

## Anmerkungen zu einem Zwischenfall

### 1. Rollercoaster

Wenn die Sitzung des Stiftungsrats einer kleineren Vorsorgeeinrichtung nicht am Mittwoch, dem 28. Februar 2007, sondern am Montag zuvor stattgefunden hätte, dann wäre mit Sicherheit die Anlagestrategie zur Diskussion gestanden. Man hätte wieder einmal den relativ geringen Aktienanteil am Gesamtvermögen hinterfragt – oder vielmehr: die oberflächlich gesehen relativ mageren letztjährige Rendite kritisiert und damit indirekt den damit betrauten Anlagechef. Worauf dieser sich mit dem Hinweis auf die Strategieverantwortlichkeit des Stiftungsrats zur Wehr gesetzt hätte. Denn bei einem Aktienanteil von 25 Prozent und einem entsprechenden Sicherheitsteil in festverzinslichen Anlagen von 75 Prozent war ein Ergebnis von 4½ Prozent für das Jahr 2006 eigentlich gar nicht so schlecht. Einzelne Stiftungsräte hätten dann vorgeschlagen, man sollte das Portfolio doch mit alternativen Anlagen wie Hedge Funds ergänzen, um auf diese Weise die Rendite zu steigern, angeblich ohne damit das Risiko zu erhöhen. Und vielleicht hätte man angesichts des so schön stetig nach oben zeigenden Börsenverlaufs dann auch die strategische Asset Allocation zugunsten eines höheren Aktienanteils verändert. Oder zumindest heftig und gescheit darüber diskutiert.

Hätte, wäre. Die Sitzung fand nun aber eben nicht am Montag vor, sondern am Mittwoch nach dem plötzlichen Kurszerfall an den asiatischen Börsen statt, und so kam niemand auf die Idee, das Thema überhaupt auch nur anzutippen. Das „magere“ Resultat von 4,5 Prozent erschien wohl allen Anwesenden angesichts von Abschlägen zwischen 8,8 (Shenzhen Composite Index) und immerhin 3,5 Prozent (Schweiz) an einem einzigen Tag und dem, was dann noch kommen konnte, als durchaus akzeptabel, ja erfreulich. Die Angst, dass man wieder am Beginn einer längeren Periode negativer Kursentwicklungen stehen könnte, sprich, dass sich die Jahre 2001 bis 2003 wiederholen könnten, war im Sitzungszimmer

förmlich zu greifen. Schon gar nicht wollte jemand das Thema Hedge Funds aufnehmen. Instrumente, deren echte Krisenerprobung ausstehend ist, erscheinen bei sich anbahnenden Stürmen plötzlich weniger sexy als zuvor. Und so schweigt man besser.

Wer ehrlich ist, wird zugeben müssen, dass die Gefühle in den letzten paar Wochen Achterbahn gefahren sind. Zur Ausgangslage gehörten bekanntlich die erwähnte, seltsame Stetigkeit der Kursentwicklungen, die immer länger werdende Phase beinahe ununterbrochen steigender Aktienkurse, damit einhergehend extrem tiefe Volatilitäten, die nachhaltig tiefen Risikoprämien für Anlagen mit fragwürdiger Qualität, das beinahe stabile Währungsgefüge, die angeblich in Stein gemeisselten Zinsdifferenzen zwischen den Währungsblöcken und so weiter und so fort. Eine allzu schöne Situation also, von der jedermann wusste, dass sie einmal ein Ende haben musste, die aber eben kein Ende finden wollte, und weil sie sich quasi zu perpetuieren schien, dann trotzdem bei ihrem plötzlichen Ende eine böse Überraschung auslöste – ausser vielleicht bei jenen, die vorgeben, gerade noch rechtzeitig alles richtig gemacht zu haben. Es gibt sie bei jedem Börsenabschwung, und sie sind dann die vorübergehenden Stars. Was wir ihnen auch herzlich gönnen wollen, denn wir wissen ja, dass der Versuch zu systematischem Timing an den Finanzmärkten ziemlich aussichtslos ist. Die Freude wird eine kurze gewesen sein.

Die Frage, weshalb die Gefühle Achterbahn fahren, wenn das eintrifft, von dem eigentlich alle wissen, dass es einmal eintreffen muss, stellt sich dennoch insistent. Denn die Fahrt auf der Achterbahn bleibt ja vielfach nicht folgenlos, wie das beschriebene Beispiel des Stiftungsrats der Vorsorgeeinrichtung belegt. Er verzichtete angesichts dessen, was sich in eigentlich absoluter Normalität an den Finanzmärkten abspielte, auf eine Diskussion strategischer Fragen, obwohl eine solche unter Umständen dringend notwendig gewesen wäre. Man hätte vielleicht den Aktienanteil tatsächlich deutlich erhöhen müssen, hat aber wegen eines letztlich anekdotischen Ereignisses an besagtem schwarzen Dienstag darauf verzichtet. Umgekehrt hätte es auch sein können, dass in

massloser Verkennung von „Stetigkeit“ und in völliger Überschätzung der Extrapolierbarkeit positiver Kursentwicklungen dasselbe Gremium eine abwegig risikoreiche Richtung eingeschlagen hätte. Dies alles innerhalb von zwei Tagen.

