sozialökonomisches Konstrukt, das besagt, dass mit etwas mehr Inflation die Arbeitslosigkeit vermindert werden kann – was sich leider als gefährlich herausgestellt hat, weil es „etwas mehr Inflation“ nicht gibt. Umgekehrt ist vermutlich auch die planmäßige Abschwächung nicht zu bewerkstelligen.) Wenn von „Soft Landing“ oder von Rezession der amerikanischen Wirtschaft die Rede ist, dann muss man vielmehr zu verstehen versuchen, welches die verschiedenen wachstumsverlangsamenden Elemente sind. Wir vermuten, dass die monetären nicht im Vordergrund stehen und dass deshalb auch die Zinssenkungen des Fed zwar durchaus willkommenen Sauerstoff liefern, aber nicht zwingend die Wirtschaft so schnell wieder auf Wachstumskurs bringen werden. Was ist los?

4. Wenn die Dynamik überschäumt

Wer in hohem Masse verunsichert ist über die Zukunft, der gibt sein Geld nur vorsichtig aus. Es könnte ja sein, dass die Welt morgen völlig anders aussieht und sich der Entscheid von heute als diametral falsch herausstellt. Zurückhaltung wird zum Prinzip, um die morgige Option nicht zu verlieren. *Liquiditätshaltung als ultimative Realloption* – darüber haben wir mit Bezug auf Cashflow-arme New Economy-Unternehmungen vor einigen Monaten geschrieben. Nun scheint die halbe amerikanische Wirtschaft dazu übergegangen zu sein, den Trumpf der Liquidität nicht mehr vorzeitig aus der Hand zu geben. Die Sorge, dass man morgen real falsch liegen könnte, ist es, was die Finanzmärkte und die Unternehmungen in den letzten Monaten beherrscht und bedrängt hat.

Wir denken viel zu wenig über die wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Auswirkungen des technologischen Wandels nach. Es ist ein Fehler, die „Multioptionsgesellschaft“ lediglich als akademisches Schlagwort (lohnende Lektüre: „Die Multioptionsgesellschaft“ des St. Galler Soziologen Peter Gross) zur Kenntnis zu nehmen. Sie ist Tatsache, und dies hat Auswirkungen.



Quelle: eigene Darstellung

Die strategischen Möglichkeiten der Unternehmungen beschränkten sich bis vor einigen wenigen Jahren im Grunde genommen auf Nuancen. Wer zum Beispiel Papier herstellte, der wusste, dass er das mit mehr oder weniger derselben Technologie in ein paar Jahren immer noch tun wird. Gewiss, er konnte sein Kostenmanagement besser oder schlechter im Griff haben, früher oder später einmal eine leistungsfähigere Produktionsanlage beschaffen, sich klüger refinanzieren als andere. Aber der Bereich strategischer Handlungsfreiheit war beschränkt.

Heute ist gerade der Papiermarkt ganz wesentlich durch B2B (Business to Business) gekennzeichnet. Einkauf und Vertrieb wandeln sich grundlegend, und was für Papier gilt, ist auch richtig für weitere Teile des grundsätzlich eher als langweilig veranschlagten Marktes für Basismaterialien. Noch viel dynamischer erweist sich die Situation dann aber in den technologielastrigeren Bereichen. Einmal mehr weisen wir auf die beinahe unvorstellbaren Strukturveränderungen im Pharmabereich und in der Medizinalbranche hin, wenn auch nur ein Bruchteil aller Möglichkeiten, welche die Gentechnologie zur Verfügung stellt, tatsächlich zur Anwendung gelangen wird. Man stelle sich einmal vor, dass herzchirurgische Eingriffe durch einfache Injektionen gentechnischer Stoffe ersetzt werden, die das Wachstum neuer Koronararterien fördern. Kürzlich

hörte man über den Durchbruch eines neuen Verfahrens zur Bekämpfung von Prostatakrebs: Die Einnahme weniger Tabletten soll genügen. Keine Operation, keine Bestrahlung, keine Chemotherapie.

