

## Diffuse Ängste. Konkrete Antworten?

### 1. Die Pest und ihre Ursachen

In dem von ihm herausgegebenen Buch „Angst vor Gefahren oder Gefahren durch Angst?“ (Verlag Neue Zürcher Zeitung, 2005) unterstreicht der Freiburger Ökonom Guy Kirsch die Notwendigkeit, zwischen „Angst“ und „Furcht“ zu unterscheiden. Der Begriff Angst umschreibt unguete, mulmige, beengende Gefühle vor einer existierenden oder vermuteten, jedenfalls aber weitgehend undefinierten Gefahr. Mit „Furcht“ wird dagegen die Reaktion auf einen konkreten gefährlichen Sachverhalt beschrieben. Kirsch weist auf den evolutionären Vorteil hin, den der Mensch in seiner Entwicklungsgeschichte durch die Fähigkeit erlangt hat, Gefahren klar zu erkennen, zu benennen und zu bekämpfen. Angst allein und erstarrende Lähmung hätten nicht genügt, um das physisch eher schwächliche Wesen inmitten von Mammuten, Hyänen und Schlangen zur Krönung der Schöpfung werden zu lassen. Die Fähigkeit, „Angst“ in „Furcht“ zu transformieren, ist ein wesentliches Bestimmungsmerkmal der menschlichen Existenz.

Die Angst vor Unbekanntem und Unerklärbarem beziehungsweise der Versuch, die diffuse Unsicherheit zu konkretisieren, hat die Menschheitsgeschichte seit je geprägt. Wo nicht innert nützlicher Frist Klärung bezüglich der Ursachen gefunden werden konnte, musste entweder die Religion angespannt oder mussten Sündenböcke ermittelt werden. Häufig auch beides zusammen. Im Spätmittelalter brach in Mitteleuropa zum ersten Mal die Pest aus und verängstigte die Gesellschaft in hohem Masse. Da die damaligen Methoden weder vom zur Verfügung stehenden Instrumentarium noch von der Vorgehensweise her geeignet waren, die Krankheitserreger und die sie übertragenden Mechanismen aufzuspüren, erledigte man die Transformation von „Angst“ in „Furcht“ dadurch, dass „Pestleutchen“, später auch Hexen, als Verursacher der Pandemie erkorren wurden. Im mittelalterlichen St. Gallen, der Vaterstadt unseres Bankhauses, nahm man kur-

zerhand die jüdische Bevölkerung fest und liess sie verbrennen. Dabei entledigte man sich auch gleichzeitig der Schulden, die man bei ihr eingegangen war. Ein typischer Vorgang, ein immer wieder beobachtbares Muster in der Geschichte: Der Transformationsprozess von „Angst“ zu „Furcht“ bewirkt völlig falsche und haltlose Resultate mit zum Teil grauenhaften Nebeneffekten. Erst viel später, aus sicherer Distanz zum beängstigenden Sachverhalt und mit den Augen aufgeklärter Wissenschaftlichkeit, werden die wahren Kausalitäten eruiert.

In der Wandlung diffuser Ängste zu konkret begründeter Furcht liegt nicht nur ein durch die Evolution hervorgebrachtes Grundbedürfnis des Menschen, sondern auch eine wesentliche Wertschöpfungskomponente, eine ökonomische Leistung also. Professor Kirsch zeigt auf, dass die Tätigkeit der Medien – von Zeitungen, Fernsehanstalten, Internetpages und Internetblogs – im Grunde genommen nicht der Information als solcher dient, sondern vielmehr dem Einsatz von Information respektive dessen, was man für Information hält, zur Erzeugung von Furcht. So werden unguete Gefühle in Reaktionen auf konkrete Gefahren verwandelt. Es gibt eine (offensichtlich immense!) Nachfrage nach „Furcht“, und entsprechend glücklich kann sich jene Medienunternehmung wähen, der es regelmässig gelingt, tatsächliche oder vermeintliche Sündenböcke und „Pestleutchen“ zu kreieren. In diesem Lichte betrachtet, werden die Erfolge beispielsweise der amerikanischen Fernsehkette „CNN“ rational völlig erklärbar.

Der Verfasser des Kommentars wurde kürzlich von einem Journalisten befragt, was denn der Hintergrund der gegenwärtig offenbar förmlich greifbaren Verunsicherung an den Finanzmärkten sein könnte. Die Gegenfrage lautete, weshalb man denn von „Verunsicherung“ sprechen dürfe, wenn die Aufgeregtheit im Kursgefüge, die sogenannte Volatilität, dermassen gering sei. Darauf folgte eine Kaskade von Themen mit weitgehend unbekanntem oder unscharfem Konturen – kein Benennen konkreter Risiken also, sondern vielmehr eine ziemlich ratlose Auflistung dessen, was auf der Welt auch noch so alles pas-

sieren könnte – und dahinter das dringende Bedürfnis, aus der diffusen Angst zu konkreten Sachverhalten mit konkreten Eintretenswahrscheinlichkeiten vorzustossen.

Vermutlich wird allgemein unterschätzt, wie einschneidend und mehrdimensional der Umbruch ist, der die letzten Jahre gekennzeichnet hat und der uns auch noch für die kommende Zeit beschäftigen wird. Es ist zwar gefährlich, vorzeitig Zeitwenden zu definieren. Dennoch ist der Parallele des Übergangs vom Spätmittelalter zur Neuzeit mit dem gegenwärtig zu beobachtenden Umbruch einiges abzugewinnen. Der vorliegende Kommentar versucht, in ein paar wenigen Teilbereichen einige Konturen zu zeichnen und dabei möglichst zu vermeiden, „Pestleuten“ die Schuld zuzuschreiben, sondern, wenn schon, eher das Bakterium *Yersinia pestis* und den Pestfloh *Xenopsylla cheopis* zu erkennen und zu benennen. Im weiteren wird der Frage nachgegangen, ob „Angst“ und „Börse“ ein sinnvolles Begriffspaar sind oder nicht. Am Ende werden dann ein paar konkrete Ideen zu den vorgängig konkretisierten Herausforderungen entwickelt.