Wir wollen in diesem Anlagekommentar dreierlei. Erstens wollen wir darstellen, weshalb solche zu erwartenden, bezüglich ihres zeitlichen Eintreffens aber nicht zu prognostizierenden Ereignisse zur Normalität gehören, zweitens wollen wir das Geschehene in einen grösseren makroökonomischen Zusammenhang stellen und damit auch relativieren, und drittens wollen wir einige praktische Hinweise vermitteln, wie wir uns vor momentanen Ereignissen schützen können, wie wir uns sozusagen ein Nervenkorsett zulegen können, das uns vor Fehlreaktionen – überschießender oder unterlassender Art – bewahrt. Und da bis zur Drucklegung und zur Lektüre dieses Kommentars voraussichtlich einige weitere spannende Börsentage vergehen werden, beginnen wir gleich mit diesem dritten Punkt. Auf dass auch der Autor seine Nerven nicht verliere...

## 2. Augen zu und durch

Als sich die Finanztheorie in immer sublimere Höhen der Unverständlichkeit und der praktischen Irrelevanz abzuheben begann, wurde unter dem Oberbegriff der „Behavioral Finance“ eine Vielzahl von Untersuchungen zum Anlageverhalten angestellt. Behavioral Finance hat den Vorteil, mit weniger Mathematik auszukommen als die klassische Finanztheorie und steht deshalb auch quantitativ weniger Begabten offen. Viele der veröffentlichten Arbeiten sind zwar spannend zu lesen, und immerhin nahm sich auch schon das Nobelpreiskomitee diesem Thema an (z.B. Kahneman im Jahre 2002), Erkenntnisse, aus denen Prognosekraft für die praktische Anlagetätigkeit erwachsen würden, sind allerdings weitgehend ausgeblieben. So kann Behavioral Finance zwar, ganz im Gegensatz zur klassischen Finanztheorie, mit den Phänomenen von „Börsenblasen“ und „Übertreibungen“ und „Sell-Offs“ umgehen. Ja, es gehört gerade zum wesentlichen Zweck der Behavioral Finance, suboptimales Anlageverhalten zu erklären. Und um solches suboptimales Anlageverhalten handelt es sich ja, wenn Börsenblasen oder totale Ausverkaufssituationen entstehen. Aussagen, wann das Verhalten zutrifft und wann eher nicht, vermag Behavioural Finance aber nur ansatzweise bzw. unter Laborbedingungen zu leisten; eine konsistente Theorie fehlt.

Zu einer der interessanteren Feststellungen gehört gewiss die Erkenntnis, dass der Anleger Kursverluste anders beurteilt als Kursgewinne: Sie schmerzen ihn stark. Aber dann, wenn eigent-

lich Kursgewinne schmerzen müssten, weil man nämlich (noch) nicht in genügendem Masse investiert ist, tritt dieser Effekt nicht ein, und es freut sich in diesem Falle auch kaum jemand, wenn die Kurse tiefer notieren. Opportunitätsverluste zählen weniger als absolute Verluste. Das ist zwar widersprüchlich, aber ein Faktum. Schmerzen möchte man vermeiden, und auf dieser Erkenntnis baut die gesamte Industrie der „Absolute Return“-Produkte auf, zu denen viele Hedge Funds und selbstverständlich die Kapitalschutz-Instrumente gehören. Sie alle werden höchst erfolgreich mit dem Argument vertrieben, „man wolle für den Anleger kein Geld verlieren“.

Nun ist es bei einem so interessanten Anlagemedium wie Aktien, das aus ökonomischen Gründen eine positive Rendite haben muss, aus ebenfalls ökonomischen Gründen aber in seiner Werthaltigkeit auch schwanken muss (wofür der Anleger ja auch mit einer Überrendite entschädigt wird!), unvermeidlich, dass zeitweise Verluste hinzunehmen sind. Wie soll mit dem zu erwartenden Schmerz umgegangen werden? Entweder umgeht man dies, wie gesagt, mittels den genannten „Absolute Return“-Instrumenten und -Strategien, was aber wie jede andere Versicherung mit Kosten verbunden ist, oder man stellt sich den ökonomischen Gegebenheiten und richtet seine eigene Konstitution darauf aus. Dann gilt es, die Wahrscheinlichkeit, einen Schmerz erleiden zu müssen, zu reduzieren. In diese Richtung geht denn auch der erste Ratschlag, wie das Leben des Anlegers angenehmer gestaltet werden kann. Es heisst das „Close-Your-Eyes-Prinzip“.

Nehmen wir einmal an, eine Aktie weise eine durchschnittliche Rendite von 15 Prozent p.a. auf, die Volatilität (d.h. die Nervosität der Kurschwankungen) liege bei 10 Prozent, was nicht sonderlich hoch ist, also zum Beispiel einer Blue-Chip-Anlage entspricht. Wenn man nun diese Aktie zu Beginn des Jahres kauft (oder den Jahresendkurs als Beurteilungsgrundlage für Gewinne oder Verluste nimmt), wie hoch ist dann die Wahrscheinlichkeit, dass man zufolge laufend festgestellter Kursverluste Schmerzen erleidet?