Das Problem liegt darin, dass kein Mensch weiss, welche Optionen funktionieren werden und welche nicht. Nur schon technologisch-wissenschaftlich liegen die Dinge ja äusserst schwierig. Was ist anerkannte Lehre, was ist Schwindel, was ist Hoffnung? Noch viel schwieriger gestaltet sich die Beurteilung der letztlich entscheidenden Marktchancen. Es war noch immer so, dass sich nicht zwingend die beste Technologie durchsetzte, sondern dass Zufälligkeiten eine wichtige Rolle spielen. Wie wäre es anders zu erklären, dass wir heute fast alle Anwender eines technologisch fragwürdigen Softwarepakets wie Windows von Microsoft sind?

Die technologische Revolution der letzten Jahre hat den strategischen Entscheidungsspielraum der Wirtschaft in fast unvorstellbarem Ausmass erweitert. Wir wissen heute nicht mehr, auf welche Weise wir in fünf Jahren telefonieren; wir kennen die medizinische Versorgung von morgen nicht; wir wissen nicht, ob wir in ein, zwei Jahren doch noch unser Banking aufs Internet umstellen. Noch nie zuvor waren die Geschäftsleitungen strategisch dermassen herausgefordert wie heute. Die geschäftspolitischen Variationen bei Telefongesellschaften, Pharmaunternehmen oder bei Banken sind unabsehbar geworden. Gewiss, mehr Handlungsspielraum bedeutet immer auch ein erhöhtes Mass an ausserordentlichen Chancen. Das befreiende Gefühl haben wir in der Phase der Nasdaq-Euphorie miterlebt. Mit dem höheren Entscheidungsspielraum haben sich aber auch die Möglichkeiten vervielfacht, Fehler zu machen.

Wir interpretieren die sehr schwierigen letzten Monate an praktisch allen Börsen als Vorgang der Ernüchterung und der Angst vor den neuen Möglichkeiten, die einen Strafgefangenen erfassen mögen, wenn er bei seiner Entlassung die Gefängnisporte überschritten hat. Dass einer umkehrt, ist aber doch ziemlich selten.

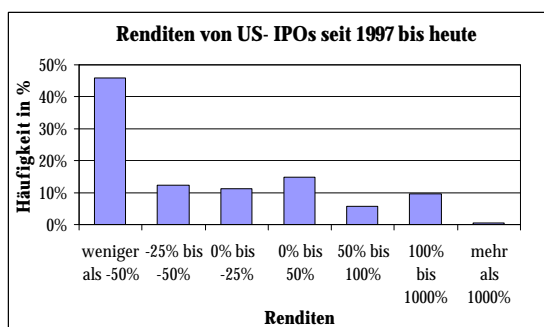
5. Multioptionales Anlegen

Die Grunderkenntnis, dass der Irrtum und dessen fortlaufende Korrektur der Motor jeglicher Marktprozesse ist, führt direkt zur weiteren Erkenntnis, dass sehr wenig für

allzu grosse Selbstsicherheit in Bezug auf die Fähigkeiten, immer richtig zu liegen, spricht. Das trifft schon für normale Marktverhältnisse zu. Nicht umsonst haben die Finanztheorie wie auch die vernünftigeren Praktiker immer wieder einer genügenden Diversifikation das Wort geredet.

Mit einer diversifizierenden Anlagestrategie lassen sich unvorhersehbare Entwicklungen, welche zu jedem Zeitpunkt jedwelche Unternehmung treffen können, abdämpfen und insgesamt über den Lauf der Zeit eliminieren. Was dann übrigbleibt, ist das Risiko des gesamten Markts, das nur durch Diversifikation in andere Märkte oder Anlagesubstrate (wie Rohstoffe, Immobilien und dergleichen) weiter verringert werden könnte. Diversifikation hat insofern einen besonderen Reiz, als die Risikoreduktion nicht gleichermassen zu Lasten einer Reduktion der Renditeaussichten erfolgt. Vielmehr erlauben diversifizierende Strategien die Risikominimierung bei vergleichsweise deutlich geringerem Verzicht auf Renditepotential.