## 2. Aus der Wurmloch der Pandora...

Im *geopolitischen Bereich* kann man, ohne jeden Zynismus wohlverstanden, die Zeit nach dem 11. September 2001 als eine die Herzen der Menschheit befriedigende Phase der klaren Benennung des Bösen bezeichnen. Es war, wenigstens für eine gewisse Zeit, klar, wo die grossen Gefahren für die zivilisierte Welt herrühren. CNN und die amerikanische Regierung machten zünftig Gebrauch von diesem Zustand, und er dauerte ungefähr bis in den zweiten Golfkrieg hinein an, nämlich bis zu dem Zeitpunkt, als klar wurde, dass die Geschichte mit den Massenvernichtungswaffen in den Händen des – Osama bin Laden allmählich stellvertretenden – Saddam Hussein doch nicht ganz der Wahrheit entsprach. „Al Kaida“ und die ganze, grosse Thematik des internationalen Terrorismus hat in der Zwischenzeit wieder weitgehend unklare Konturen erhalten. Aus der Furcht vor dem Bakterium *Osama pestis* ist wieder eine diffuse Angst geworden. Kein Kleinkrimineller, dem nicht mittlerweile Verbindungen zu „Al Kaida“ nachgesagt würde – mit dem Effekt, dass die fraglos vorhandene Hydra ungleich mächtiger und unheimlicher erscheint, als sie es je sein könnte. Angst ist die Folge: Die einen befürchten demnächst eine nukleare Variante des 11. Septembers in Form einer „dirty bomb“ im Hafen von New York oder von Shanghai oder in der Londoner U-Bahn, die anderen sagen eine nächste Bioterrorwelle voraus,

und je länger der Zustand anhält, desto mulmiger werden die Gefühle.

Ähnlich diffus erscheinen die Lagebeurteilungen zum säkularen Aufstieg *Chinas*. Aus der Tatsache, dass dieses Riesenland mit seinem unglaublichen Sozialgefälle (einem nach 55 Jahren Realsozialismus übrigens bemerkenswerten Phänomen...) zu einem anhaltend hohen Wirtschaftswachstum gefunden hat, werden alle möglichen und unmöglichen Folgerungen gezogen. Die einen sehen China schon bald in Konkurrenz zur Weltmacht USA, die anderen sehen es zerfallen, noch anderen dient China zur Erklärung des eigenen wirtschaftlichen Ungenügens („Auslagerung von Arbeitsplätzen“ und dergleichen). Die immensen strategischen Defizite Chinas, nämlich zum Beispiel die Absenz einer einigermaßen offenen Gesellschaftsordnung, die völlige Abhängigkeit des Riesenreichs von einer sicheren Zufuhr an Rohstoffen, die prekäre Versorgung mit Wasser und Elektrizität, der Mangel schliesslich an der wichtigsten Ressource jedes Landes, dem Nachwuchs (wegen der Ein-Kind-Politik wird China bei steigender Lebenserwartung zum Land mit der unausgewogensten Alterspyramide der Welt!) – mithin alles Gefahren mit sehr klar erkennbaren Konturen – werden bei diesen Betrachtungen geflissentlich ausgeklammert. Die Transformation von Angst zu Furcht (wenn überhaupt) hat bezüglich China noch in keiner Weise stattgefunden.

In diesem Zusammenhang stehen dann die ebenfalls weitgehend diffusen Ängste rund um die Gewichtungen im derzeitigen Welthandel. Man spricht von einem „unhaltbaren“ Ungleichgewicht, das sich allerdings bemerkenswert hartnäckig hält, weil die USA nun bereits für etwa 700 Milliarden Dollar mehr Güter importieren, als sie auszuführen in der Lage sind. Dahinter steht eine im Vergleich zu den Europäern deutlich konsumfreudigere Stimmung unter den Yankees. Diese Konsumfreude bestimmt seit Jahren, auch über den 11. September 2001 hinweg, das robuste Wirtschaftswachstum in Amerika, und weil in Europa eine vergleichbar positive Stimmung just fehlt, sind es denn auch vor allem kontinentale Stimmen, die alle möglichen und unmöglichen Menetekel an die Wand malen. *Leistungsbilanzdefizite* müssen finanziell ausgeglichen werden, und das werden sie auch, nämlich über die Kapitalverkehrsbilanz, in concreto, indem die chinesische und andere Notenbanken zuhauf amerikanische Schuldverschreibungen aufkaufen. Was aber, wenn die Chinesen keine Dollars mehr wollen? Was, wenn sie ihre Währung aufwerten? Was, wenn sie die angehäuften Dollars verkaufen wollen, diese aber gar nicht mehr vernünftig ab-

stossbar sind, weil bekanntlich ein Schuldnerproblem, wenn es genug gross geworden ist, zum Gläubigerproblem wird? Was, wenn der amerikanische Konsum einbricht? Weil die US-Regierung ihr Staatsdefizit allenfalls doch wieder einmal ins Lot bringen will oder muss?