Wer jede Minute auf den Bildschirm schaut, wird bei einem Achtstundentag 241 angenehme und 239 schmerzhaft Minuten erleben. Aufs Jahr umgerechnet sind das immerhin 60'271 unangenehme Erlebnisse zu 60'688 angenehmeren, die aber, wie schon angedeutet, in asymmetrischer Weise als weniger relevant wahrgenommen werden. Wer nur einmal im Jahr die Kurse zur Kenntnis nimmt, lebt demgegenüber deutlich leichter: Die Wahrscheinlichkeit, aufgrund von Kursverlusten Schmerz zu erleiden, ist mit 7 Pro-

zent bei weitem geringer. Und noch wichtiger: Seine Wahrnehmung wird viel näher an der effektiven ökonomischen Charakteristik der Aktienanlage liegen als diejenige des nervösen Typen, der alle Augenblicke den Bildschirm konsultiert. Entsprechend müsste auch das Anlageverhalten erfolgreicher ausfallen.

**Wegschauen schützt vor Enttäuschungen. Die Wahrscheinlichkeit negativer Erfahrungen**

Zeitintervall	Wahrscheinlichkeit
1 Jahr	7.00%
1 Quartal	23.00%
1 Monat	33.00%
1 Tag	46.00%
1 Stunde	48.70%
1 Minute	49.83%
1 Sekunde	49.98%

Quelle: Taleb, Nassim N. (2001): *Fooled by Randomness: The Hidden Role of Chance in the Markets and in Life*, W. W. Norton & Company

Es ist schwierig, an dieser Stelle nicht zwei, drei Überlegungen zum Berufsbild des Anlageberaters und Portfolio-Managers anzustellen. Wer noch die Zeiten des gedruckten Kursblattes erlebt hat, fragt sich ab und zu, ob die Leistungen von damals, als es all die Abfragemöglichkeiten über die moderne Informationstechnologie noch nicht gab, dermassen schlechter gewesen seien oder nicht. Oder ein wenig weitergehend: Welches Nervenkorsett braucht jemand, der eine Strategie durchziehen sollte, wenn er alle paar Minuten enttäuscht wird und seine Vorgehensweise in Frage gestellt sieht? Hängen die Saläre und Bonuszahlungen, die in diesem Beruf entrichtet werden, allenfalls mit dieser auf Masochismus ausgerichteten Betätigung zusammen? Weshalb machen immer mehr junge, unverbrauchte, aber auch unerfahrene Menschen das Bild aus, und warum gibt es überdurchschnittliche Ausfallraten bei älteren Semestern? Leitet sich die notorische Unterperformance vieler verwalteter Portfolios gegenüber einem Benchmark aus der unterschiedlichen Wahrnehmung von kurzfristigen Kursbewegungen – praktisch 50 % Verlustwahrscheinlichkeit! – und der effektiven ökonomischen Charakteristik von Anlageinstrumenten ab – im vorliegenden Fall immerhin eine Durchschnittsrendite von 15 Prozent bei einem tragbaren Risiko von 10 Prozent Volatilität? Müsste man folglich eine neue Vermögensverwaltungsbank erfinden, in welcher die Bildschirme üblicherweise schwarz bleiben?

**3. Die Vorwegabschreibung**

Doch auch beim langen Intervall von einem ganzen Jahr – es kommt in der Praxis kaum mehr vor! – gibt es, um beim Beispiel zu bleiben, im-

merhin eine Wahrscheinlichkeit von 7 Prozent, durch Verluste Schmerzen erleiden zu müssen. Ja, es ist vorstellbar, dass die Enttäuschung um so grösser ist, je länger das Intervall gewählt wird, da man vielleicht der Auffassung ist, ein Jahr Halte-dauer sei schon lange genug, um die allgemein anzunehmende jährliche Durchschnittsrendite zu erzielen. Statistik und Erfahrung weisen zwar in eine andere Richtung. Wer als Anleger die Periode zwischen 2001 und 2003 miterlebt hat, weiss, was Durchschnittsrenditen auch bedeuten können: aufeinanderfolgende, sehr negative Ergebnisse, welche erst sehr viel später wieder einmal aufgeholt werden. Auch der abgebrühteste Strategie kann in solchen Situationen kaum ruhig bleiben, ja, vermutlich sollte er auch nicht, denn sie weisen möglicherweise darauf hin, dass die Strategie zu überdenken wäre, und sei es lediglich, um die tieferen Kurse für Zukäufe zu nutzen.