Das ist Common Knowledge. Dennoch stellt man immer wieder fest, dass insgesamt zu wenig diversifiziert wird. Der Finanzmarktpsychologe Kahneman führt dies auf einen allgemein zu beobachtenden Hang zur Selbstüberschätzung zurück. Die eigene Urteilskraft erscheint in bei weitem zu rosigem Lichte. Diversifikation hat etwas mit einem Eingeständnis von (teilweisem) Unvermögen zu tun, zumindest für diejenigen, die nicht verstanden haben, dass der Irrtum ohnehin das grundlegende Prinzip des Marktes ist.



Quelle: eigene Darstellung

Es lohnt sich, Untersuchungen zum Erfolg aktiver, das heisst auf eindeutige Risikopräferenzen ausgerichteter Anlagestrategien zur Kenntnis zu nehmen. Wir haben unsere vor Jahresfrist erstmals veröffentlichte Auszählung der Erfolgsschancen am damals noch hochgejubelten IPO-Markt in den USA weitergeführt. Die total ernüchternden Ergebnisse haben sich deutlich akzentuiert. Die

Chance, durch eine wie auch immer geeignete Analyse einen letztlich erfolgreichen Titel zu „erwischen“, ist selbst in einem Markt, der wegen der Vielzahl junger und unbekannter Unternehmungen von viel Spezialkenntnissen gekennzeichnet ist, ausserordentlich gering.

Die Darstellung zeigt die Renditeverteilung der einzelnen Titel seit Emission (gemessen am erstmals gehandelten Kurs) auf. Bei sehr geringen Erfolgchancen mit Renditen von über 100 Prozent innerhalb des Untersuchungszeitraums fällt die hohe Anzahl von Fällen auf, in denen man massiv Geld verloren hätte. Mit einer diversifizierenden Strategie wäre man vermutlich nahe der zugegebenermassen auch nicht berauschenden Durchschnittsrendite von etwa 5 Prozent p.a. angelangt (die übrigens belegt, dass die einzigen am Emissionsgeschäft verdienenden Elemente die Investmentbanken respektive deren bonusschwere Manager sind).

In einer Zeit, die sich, wie wir zu zeigen versucht haben, ganz besonders durch enorm hohe strategische Risiken auch grosser und bewährter Firmen auszeichnet, muss damit gerechnet werden, dass die Anzahl von Strategiegleichen ansteigen wird. Das bedeutet, dass in den nächsten Jahren nicht unähnliche, wenn auch vermutlich weniger extreme Verteilungen der Renditen wie im IPO-Markt entstehen könnten. Es ist völlig undenkbar, dass alles, was aus heutiger Sicht technologisch denkbar ist, in ein paar Jahren erfolgreich angewendet wird. Und es ist auch völlig abwegig, dass alle Unternehmungen, deren betriebswirtschaftlicher Erfolg von hohen Marktanteilen abhängt, als Gesamtheit überleben werden. Mehr als 100 Prozent Marktanteile sind nicht zu verteilen.

Wenn schon normale Marktverhältnisse nach Diversifikation rufen, dann tun es die multioptionalen Verhältnisse noch viel mehr.

6. Panda versus Ratte

Die geneigte Leserschaft dürfte nun den notorischen Rückgriff des Kommentators aus St. Gallen auf die Welt der Biologie erwarten. Er liegt genauso in der Luft wie der damalige Vergleich der Übertreibungen an den neuen Märkten mit dem Geschehen, das sich in einem frisch erstellten Biotop abspielt (Anlagekommentar Nr. 200 vom 3. 4. 2000). Überschwänge und Überpopulationen sind notwendig, um sicherzustellen, dass man im später sich einstellenden Mix mit wenigstens

annehmbarer Wahrscheinlichkeit dabei sein wird. Dass das Prinzip „Übertreibung“ nicht von Dauer ist, zeigen die Verhältnisse an der Nasdaq vom letzten Jahr wie auch die obige Untersuchung über den IPO-Markt deutlich auf.