Am Rande dieser Wolke aufgewirbelter, unlösbarer Fragen türmt sich ein weiterer Berg ökonomischer Probleme auf: die *Zinsfrage*. Wir haben sie in unserem letzten Anlagekommentar in extenso behandelt. Beizufügen gibt es hierzu nichts, ausser vielleicht, dass es sehr bemerkenswert ist, dass es in der Zwischenzeit nichts beizufügen gegeben hat. Die Zinsen am langen Ende der Zinskurve zogen nämlich während kurzer Zeit ein wenig an, um heute in praktisch allen relevanten Währungen noch tiefer zu liegen als zuvor. Das Greenspan'sche „conundrum“ hält an: Bei beispielloser Liquiditätsversorgung des Systems über Jahre hinweg besteht praktisch kein Inflationsdruck, und das erst noch trotz dramatisch gestiegener Ölpreise. Bei – in Amerika – ansprechendem Wachstum tun die Langfristzinsen so, als stünde eine Rezession bevor. Und jedermann, der Geld hat oder auf sicheren Ertrag von Geld angewiesen wäre (Pensionskassen, Lebensversicherungen und darüber hinaus: eigentlich wir alle!), verzweifelt an der Aussicht auf anhaltend tiefe Renditen. Was, wenn diese Situation noch viel hartnäckiger nachhaltig bleiben würde, als sie es schon bis heute ist? Was aber, wenn die Zinssituation doch plötzlich kippen würde? Irgendwelche Muster aus der Vergangenheit gibt es nicht. Die Orientierungslosigkeit erzeugt Angst, Angst in dem von Professor Kirsch definierten Sinne: Diffuse unguete Gefühle gegenüber einem weitgehend unbekanntem Phänomen.

Renditearmut, Aussicht auf tiefere Renten im Alter – und das bei einer zunehmend älter werdenden Gesellschaft! – rekordhohe Arbeitslosigkeit, anhaltendes Nullwachstum: Das ist das Bild in *Europa*. Gleichzeitig ist just dieses Schauerbild aber auch gekennzeichnet von offenkundig sehr erfolgreichen, wendigen Unternehmungen im globalen Markt der Komponenten für alles und jedes, was irgendwie als Komponente zu produzieren ist. Die Stimmungslage des Durchschnittseuropäers ist, milde ausgedrückt, mies. Er muss um seinen Arbeitsplatz bangen, weil – eben – einerseits sein Arbeitgeber überall shoppen kann und weil andererseits die rasante Ausbreitung des politischen Kolosses der EU eine reale Erhöhung im Angebot billigerer Arbeitskräfte beschert. Er muss aber auch um seine künftige Beschäftigung bangen, weil dasselbe politische System alles daran setzt, dass keine neuen Arbeitsplätze in Form von jungen, in neuen Feldern aussichtsreichen

Unternehmungen entstehen können. Die in Kern-europa vorherrschenden konfiskatorischen Steuergesetze und blödsinnigen Regulierungen verhindern eine Lösung der durch den Umbruch entstehenden Probleme sozusagen *ab ovo*.

Mutlosigkeit ist die Folge, eine völlige Desillusionierung über die Institutionen und deren Problemlösungskapazität, eine zunehmend zynische Haltung gegenüber Führungsgestalten in Politik und Wirtschaft, von denen heute a priori vermutet wird, dass sie unehrlich sind und nichts anderes als ihren Eigennutz im Sinne haben. Eine Vermutung übrigens, die den politökonomisch Denkenden nur wenig überrascht. Die diffusen Ängste betreffen ein Europa, das durch wenig oder gar kein Wachstum gelähmt ist, in welchem aber die Unternehmungen und die hinter ihnen stehenden Kapitalgeber durch die Fähigkeiten in der globalen Arbeitsteilung hervorragend verdienen, der Mittelstand durch Besteuerung noch weiter ausgehungert wird, im gewerkschaftlich kartellisierten Arbeitsmarkt systematisch Arbeitsplätze vernichtet werden und mit hoher Wahrscheinlichkeit in den Zuwanderern bald einmal „Pestleuten“ erkannt werden. Anstatt sich um die immensen internen strukturellen Probleme zu kümmern, verfolgen die Politiker auf der Ebene der EU wie auch der Mitgliedsländer eine aggressive Erweiterungspolitik und „kaufen“ zu einem hohen Preis hohe Risiken ein. Mit Rumänien und Bulgarien folgen 2007 finanziell höchst wackelige und innerlich wenig gefestigte Länder nach, und schon steht die Ukraine vor der Tür, deren Verhältnisse sich nur in der Phantasie von Demokratismus-beseelten Schreibtischtätern seit der November-Revolution des letzten Jahres verbessert haben. In Tat und Wahrheit herrscht dort ein von den USA und Deutschland protegiertes Chaos, in welchem Korruption und Erpressung die Regel und nicht die Ausnahme sind.

Der Schweizer kennt die Folgen einer aggressiven Erweiterungspolitik ohne Ansehen der eingekauften und angegliederten Qualitäten vom Beispiel der Swissair her. Man nannte dies die „Hunter-Strategie“, und sie führte zum Grounding und zum Konkurs der einst so erfolgreichen Fluggesellschaft. Was in unserem Land also konkrete Furcht sein müsste, bleibt im Rest von Europa vorerst lediglich diffuse Angst vor einem „Etwas“, das es so eigentlich nicht geben dürfte.