Dennoch: Es lohnt sich unseres Erachtens, sich nebst der Verlängerung des Betrachtungs- und Kontrollintervalls ein zweites Element in das Nervenkorsett einzubauen. Gerade weil man weiss, dass Aktien und ganze Aktienmärkte alles andere als gefeit sind gegenüber Extremereignissen, und weil auch die Extremereignisse schwierig zu prognostizieren sind beziehungsweise die Wahrscheinlichkeit alles andere als gering ist, Opfer davon zu werden, ist es ratsam, auch für diesen Fall einigermaßen gewappnet zu sein.

Der Schreibende verwendet für sich persönlich das sogenannte „Discount-Prinzip“. Ausgehend von der Beobachtung, dass Kursverluste für Aktien von 50 Prozent und mehr zwar für Einzeltitel im Bereich des Möglichen liegen, für ganze Märkte aber ein klarer Ausnahmefall wären, wird in einer Art Vorwegabschreibung ein solcher Extremverlust geistig antizipiert, indem man sich bei jeder Aktienposition und beim gesamten Aktienportfolio fragt, wie es denn wäre, wenn sie nur die Hälfte wert wären. Könnte man auch dann weiterleben? Falls nein, dann müsste man die Aktien schleunigst verkaufen, da man objektiv oder subjektiv nicht risikofähig ist. Falls ja, dann stellt sich unverzüglich ein Gefühl grosser Gelassenheit ein. Denn die Wahrscheinlichkeit, den 50-Prozent-Discount überhaupt einmal brauchen zu müssen, ist eher gering.

Man kann dieses Vorgehen selbstverständlich auch als Selbsttäuschung bezeichnen. Ganz berechtigt wäre dieser Vorwurf aber nicht. Denn er impliziert, dass der Marktwert – der laufend auf- und abhuschende Aktienkurs – die letzte Wahrheit über die Werthaltigkeit einer Unternehmung darstelle. Wer immer aber etwas skeptischer gegenüber „letzten Wahrheiten“ eingestellt ist, wird

konzedieren müssen, dass die über die Kurse gebildeten Marktwerte vielleicht gute Annäherungen, aber auch nicht mehr, sein können, und dass deshalb eine Vorwegabschreibung von 50 Prozent einfach einer vorsichtigen Bewertungsregel entspricht, die als solche langfristig auch nicht ganz falsch sein muss. Man denke nur an die Wahrscheinlichkeit, dass irgendein hungriger Fiskus einmal die Hand darauf lege...

#### 4. Auftürmen

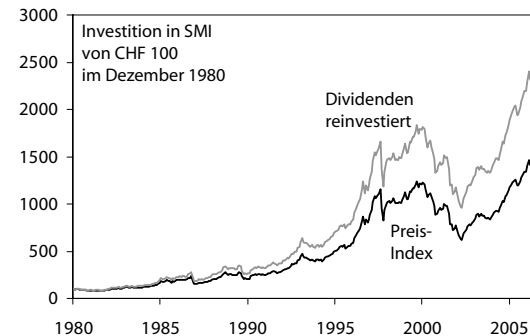
Aber auch das Discount-Prinzip mag zur Beruhigung des Gemütes nicht ganz ausreichen. Denn immerhin kommen die Extremereignisse eben doch vor, und auch der häftige Verlust ist, wenn auch verkraftbar, nicht unbedingt schmerzfrei. Bleibt die Methode, die tatsächlichen Ergebnisse zu „strecken“ und „aufzupuffern“. Der Schreibende hat sie bei seinen Töchtern mit Erfolg angewendet; zuvor sind Abertausende von ähnlichen Schemen unter allen möglichen Titeln verkauft und angewendet worden. Das „*Compound-Prinzip*“ beruht auf der Kombination zweier Methoden, die synergetische Wirkung zeitigt.

Zunächst wird mit einer Art „Anlagesparplan“ in regelmässigen, das heisst mechanistisch angewendeten, Intervallen investiert. Zum Beispiel wird, für die heranwachsenden Kinder eben, jeden Monat eine bestimmte Summe überwiesen und dann in bestimmte Anlagen investiert. Der Schematismus führt dazu, dass man einmal etwas teurer, einmal etwas billiger einkauft. Die bewusste Vermeidung eines gefühlsmässig oder intellektuell gesteuerten Prozesses („buy low – sell high“) führt zu Durchschnittskursen, zwar nicht mehr, aber auch nicht weniger, was angesichts der auch bei sogenannten Profis nachgewiesenermassen schlechten Timing-Fähigkeiten gar nicht so übel ist.

Überlagert wird dieses schematische Anlageprinzip mit der konsequenten Wiederanlage der Erträge, also beispielsweise der Dividenden. Dadurch entsteht ein Zinseszineffekt, der bekanntlich exponentiellen Charakter aufweist. Auch wenn es sich um geringe Beträge handelt: Viel Kleinvieh macht in diesem Fall sehr viel – immer mehr! – Mist, und dies trägt in hohem Masse zur Verbesserung der Ergebnisse bei. Die nachfolgende Grafik zeigt eine nach diesem Compound-Prinzip über die letzten 25 Jahre verfolgte Anlagestrategie in Schweizer Aktien. Als Vergleich dazu dient eine Anlage in den nicht reinvestierenden Schweizer Aktienmarktindex SMI. Fondssparpläne und bestimmte Lebensversicherungsverträge beruhen auf diesem Prinzip, und

deshalb kommen sie eigentlich fast immer gut heraus, bzw. es lassen sich von den Anbietern sattsame Prämien für das Vertriebsnetz einbauen. Typischerweise sind die Verträge immer langfristiger Natur, und wenn der Kunde aussteigen will (oder muss), dann kostet ihn das zu Beginn des Kontraktes einen im Vergleich zur Laufzeit überproportionalen Betrag. Der Zinseszineffekt braucht eben Zeit, um Wirkung zu entfalten.