Es besteht kein Zweifel: Pandabären sind sympathischer als Ratten. Nicht umsonst wirbt eine der gewichtigsten Umweltorganisationen mit dem Pandabär im Emblem. Er ist

vom Aussterben bedroht. Selbstverständlich ist daran die gefräßige Menschheit schuld, die in ihrem Landhunger den letzten Lebensraum dieser Tiere auch noch an sich reißt. Was aber nur die eine Seite der Angelegenheit ist. Die andere besteht in der *hoffnungslosen strategischen Einseitigkeit* des chinesischen Bären: Er frisst nur eine bestimmte Sorte Bambus, und zwar vorzugsweise sogar nur die Knospen. Wenn der Bambus weg ist, dann ist es auch der Panda.

Weit davon entfernt, dem netten Tier so etwas zu wünschen – die Wahrscheinlichkeit, dass es in 100, 1000 oder auch mehr Jahren noch Ratten geben wird, ist aber ungleich höher. Ratten fressen buchstäblich fast alles und überleben in den ungemütlichsten Ecken, die man sich vorstellen kann. Bei Ratten gibt es keine andere erkennbare strategische Ausrichtung als diejenige, vielseitig zu bleiben und durch eine hohe Reproduktionsrate sämtliche Generalangriffe auf die Spezies hoffnungslos zu machen.



Wir wissen mit dem besten Willen nicht, ob die wirtschaftliche Welt von morgen Bambus oder Eukalyptus noch anbieten wird. Der Technologieschub hat die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass das eine oder das andere nicht mehr verfügbar sein könnte. Es ist deshalb unvernünftig, in dieser Phase allzu wählerisch zu sein. Die gegenwärtige und auf absehbare Zeit wohl weiter um sich greifende strategische Unsicherheit verlangt in besonderem Masse nach breit abgestützten Konzepten nicht nur in den Neuen Märkten, sondern auch im klassischen Blue Chip-Bereich. Als Folge der technologischen Revolution sind alle, wirklich alle Unternehmungen auf die eine oder andere Weise Teile des Neuen Marktes geworden. Wir haben auf die

Gefahr einer Verschiebung der Renditeverteilung in Richtung weniger Performance-Paradepferde und vieler Verlust-Klepper hingewiesen. Zusammengefasst: *Investieren wie die Ratten*, so müsste das Motto lauten.

7. Anlagestrategie: Aktiv versus Passiv

7. Anlagestrategie: Aktiv versus Passiv

Vielseitigkeit ist also gefragt. Und dennoch möchte man sich selbstverständlich das eine oder das andere Häppchen nicht entgehen lassen. Wir nehmen an, dass eine Ratte an einem vollen Kornspeicher auch grössere Freude hat als am Abwasserkanal. Das Ausmass der Diversifikation bzw. das Vorgehen, bei allem Streben nach Vielseitigkeit die eine oder andere Individualität zu bewahren – diese Frage beschäftigt in zunehmendem Masse die Vermögensverwaltungsbranche.

Die Diversifikation kann über eine gezielte Verteilung von Direktinvestitionen in einzelne Werte erreicht werden. Um im effektiven Verlauf einem Index nahezu kommen, braucht es weniger Einzelpositionen, als man gemeinhin denkt. Für kleinere Vermögen empfiehlt sich aus Kostengründen das Indexzertifikat oder der Indexfonds. Wir weisen seit geraumer Zeit in unserer Anlagematrix auf entsprechende Vehikel hin. Der Reiz unseres Angebots liegt in der praktisch lückenlosen und überschneidungslosen Abdeckung sowohl der einzelnen Weltregionen wie auch der Wirtschaftssektoren. Mit dem Instrumentarium lassen sich sowohl regionenweise oder branchenweise problemlos Schwergewichte bilden. Damit steht nichts im Wege, auch kleineren Vermögen dieselbe Professionalität zukommen zu lassen wie den grösseren Kapitalien.