### 3. Angst als schlechter Ratgeber

Man könnte die Aufzählung noch weiterführen. Problemlos, und der Vorgang würde immer beängstigender. Die Frage ist nur, wie relevant die Liste schliesslich für den Anleger ist, denn darum allein und nicht um irgendwelche politischen oder

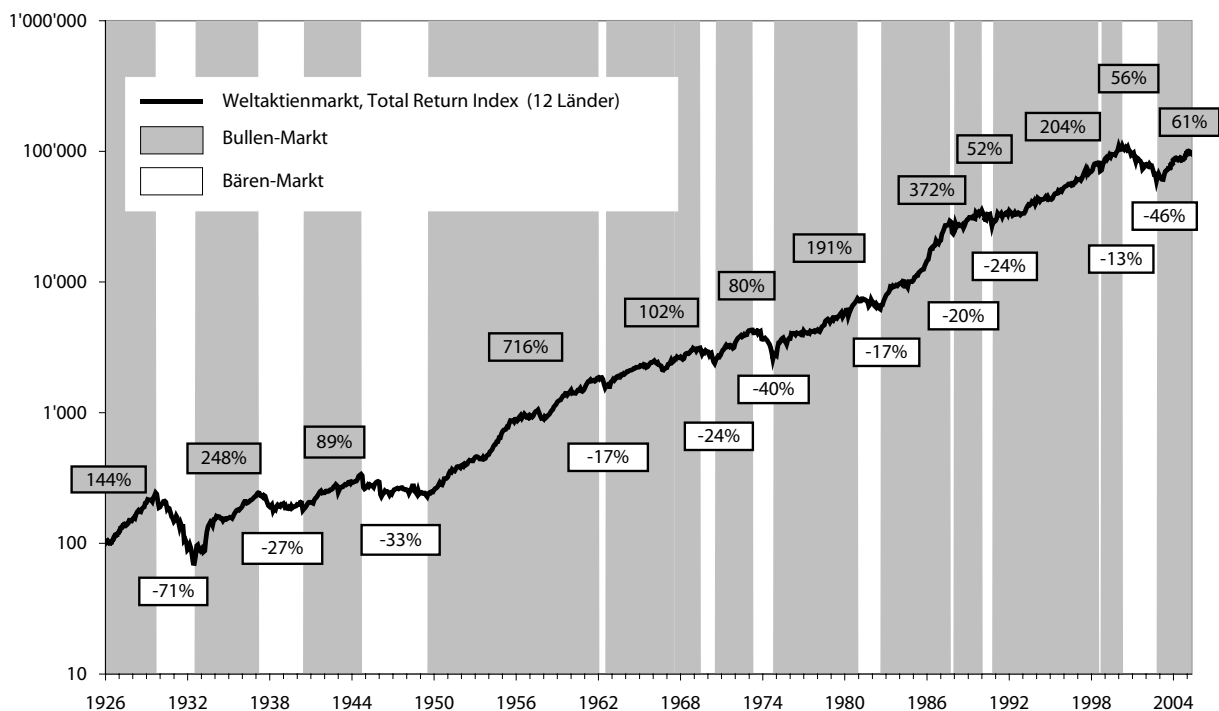
weltanschaulichen Befindlichkeiten geht es in einem Anlagekommentar ja.

Der Blick auf den langfristigen Verlauf eines sehr breitgefassten Aktienindexes lässt es als ziemlich abwegig erscheinen, im Zusammenhang mit der Börse das Wort „Angst“ oder „Furcht“ zu verwenden. Wer Ende 1925 einen Betrag von 100 USD im (damals zugegebenermassen noch inexistenten) Weltindex MSCI World investiert und

seinem langen Anlegerleben wäre der September 1931 gewesen mit einem Verlust von -22.4 Prozent; ähnlich schlimm waren Oktober 1944, Januar 1946 und Oktober 1987. Der extremste Tagesverlust hätte ihn am 19. Oktober 1987 (-20.5 Prozent, USA) ereilt, und die negativste Jahresrendite hätte er 1931 entgegennehmen müssen (-32.5 Prozent). Schlimm, gewiss. Aber wirklich ein Grund für Ängste, ja Panikreaktionen?

## Entwicklung Weltaktienmarkt 1925-2004

Indexiert, in USD



Quelle: Bloomberg, Global Financial Data,

sämtliche Kapitalerträge (Dividenden, Zuflüsse aus Aktienrückkäufen usw.) immer wieder gemäss seiner ursprünglichen Anlageentscheidung investiert hätte, der besässe heute (Ende April 2005) 95'641 USD. Die jährliche Rendite hätte bei 9 Prozent gelegen, bereinigt um amerikanische Inflationsraten von durchschnittlich 3 Prozent immerhin 6 Prozent. Dies trotz angsteinflössenden Ereignissen wie des Börsen-Crashes von 1929 und der nachfolgenden Wirtschaftskrise, des 2. Weltkriegs, der Kuba-Krise, des Vietnamkriegs, des Börsen-Crashes von 1987 und der Terroranschläge von 2001.

Die längste Durststrecke, definiert als eine spezielle Krise oder eine zusammenhängende Phase mit mindestens 20 Prozent Verlust vom letzten Hoch, die der Anleger hätte überstehen müssen, hätte rund 58 Monate gedauert (August 1944 bis Juni 1949), die zweitlängste 39 Monate (März 1937 bis Mai 1940). Der schlimmste Monat in

Dazwischen hätte sich der Anleger nämlich auch freuen können. Zum Beispiel am grössten Tagesanstieg um +16.6 Prozent am 15. März 1933 (USA) oder an der längsten praktisch rückschlagsfreien Periode von 12½ Jahren von Juli 1949 bis Dezember 1961. Ja, einige Jahre wären beinahe zum Jubeln gewesen, und das sogar in Folge, zum Beispiel die Jahre 1985 (+41.8 Prozent), 1986 (+42.8) und 1987 (+16.8). Hätte der Anleger eine Bandbreite von Jahresverlusten bis zu -10 Prozent als unproblematisch eingestuft, vorausgesetzt, die negativen Jahre träten nicht in Folge auf, dann hätte er während immerhin 66 von 79 Jahren (seit 1925) kaum Anlass zu Sorgen, geschweige denn Angst haben müssen.