#### Unterschätzter Zinseszineffekt



Quelle: Datastream; eigene Darstellung

Der „normale“ Anleger kann sich das Compound-Prinzip insofern zu eigen machen, als er gut daran tut, beim Vermögensaufbau wie auch beim Vermögensverzehr von grossen und allzu raschen Bewegungen abzusehen. Ferner kann er Anlagen oder Vermögensverwalter suchen, die vom Segen schematischer Anlageprinzipien wissen. So werden beispielsweise die Parameter für das Paradeferd „Active Indexing“ stur jeden Monat berechnet und aufgrund der Ergebnisse dann Umschichtungen vorgenommen, ohne jegliche Rücksicht auf irgendwelche Gefühle oder irgendwelche situativen (pseudo?)intellektuellen Erkenntnisse. Empathie und Ratio hatten ihren Platz bei der Erstellung des Anlageschemas und der unterliegenden Modelle. Wir nehmen an, dass ein guter Teil der ausgewiesenen Überperformance von der strikten Disziplin in der Anwendung des Schemas stammt.

#### 5. Gefährliche Gewöhnungseffekte

Solcherart ausgerüstet mit der notwendigen Gelassenheit gilt es nun aber zu klären, weshalb auf so eruptive Weise ein chinesischer Index plötzlich in sich zusammenbrechen kann und weshalb dann sozusagen eine Flutwelle rund um den finanziellen Globus rollt und fast alle Bereiche, von den Aktienbörsen über das Währungsgefüge bis zu den Rohstoffmärkten, in Mitleidenschaft zieht. Und dies, ohne dass sich an den realen Gegebenheiten etwas Wesentliches verändert hätte. Weder explodierten ausser in Irak und Palästina irgendwelche Bomben, noch schickte sich Kim Jong-Il zu neuerlichen Atomtesten an, noch

drehte (in dieser Woche) Präsident Putin einen Gas- oder Erdöhlahn zu. Die Abkühlung am amerikanischen Immobilienmarkt war bereits seit längerer Zeit ein Faktum und die Gefährdung gewisser Hypotheken eine logische Folge davon, ebenso die – aber immer noch im eigentlich unproblematischen Bereich einer sanften Landung befindliche – Erwartung eines Rückgangs im US-Wirtschaftswachstum. Die Ankündigung einer Umweltinitiative der EU hatte gewiss auch keine Auswirkung im Sinne eines realen Schocks; allzu tief fallen bekanntlich bei dergleichen Dingen die Erwartungen bezüglich Vollzugstreue aus.

Danebst ein – 27. Februar hin oder her – äusserst günstiges Bild in praktisch allen makro- und mikroökonomischen Belangen: Eine durch die Globalisierung induzierte, weiterhin sehr tiefe Inflationsrate in praktisch allen relevanten Ländern der Welt, damit einhergehend praktisch überall tiefe Langfristzinsen, eine bemerkenswerte Disziplin der wichtigen Notenbanken in der Normalisierung der grosszügigen Geldpolitik, Wachstumsraten, die selbst im verloren geglaubten Europa endlich wieder einmal zu Hoffnung Anlass geben, ein Tiefststand der Arbeitslosenrate in den USA, Reallohnsteigerungen daselbst, eine Normalisierung bei den Energiepreisen, eine deutliche Verbesserung der Finanzsituation der Schwellenländer (ehemaliger Nettoschuldner), eine in praktisch allen Sektoren und bei allen Grössenordnungen von Firmen hervorragende finanzielle Situation der Unternehmungen.

Schliesslich Finanzmärkte, welche ohne Murren die kontinuierlichen Zinserhöhungen der Notenbanken am kurzen Ende der Laufzeiten wegsteckten, Aktienmärkte, welche ohne nennenswerte Expansion des Kurs-/Gewinnverhältnisses eine respektable Hausse bewältigten, Währungsmärkte, die so aussahen, als würde man demnächst eine Weltwährung einführen.