Die relative Sicherheit, die sich aus der genügenden Diversifikation ergibt, soll dann den Spielraum schaffen für den Bereich, den man sich für aktives Portfoliomanagement ausbedingt. Wirtschaftlicher Fortschritt entsteht aus der Überzeugung, etwas besser machen zu können als andere. Diese unternehmerische Qualität will sich auch getragen wissen von entsprechend überzeugten Kapitalgebern. Dementsprechend darf und soll auch ein vertretbarer Teil eines Vermögens *meinungsgeladen und absichtsvoll* investiert sein. Wir haben in der Vergangenheit schon mehrmals geschildert, welche Kriterien in unserem Bankhaus den längerfristigen wirtschaftlichen Erfolg indizieren. Auf einen Nenner gebracht ist es die nachhaltige Fähigkeit, Geld zu verdienen und zu wachsen. Für

wirkliche Übergewichtungen, die die Bezeichnung „aktives Management“ tatsächlich verdienen, braucht es zusätzliche qualitative Informationen wie z.B. ein überzeugendes Bild von der Unternehmensführung. Das wichtigste Element aber, das aktives Portfoliomanagement zum Erfolg führt, ist und bleibt der Zeitfaktor. Die heutige Bildschirm-sucht und der Drang, bald einmal im Online-Verfahren den Anlageerfolg zu messen, sind schlechte Voraussetzungen dazu.

Illusionen darf man sich bezüglich des Erfolgs expliziter Selektionsmethoden keinesfalls hingeben. Vielmehr weist alles darauf hin, dass passive Anlagestrategien sehr gut abschneiden. Passiv bedeutet, dass keine einzelnen Titel ausgewählt und gegebenenfalls über die Zeit verkauft oder aufgestockt werden, sondern dass man in einen Index investiert oder in einen Korb von Einzelanlagen, der dann in seiner Zusammensetzung beibehalten bleibt. Einer kürzlich erschienenen Studie von State Street, einem grossen amerikanischen Wertschriftenhaus, entnehmen wir, dass die aktiv vorgehenden Fondsverwalter in den USA *systematisch schlechter* abschneiden als der als Vergleichsmaßstab hinzugezogene Standard&Poors-Index 500. Die Differenzen liegen im Prozentbereich per annum.

Ferner hat sich in der zitierten Studie auch gezeigt, dass die *Konstanz* der erwähnten Manager sehr gering ist. Wer während ein, zwei Jahren erfolgreich ist, muss mit hoher Wahrscheinlichkeit damit rechnen, in den folgenden Perioden zu den Kellerkindern zu gehören. Systematische Überperformance ergibt sich eigentlich nur in engen und relativ ineffizienten Märkten, in denen Informationsvorteile eher zum Tragen kommen können als in den äusserst effizienten Blue Chip-Märkten.

Einschränkend muss allerdings dazu bemerkt werden, dass die explizite Vorgabe eines Benchmarks, wie sie bei Anlagefonds üblich ist, eine besondere Anreizsituation auslöst, die den Manager davon abhält, seine allfälligen Überzeugungen auch wirklich überzeugend umzusetzen. Der dauernde Blick auf die Nähe zum Index und absurd kurze Rhythmen für die Performance-Berichterstattung führen zu einer systematischen Ladehemmung für Langschüsse. Wirtschaftlicher Erfolg und damit eine besondere Titelperformance stellt sich aber nie über Nacht ein, sondern braucht Zeit.

Eine Wahrheit gibt es bezüglich der Frage, welche Anlagestrategie am Ende die erfolgreichere ist, offensichtlich nicht. Kostenüberlegungen sprechen bei kleineren Vermögen für Indexprodukte und ähnliche Vehikel, während bei grösseren Vermögen die aktive Bewirtschaftung möglich und auch sinnvoll ist. Falsch wäre es unseres Erachtens, die zwei Vorgehensweisen zu einer Glaubensfrage emporzustilisieren. Vielmehr ist auch hier Pragmatik angesagt. Entscheidender ist, dass überhaupt in genügendem Masse diversifiziert wird, und auch dies wiederum nicht zum Selbstzweck, sondern um den *Handlungsspielraum* für die eine oder die andere Risikonahme zu *erhöhen*.

Denken wir daran: Eine Ratte wird niemals den Vorwurf erheben, ungeniessbare Kost vorgesetzt bekommen zu haben. Hüten wir uns also auch davor, den Märkten Irrationalität vorzuwerfen. Vielmehr geht es darum, mit dem umgehen zu können, was wir vorgesetzt bekommen. Vielseitigkeit und ein waches Auge, wo der nächste Nahrungstopf entsteht – das ist das Rezept. Rattengleich.

KH, 15.1.2001