### 4. Baissen sind realexistierende Phänomene

Tage wie der 11. September 2001: Ein Kurssturz um -10.2 Prozent unter dem Eindruck der in sich zusammenbrechenden Türme des World Trade

Centers und der lähmenden Ungewissheit, ob zusätzliche Ziele nach den beiden Wolkenkratzern und nach dem Pentagon noch auf dem Programm stünden (was ja in der Tat geplant war – United Airlines Flight 93 hätte ja höchstwahrscheinlich das Weisse Haus treffen sollen) – ein Kurssturz war sozusagen zwingend. Plötzlich hereinbrechende Information: Manifeste hätte sie nicht ausfallen können! Eine ziemlich neue Art der Bedrohung, das Ende des von Francis Fukuyama einst angekündigten Endes der Geschichte, der brutale Schlusspunkt unter einem Dezennium des das bipolare Weltsystem ablösenden globalen Friedens, die klamme Ahnung, dass der zivilisierte und pluralistische Westen Schwierigkeiten haben würde, mit den religiös-fanatistisch motivierten Tätern adäquat umzugehen.

Aber nicht jeder Kurssturz an den Börsen war von der Art des 11. September 2001. Die legendären Kursstürze vom 29. Oktober 1929 und vom 19. Oktober 1987 erfolgten sozusagen aus heiterem Himmel. Noch hatten gerade alle möglichen Experten erklärt, wie berechtigt das (hohe) Preisniveau für Eigentumsanteile sei, wie brillant die künftige Wirtschaftsentwicklung verlaufen werde, wie besonders gerade der Aktionär (und nicht die Stakeholders wie das Management, die Arbeitnehmer oder andere Teile der Gesellschaft) an diesem Wachstum partizipieren würden. Von den Auslagen der Kioske lächelten in Hochglanzmagazinen die Helden des Booms mit ihren Colgatezähnen dem Publikum entgegen; dieses seinerseits setzte zu immer drastischeren Anstürmen auf die Schalter an und kaufte zusammen, dass die Schwarte krachte. Qualitätsüberlegungen hatten keine Konjunktur, Hauptsache, man war dabei.

Und dann war plötzlich alles anders. Wie durch einen Flügelschlag des berühmten australischen Schmetterlings ausgelöst, brachen die Kurse ein, und Panik ergriff das Publikum und die professionellen Händler. Verkaufsaufträge fanden keine Gegenparteien mehr, die Kurse gingen nur noch in eine Richtung, nämlich nach unten, und bald einmal hatte sich „die Börse halbiert“, Milliarden waren vernichtet, und eine ganze Anlegergeneration war ärmer, deutlich ärmer geworden.

Zu behaupten, der Informationsstand zwischen dem Tag  $T_0$  und dem Tag  $T_1$  habe sich eben drastisch verändert, und deshalb entspreche der Vorgang zwischen euphorischem Rausch und ernüchterndem Kater durchaus dem Verhalten von Anlegern mit rationaler Erwartungsbildung, verkennt das tautologische Element im Argument. Der Informationsstand hatte sich zwar tatsächlich verändert, aber lediglich um die Tatsa-

che, dass ein Kurssturz im Gange war, dass also alle anderen Anleger plötzlich auch andere Erwartungen hatten. Dass sich in der Zwischenzeit an den Gegebenheiten der realen Wirtschaft aber kaum etwas verändert hatte, übersieht das Argument geflissentlich.

Angst und Furcht dürfte es unter Marktteilnehmern mit einigermaßen rationaler Erwartungsbildung genausowenig geben wie die übertriebene positive Sicht des Kaufrauschs, die Gier – wenigstens nicht unter den Bedingungen, wie sie an einem „Nicht-11. September“ gegeben sind, an Tagen also, an denen man gewöhnlich zur Arbeit geht, seinen Kaffee schnappt, die Zeitung liest – und an dem dann der Kurssturz stattfindet.

Es gibt sie an den Börsen aber offensichtlich, die Furcht, die Angst, die Panik. Weshalb?

##### **5. Vernachlässigung der Diversifikation, zu wenig Zeit: berechnete Angst!**

Den Anleger, der auf die langfristige Entwicklung eines breitgefassten Indexes bauen könnte, gibt es aus verschiedenen Gründen kaum. Seien es nun Private oder auch sogenannte Institutionelle, die Anleger weisen nebst ihrem zur Disposition stehenden Geldvermögen ja auch noch andere Aktiven auf, zum Beispiel Liegenschaften oder künftiges Lohneskommen. Sie wohnen irgendwo oder sind an mehreren, aber bestimmten Standorten domiziliert. Aus den jeweiligen spezifischen Umständen fließen auch ziemlich individuelle Verpflichtungen, also Positionen auf der Passivseite der jeweiligen Bilanz. Würde man alles, also Aktiv- und Passivseite des Anlegers, einer sauberen Analyse unterziehen, dann würde in der grossen Mehrzahl der Fälle als optimale Anlage nicht der breitangelegte Weltindex resultieren, sondern individuelle Anlagesubstrate. Wieso? Weil der Anleger beispielsweise eine individuelle Exposition in einer bestimmten Branche hat. Nehmen wir einmal an, er arbeite in der Pharma-Industrie, dann darf er wohl den ebenfalls mit Pharma-Aktien durchsetzten Weltindex (der Pharma-Anteil am MSCI World beträgt derzeit rund 10 Prozent) nicht vorbehaltlos hinnehmen. Nehmen wir zudem an, der Hauptteil seiner Verpflichtungen fiel in einer Währung wie dem Schweizerfranken an. Kann er sich dann das Währungsrisiko eines MSCI World (Anteil US-Dollar derzeit bei 52.3 Prozent) so ohne weiteres leisten?