Wir sind der Ansicht, dass es just diese Ballung positiver (oder zumindest nicht negativer) Elemente über eine immer erstaunlicher werdende Zeitspanne war, die indirekt zur Ursache des Schanghai-Crashes vom 27. Februar wurde. Die Akteure an den Finanzmärkten leben ja von zweierlei: Von der Risikonahme (oder der Spekulation, wenn man so will) einerseits und von der Arbitrage andererseits. Arbitrage bedeutet das risikolose Ausnutzen von Preisdifferenzen. Solche Preisdifferenzen gibt es in hektischen, unübersichtlichen Märkten oder Phasen mehr als dann, wenn jegliche Wogen geglättet sind. Aber auch die Risikonahme, die ja immer auf eine alternative Positionierung im Vergleich zu anderen Marktteilnehmern hinauslaufen muss, wird bei

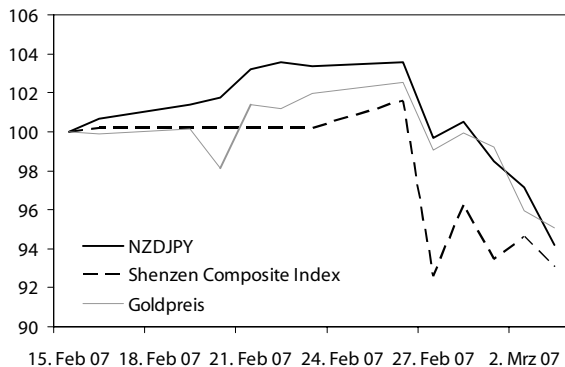
zunehmend linearen Verhältnissen immer schwieriger. Die Folge davon ist, dass immer mehr Marktteilnehmer zu immer extremeren Vorgehensweisen übergehen müssen, um wenigstens noch ein wenig Geld (oder Kommissionen) zu verdienen.

Mit dem Schema von „*Carry-Trades*“ kann aus Zinsdifferenzen zwischen zwei (angeblich) stabilen Währungen Geld gemacht werden, das dann in (angeblich) von diesem Grundgeschäft völlig unabhängige Anlagen gesteckt wird, und dies, um das ganze auch wirklich interessant zu machen, selbstverständlich unter Verwendung eines Hebeleffektes. Der Carry-Trade läuft ökonomisch gesehen auf eine *vermeintliche* Arbitrage hinaus, die für eine bestimmte Zeit risikolos erscheint. Ein Beispiel: Ein Anleger kaufe mit 42'500 Franken Eigenkapital einen Währungsterminkontrakt Neuseelanddollar und verkaufe japanische Yen. Mit einer Eigenkapitalhinterlegung von 20 Prozent für das Termingeschäft kann der Anleger bei einem fünffachen Hebel ökonomisch eine Anlage von 212'500 Franken generieren. Daraus resultiert auf, sagen wir, 6 Monate hinaus eine Zinsdifferenz von rund 3,5 Prozent oder rund 7'500 Franken. Er investiert nun den Barwert dieses voraussichtlichen Zinseinkommens aus dem Forwardgeschäft aufgrund einer vermuteten Unkorreliertheit in einen „Total Return Swap“ auf den Shenzhen Composite Index. Auch bei dieser Transaktion muss er nur 20 Prozent des Nominalbetrages hinterlegen. Das Nominalengagement beträgt damit in China 37'500 Franken. Gesamthaft engagiert er sich somit mit rund 250'000 Franken bei einem Eigenkapital von 50'000. Am 27. Februar 2007 verlor der Shenzhen Composite Index rund 8,8 Prozent und der NZD/JPY rund 3,7 Prozent. Wie gesagt, ein Beispiel, das aber von mehreren Einflussfaktoren abhängt, nämlich von der Relation Japanischer Yen – Neuseelanddollar (falls erstere Währung stark steigt, muss man schleunigst aus dem Währungskontrakt aussteigen), von den jeweiligen Zinsniveaus in den genannten Währungen und von der Verfassung der Schanghai-Börse. Das ist alles einfach und bequem zu bewältigen, wenn es konsekutiv erfolgt.

Simultan wird's enger: Dann muss sofort an allen Fronten Liquidität geschaffen werden, und wenn das nicht nur ein Marktteilnehmern machen muss, sondern viele zugleich, dann stürzen Börsen ab und es verschieben sich die Währungsrelationen innert kürzester Frist. Unser hypothetischer Anleger hätte an diesem 27. Februar rund 22% oder 11'000 Franken seines Einsatzes von 50'000 Franken verloren.

## Überraschende Korrelationen

Kursverlauf indiziert



Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Eine schmerzlose Auflösung von Carry-Trades kann es deshalb nicht geben, weil die vermeintliche Arbitrage letztlich alles andere als risikolos ist und Risiken, so sie eintreten, Schmerzen verursachen müssen. Die Entladung erfolgt über korreliert eintretende Preisveränderungen von Elementen, die man just als nicht korreliert angesehen hatte. Wer hätte zum Beispiel erwartet, dass sich gleichzeitig mit einem Kurszerfall in Schanghai das Gold abwertet? Eher das Gegenteil hätte man geglaubt. Und wer kann wirklich schlüssig erklären, wieso im Zuge der Erholung der asiatischen Börsen in der ersten Woche des Monats März gerade der japanische Yen unter Druck geriet?

Entladungen der gehabten Art sind auch ziemlich unwahrscheinlich. Wenn man eine Normalverteilung der Ereignisse unterstellt, dann dürfte ein Kurszerfall wie in Schanghai unwahrscheinlicher sein als eine nächste Eiszeit. Was nicht heissen soll, dass es nicht morgen schon wieder soweit sein kann. Die Überraschung ist zweifacher Art: Zum einen wird man bezüglich Zeitpunkt und Ausmass überrascht, zum andern wegen Korrelationen, die es so eigentlich gar nicht geben dürfte. In der NZZ vom 8. März 2007 (S. 33) wird dargelegt, dass der Schweizer Aktienmarkt bei extremen Kursveränderungen mehr mit dem Schanghai Index korreliert ist als in normalen Verhältnissen. Am „sichersten“ wäre man in solchen Verhältnissen mit einer Investition im britischen FTSE 100-Index. Wer hätte das gedacht. Ob aber die Datenmenge angesichts des kurzen Lebens der Schanghai Börse für solche Aussagen wirklich genügt?

Wie auch immer: Passiert ist passiert. In Schanghai allein wurden am 27. Februar über 100 Milliarden Dollar „vernichtet“, weltweit danach noch weit mehr. Dennoch handelt es sich lediglich um eine Episode in einem bei weitem komplexeren, tiefergreifenden und auch faszinierenderen Vor-

gang. Dies gilt es im letzten Teil dieses Anlagekommentars zu behandeln.

## 6. Unterschätzte und unbemerkte Schocks

Es ist nicht unwahrscheinlich, dass nach der Kurserholung in der Woche 2 nach dem schwarzen Schanghaier Dienstag die Resistenz von Aktienbörsen und Währungsmärkten noch einmal getestet wird, möglicherweise mit Abschlügen unter das bereits angekratzte Kursniveau. Um so wichtiger wäre es dann, das grosse Bild in den Augen zu behalten, um sich nicht beirren zu lassen. Dafür braucht es allerdings, wenigstens umrissartig, eine Vorstellung über das „grosse Bild“.

Unseres Erachtens liegt genau hierin eines der wirklich schwierigen Probleme: Dass vor lauter scheinbar wichtigen Einzelfeststellungen und Scheinkausalitäten kein Hauch einer Ahnung darüber entstehen kann, was wirklich in der Welt vor sich geht. Wir versuchen im folgenden, einige Konturen zu skizzieren. Bei früherer Gelegenheit wiesen wir verschiedentlich auf die grossen Veränderungen auf der realen Seite der Weltwirtschaft über die letzten 15 Jahre hin. Wir kommen nicht darum herum, sie einmal mehr zu nennen. Erstens fand eine dramatische Ausweitung des Produktionsfaktors Land statt, indem der frühere Ostblock wie auch die ihm damals faktisch angegliederten „blockfreien“ Länder wie zum Beispiel Indien innerhalb sehr kurzer Zeit zur Weltwirtschaft stiessen, um von dieser inkorporiert zu werden. Der Vorgang ist bei weitem noch nicht abgeschlossen. Zweitens weitete sich im gleichen Zuge auch der der Weltwirtschaft zur Verfügung stehende Produktionsfaktor Arbeit aus, was unter anderem zu dramatischen Produktionsverlagerungen aus ehemaligen „Industrie“-Nationen in die Schwellenländer führte. Auch dieser Vorgang ist längst nicht abgeschlossen. Drittens explodierte, ziemlich unabhängig von diesen zwei territorial bedingten Entwicklungen, in demselben Zeitraum der Produktionsfaktor Wissen. Mit dem Internet und allen andern Kommunikationsmöglichkeiten, welche die moderne Technologie zur Verfügung stellt, erfolgte eine Re-Allokation und vor allem eine Diffusion des Wissens, die sogar die Erfindung des Buchdrucks am Ende des Mittelalters in den Schatten stellt.

Viertens, und das wird namentlich von sogenannten Globalisierungsgegnern völlig verkannt, ergibt sich als Folge dieser realen Ausweitungen der Produktionsfaktoren nicht nur eine dramatische Veränderung der zur Verfügung stehenden Kapazitäten, sondern auch eine Ausweitung der Nachfrage. Hinter den in der dürren ökonomischen Semantik als „Produktionsfaktor Arbeit“ und „Produktionsfaktor Wissen“ bezeichneten Ele-

menten der Weltwirtschaft stehen ja Menschen, Individuen, die alle besser leben möchten und prosperieren wollen. Irgendwann, aber das steht vorderhand noch in weiter Ferne, wird die zusätzliche Nachfrage aus den neu zur Weltwirtschaft gestossenen Ländern die Kapazitätsausweitungen kompensieren. Erste Anzeichen dafür gibt es bereits. Wenn man beispielsweise hört, dass neuerdings in China für gut ausgebildete Ingenieure „westliche“ Löhne bezahlt werden müssen und dass ganz generell in den chinesischen Küstengebieten eine sehr markante Verteuerung von Land und Arbeit im Gange ist, dann zeigt sich, dass die volkswirtschaftlichen Gesetzmässigkeiten auch im Rahmen der Globalisierung ihre Gültigkeit haben (werden).