Der Anleger kommt kaum darum herum, die breitangelegte Anlage sowohl branchenmässig als auch territoriumsbezogen zu korrigieren; er wird deshalb unter anderem bei einem sogenannten Home-Bias landen, einer Übergewichtung von

Anlagewerten im Heimatland. Das ist zwar nachvollziehbar und in Bezug auf die spezifische Situation „rational“, aus übergeordneter und aggregierter Sicht aber ziemlich suboptimal. Länderindizes (auf das läuft es im „Home-Bias“ ja hinaus) sind risikoreicher als der Weltindex. Sie schwanken stärker und weisen in der Regel zumindest ähnlich lange Durststrecken auf (vgl. dazu die untenstehende Tabelle). Diese höhere Volatilität der weniger diversifizierten Anlage, die grösseren und häufigeren Ausschläge ergeben eine holprigere Vermögensentwicklung, was Anlass zu Furcht- und Angstzuständen sein kann.

### Volatilitäten und Baissen verschiedener Aktienmärkte seit 1925

Aktienmarkt	Annualisierte Volatilität*	Dauer längste Durststrecke**
Welt	15.6%	58 Monate
Grossbritannien	16.7%	43 Monate
Schweiz	17.9%	57 Monate
Japan	21.5%	53 Monate
Frankreich	24.2%	90 Monate
Deutschland	26.6%	56 Monate
Italien	29.4%	54 Monate

\* Berechnet aus Monatsendwerten der Total Return Aktienindizes in Lokalwährung (Welt in USD) seit 1925.

\*\* Durststrecke: zusammenhängende Periode mit mehr als 20% Verlust vom letzten Hoch.

Quelle: Datastream und Global Financial Data

Noch wichtiger ist aber ein weiterer Punkt: Nur wenige Anleger haben einen Anlagehorizont, der mit den Fristigkeiten einer Aktienanlage, und wäre es auch ein ziemlich gut diversifizierter Index, in Übereinstimmung zu bringen wäre. Nehmen wir einmal an, unser in der Pharma-Industrie tätige Schweizer wäre anfangs 2001 im Alter von 65 Jahren pensioniert worden und er hätte sich sein Pensionskassenvermögen auszahlen lassen. Den Betrag hätte er im Hinblick auf die schönen Durchschnittsrenditen an den Aktienmärkten zu 50 Prozent in MSCI World, zu 25 Prozent im europäischen und zu 25 Prozent im schweizerischen Aktienmarkt angelegt. Per 31. Dezember 2002 wäre sein zur Verfügung stehendes Kapital auf 56.8 Prozent geschrumpft, und unter Annahme einer historischen Jahresrendite von 7.7 Prozent müsste er bis Ende 2010 warten, bis er sein Ursprungskapital wieder erreicht hätte. Wollte er naheliegenderweise auch dann und wann einmal vom Kapital und dem Ertrag etwas beziehen, sagen wir z.B. 5 Prozent pro Jahr, so würde die Erholungsphase 22 Jahre dauern (bis Ende 2024). Unser Anleger wäre dann 88 Jahre alt. Doch nicht einmal dann könnte er vollständig sicher sein, dass er das Niveau von 2001 wieder erreichen würde, denn die Eintrittswahrscheinlichkeit

für dieses Ereignis liegt lediglich bei 92.5 Prozent, oder anders gesagt: In 7.5 von 100 Fällen würde der ursprüngliche Zustand innerhalb der durchschnittlichen Lebenserwartung unseres Anlegers gar nicht erreicht werden. Kein Wunder also, wenn Anleger bei Kurszerfällen mit Panik reagieren. Die Kapitalvernichtung kann für das Individuum schrecklich sein, wenn die aggregierte Welt auch fröhlich weiterexistiert.

### 6. Angsterzeugende Anreize

Sehr viele Vermögen werden ohnehin gar nicht so verwaltet, dass die Annahme vom langfristigen Zeithorizont stimmt, selbst wenn ein solcher faktisch vorhanden wäre. Vielmehr bestimmt der bedeutend kürzere Berichterstattungshorizont die Fristigkeit der Optimierung, und im besten Fall beträgt dieser Berichterstattungshorizont ein Jahr; vielfach ist er aber auch deutlich kürzer gewählt. Sämtliche institutionellen Vermögen und eine Vielzahl privater Anlagen werden durch einen Dritten, einen am Vermögenserfolg nicht unmittelbar Beteiligten, einen „Agenten“ verwaltet, und es gilt, dessen Leistungen periodisch zu überprüfen. Im besseren Falle geschieht dies, indem man die effektiv erzielte Portfoliorendite mit derjenigen des vorbestimmten Zielportfolios (Benchmarkportfolio) vergleicht, und im noch besseren Falle bezieht man die Risikonahme des „Agenten“ während der Berichterstattungsperiode in die Beurteilung mit ein. Bedeutend häufiger ist aber der schlechtere Fall, und da geht es dann ganz einfach um die während der beobachteten Zeitspanne erzielte absolute Rendite. Wer die Praxis des Vermögensverwaltungsgeschäfts auch nur ein wenig kennt, der wird bestätigen, wie sich die Angelegenheit in Tat und Wahrheit präsentiert: Relative Verluste gegenüber dem Benchmark sowie Abweichungen bezüglich Risikonahme werden verziehen, negative Renditen jedoch kaum, und schon gar nicht, wenn sie in Folge auftreten. Dieser zumindest implizite Druck auf die „Agenten“ führt dazu, dass diese nicht den Vermögenserfolg optimieren, sondern vielmehr ihr Überleben innerhalb der von immer kürzeren Berichterstattungsintervallen gekennzeichneten Vermögensverwaltungsindustrie sicherstellen. Dass Angst und Furcht sie packt, wenn negative absolute Renditen drohen, ist nichts als natürlich. Lieber sich noch rechtzeitig absetzen, als die Jahres- oder Monatsrendite zu gefährden.

Was resultiert, ist ein enorm zyklenverstärkendes Anlageverhalten. Dieses wird zusätzlich genährt durch gesetzliche Rahmenbedingungen, die panikartige Absetzbewegungen praktisch erzwingen, indem zum Beispiel eine Solvabilitätsquote

eingehalten werden muss, und durch den Umstand, dass immer mehr Privatanleger, die ja eigentlich gerade nicht an bestimmte Berichterstattungsintervalle gebunden wären, ebenfalls diese Kurzfrist-Optimierung wählen. Jedenfalls lässt sich der Drang zu den „Absolute Return“-Produkten kaum anders erklären.

Zwischen der objektiv optimierbaren Langfristigkeit des Anlegerkalküls und der subjektiven Befindlichkeit der Vermögensverwaltungsagenten klafft eine riesige Divergenz. Insgesamt fürchten sich alle Teilnehmer: Der Anleger vor absoluten Verlusten, obwohl er an sich langfristig gesehen solche vielfach ohne weiteres ertragen könnte; sein „Agent“ hat Angst, dass er eines der kurzen Berichterstattungsintervalle nicht überleben wird; und eigentlich müssten alle beide Angst haben, weil sie dadurch die langfristigen Ziele verpassen werden.

### **7. Nachlaufen: Bequem. Aber Lemminge tun's auch.**

Es geht also möglicherweise doch nicht so rational zu und her, wie es uns das Modell der effizienten Märkte und der rationalen Erwartungsbildung nahelegen will. Damit sind wir beim dritten Grund, weshalb Angst und Börse ein gültiges Begriffspaar sind. Das Modell unterstellt ja, dass zu jedem Zeitpunkt aufgrund der vorhandenen Information der jeweilige individuelle Nutzen optimiert wird. Das Modell vergisst dabei, dass es zwischen „vorhandener Information“ und deren Interpretation einen Unterschied gibt. Wer wollte sich schon, vor allem im Internetzeitalter, über zu wenig Information beklagen? Aber aus der Riesenmenge das Relevante herauszufiltrieren und die für die individuelle Nutzenoptimierung einigermassen vertretbaren Schlüsse zu ziehen: Das sind zweierlei Paar Schuhe.

Die Interpretation von (immer mehr) Information ist ein aufwendiger, ein mühsamer, ein kostspieliger Vorgang. Ihn vermeiden zu wollen, wenn sich dies vertreten lässt, ist nicht nur verständlich, sondern meistens auch lohnend. Denn wenn viele andere eine Zeit lang dasselbe tun, dann ergibt sich daraus eine Art Mainstream, der, sich selber extrapolierend, kursbildend ist. „La hausse amène la hausse“ heisst eine der vielen „Börsenwahrheiten“. Sie trifft zu, zumindest für eine unbestimmte Weile, nämlich so lange, als es sich nicht lohnt, eine andere Meinung zu haben als der Mainstream. Irgendwann ist das Extrapolationsspiel dann zu Ende, und ein neuer Mainstream beginnt sich nach anfänglichem Börsenflattern zu bilden. Die Bruchzone zwischen Mainstream 1 und Mainstream 2 ist durch Gefühle des Verlorenseins, der mangelnden Orien-

tierung, des Überhandnehmens von Risiken, der Bodenlosigkeit gekennzeichnet. Panik kommt auf. In der Zeit des grossen Extrapolationsspiels baute sich Unbehagen auf, das unbestimmte Gefühl, dass „etwas“ nicht stimmen könne, dass die Kurse überhöht seien. Und lange, sehr lange vielleicht, wird solches Unbehagen Tag für Tag durch noch höhere Kurse desavouiert, werden mahnende Stimmen ridikulisiert. Hochgefühle und angstvolle Beklommenheit sind die Begleiter von Börsenblasen.

Und die Zeit nach dem Platzen der Blase? Sie ist gekennzeichnet durch den ins negative gekehrten Herdentrieb. Mehr des Unguten wird in die Zukunft extrapoliert, und das kleinste Zeichen, dass solcherart Erwartung auch zutrifft, führt zu neuerlichen Rückschlägen. So lange, bis die Hoffnungslosigkeit auch noch den letzten Optimisten im negativen Mainstream vereinnahmt hat. Dann ist es wieder Zeit für einen Flügelschlag des australischen Schmetterlings.

Das geschilderte Modell, welches die Bildung von Mainstreams jenseits individueller Erwartungsbildung zulässt, wurde erstmals vom Stanford-Ökonomen Mordecai Kurz in seinem Buch „Endogenous Economic Fluctuations: Studies in the Theory of Rational Beliefs“ beschrieben. Wir haben es im [Anlagekommentar](#) vor rund 3 Jahren erstmals beschrieben ([Anlagekommentar](#) Nr. 214 vom 18. März 2002). Mordecai Kurz definiert „rational beliefs“, welche das Individuum wählt, um nicht dauernd „rational expectations“ bilden zu müssen. Das Modell Kurz' widerspricht dem Modell der rationalen Erwartungsbildung nicht, sondern inkorporiert es als Spezialfall. Es ist allgemeiner, und es lässt das offensichtlich existente Phänomen der Blasenbildung und des Panikverkaufs an den Märkten zu. Das Modell kann zudem die Überrendite von Aktien gegenüber Bonds erklären, was den Vertretern des Modells der rationalen Erwartungsbildung nie gelungen war. Hierin liegt die Stärke des Modells. Die Schwäche liegt dagegen in der Unmöglichkeit, durch Mainstreams geformte Extrapolationsphasen bezüglich ihrer Länge zu prognostizieren. Ja, es gehört gerade zu den Axiomen des Modells, dass dies nicht prognostizierbar ist und bleibt und just das Risiko ausmacht, welches den Anleger zum Genuss der Überrendite „berechtigt“.

Noch hat Mordecai Kurz' Modell den Segen des akademischen Mainstreams nicht empfangen, und es ist bezüglich seiner Implikationen für die praktische Anlagetätigkeit noch überhaupt nicht reflektiert. Es will aber scheinen, dass es gescheiter wäre, wenn sich die Academia vermehrt mit die-

sem formalisierbaren Modell beschäftigen würde als mit psychologisierenden „Behavioral“-Ansätzen, welche wenig Erklärungsgehalt aufweisen, höchstens anekdotische Relevanz haben und welche mit Phänomenen wie „Überrendite“, Extrapolation und dergleichen kaum umgehen können.

### 8. Lange Seitwärtstendenz: Grund zum Verzweifeln?

Wenn nicht alles täuscht, dann ist der tiefgreifende Umbruch, in welchem die Welt sich nach ihrer territorialen Erweiterung im Gefolge der Implosion der Sowjetunion, im Zuge der kommunikationstechnologischen Revolution und angesichts der Informationsexplosion in praktisch allen Bereichen von Wissenschaft und Technik befindet, durchaus dergestalt, dass diffuse Ängste für einige Zeit anhalten könnten. Wie wir anhand der Entwicklung des Weltaktienindex gezeigt haben, sind echte Katastrophen zwar zum einen selten und zum andern nie von Dauer, Durststrecken aber weder selten noch unbedingt kurz. Let's face it.

Die Folgen sind absehbar. Der *Finanzsektor*, der von nichts anderem als von der während sehr langer Zeit positiven Zinskurve und von sehr lange sehr attraktiven Aktienrenditen profitiert und dementsprechende Kapazitäten aufgebaut hat, wird *redimensioniert* werden bzw. dorthin verlagert, wo künftig Kapital in hohem Masse alloziert werden muss: In die Schwellenländer. Die tieferen Renditen im Zins- und Aktienbereich werden nach effizienteren Allokationsmechanismen rufen.

Neue, innovative Produkte und Strategien tauchen auf. Ohne falsche Bescheidenheit kann unser Bankhaus auf die nebst den in unsicheren und renditearmen Zeiten ohnehin interessanten strukturierten Produkten neu aufgebaute Linie des „Active Indexing“ verweisen. Eine Art Quadratur des Kreises, indem passive (und entsprechend kostengünstige) Indexinstrumente in aktiver Art ausgesucht und nach einem bestimmten Investitionsintervall eingesetzt werden. „

Active Indexing®“ basiert auf den 17 grössten und liquidesten Länder-Subindices und auf den 10 Branchenindices des Weltaktienindex MSCI World. Monatlich werden die sechs nach unseren Evaluationen „preisgünstigsten“ Länder und Branchen ausgewählt, und entsprechend wird auch investiert. Die ökonomische Überlegung dahinter besteht darin, dass mit einer hohen

Wahrscheinlichkeit Kapital dorthin nachfließt, wo künftig höhere Renditen zu erzielen sind. Das wird kaum dort der Fall sein, wo die Preise für Kapitalanlagen bereits sehr hoch sind, sondern dort, wo noch etwas zu bewirken ist. Der bisherige, nun doch schon über einige Jahre bestätigte Erfolg von „Active Indexing®“ bestärkt uns, auf diesem Weg weiterzugehen.

Der weitere Weg besteht zum Beispiel darin, nebst den „preisgünstigsten“ Subindices auch die teuersten zu berücksichtigen. „Active Indexing® Long/Short“ verfolgt diese Strategie, indem der teure Teil des Weltaktienindex in verkaufter Form der Active Indexing-Strategie beigefügt wird. Durch den gleichzeitigen und beinahe deckungsgleichen Kauf und Verkauf der Subindices resultiert eine teilweise Eliminierung der Marktrisiken. Allerdings würde die Strategie natürlich nicht mit einer allgemeinen Hausse Schritt halten, sondern bildet nur das Differential zwischen „preiswerten“ und „teuren“ Ländern und Sektoren ab. Hingegen lassen sich auch bei sinkenden oder seitwärts tendierenden Märkten positive Renditen erzielen.

Die Familie von „Active Indexing®“ wird komplettiert durch eine „Active Momentum“-Strategie, mit welcher Hausse-Phasen, in denen Value-orientierte Ansätze teilweise hintennachhinken, überbrückt werden sollen. Alle Strategien beruhen auf sehr marktliquiden Indexinstrumenten. Dies ganz im Gegensatz zu vielen Hedge-Funds, für die oft höchstens einmal im Monat ein Preis gestellt wird und die nur sehr beschränkt handelbar sind.

Grund zum Verzweifeln gibt es also nicht, sondern lediglich Gründe, von seinem Vermögensverwalter mehr Intelligenz und Phantasie zu fordern. Diese beiden Eigenschaften werden im übrigen aller Voraussicht nach nicht nur für die erfolgreiche Bewältigung beängstigender Zeiten in der Vermögensverwaltung entscheidend sein, sondern viel genereller: Dass wir in einer tiefstreichenden Umbruchphase leben, steht ausser Zweifel. Angstgefühle sind berechtigt. Dass man aber solche Zeiten erfolgreich bewältigen kann, hat die Menschheit immer und immer wieder bewiesen. Eine empirisch vielfältig unterlegte Einsicht mit sehr klaren Konturen, die sämtliche Ängste vor diffusen Gefahren überstrahlt.

KH, 2.5.2005