Die Konsequenz der Ausweitung der Produktionsfaktoren Land, Arbeit und Wissen für den Anleger liegen auf der Hand: Der realen Seite entsprechend muss sich auch der Kapitalstock, die Finanzierungsseite der Weltwirtschaft, ausweiten. Das ist schon seit geraumer Zeit im Gange. Nicht umsonst hat in den letzten 15 Jahren der Kapitalgeber einen überproportionalen Anteil vom BIP-Wachstum in Form von Kapitalgewinnen und Dividenden einstreichen können, währenddem die Reallöhne eher stagnierten.

Dem Allokationsprozess für Kapital kommt als Folge des Ausweitungsschocks auf der realen Seite höchste Bedeutung zu. Es ist alles andere als trivial, der Krabbenfarm in Vietnam, der Schuhfabrik in Shenzhen, dem Lastwagenproduzenten in Indien, der Gentechnologiefirma in den USA, dem Internet-Provider irgendwo auf der Welt die „richtige“ Menge Kapital zum „richtigen“ Preis zur Verfügung zu stellen. Die Komplexität dieses Prozesses übersteigt jegliche menschliche Auffassungsgabe und jeglichen menschlichen Intellekt und ist alles andere als planbar. Irrtümer, Unter- und Übertreibungen sind unausweichlich – aber insgesamt besteht genau in der erfolgreichen Allokation des Produktionsfaktors Kapital die unermessliche (wertschöpfende!) Leistung der Finanzmärkte. Kein Wunder, dass angesichts dessen der Finanzsektor, das heisst die Banken, die Fondsmanager, die Derivatehäuser, die Hedge Fund-Spezialisten, die Private-Equity-Firmen usw., eine Expansion erlebt, welche in der Geschichte ebenso einmalig ist wie der Ausweitungsschock der realen Produktionsfaktoren.

Soweit die Beschreibung dessen, was als Folge der exogenen Ereignisse im politischen (Implosion des Ostblocks) und im technologischen Bereich (Internet usw.) das Gesamtbild ausmacht. Dazu kommt nun aber ein zweites, in dieselbe Richtung zielendes, *endogenes* Element. Wir sind

nämlich daran, die Korrektheit der theoretischen Voraussagen von Kenneth J. Arrow aus dem Jahr 1953 („The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk-Bearing“, *Econometrie* 1953) und von Stephen A. Ross („Options and Efficiency“, *The Quarterly Journal of Economics* 1976) mitzuerleben. Arrow postulierte, dass mit einer „kompletten“ Menge von Wertschriften eigentlich alle denkbaren Risiken abgesichert werden könnten; Stephen Ross zeigte dagegen auf, dass es eine „komplette“ Menge von Wertschriften wegen Transaktionskosten und gegenläufigen Anreizen nie geben kann, dass aber *in Kombination mit Optionen* eine Annäherung an die ökonomische Effizienz möglich sei. Das mag sehr theoretisch tönen, was es in der Praxis bedeutet, sei an den folgenden zwei Beispielen erläutert.

Nehmen wir einmal an, ein Hotelier im schönen, aber in Bezug auf Schneesicherheit etwas ungünstig gelegenen Toggenburg inmitten der schweizerischen Voralpen wolle sich gegen schneearme Winter absichern. Was tun? Er kann, beispielsweise, Derivate auf sinkende Erdölpreise kaufen, in der Annahme, dass schneearme Winter auch milde Winter sind und deshalb den Ölpreis sinken lassen. Oder er kann Optionen auf ein Ferienresort in den Malediven kaufen, in der Annahme, dass Schneearmut in Europa die Umsätze im Taucherparadies steigern lässt. Zweites Beispiel. Nehmen wir an, die Erträge einer Tageszeitung seien stark abhängig von den Einkaufspreisen für Papier. Weshalb dann keine Optionen auf Aktien von Papierherstellern ins Portfolio aufnehmen, unter der Annahme, es gehe den Papierherstellern gut, wenn deren Verkaufserlöse hoch sind?

Die Beispiele sind vielleicht etwas hypothetisch und die Annahmen auch etwas einfältig, aber sie geben genau das wieder, was hinter der immensen und für viele Leute auch furchterregenden Entwicklung im derivativen Teil der Finanzmärkte im Gange ist: Die Welt wird gegenwärtig in alle denkbaren Einzelrisiken zerlegt, und auf diese Einzelrisiken werden nach und nach Finanzinstrumente generiert, sodass man immer mehr in die Nähe der von Arrow und Ross vorausgesagten „kompletten“ Menge kommt. Vielfach wird moniert, das laufe auf eine systemgefährdende Aufblähung der Gesamtverschuldung hinaus. Wir sind da nicht so sicher. Denn in dem Masse, wie bei den zwei genannten Beispielen die Optionen auf Erdöl, Malediven und Papierfabriken aus einer nominalen Aktienanlage und einer nominalen Finanzierung durch einen Kredit gebildet sind, in demselben Masse verringert sich ja das innerbilanzielle Risiko des Hoteliers oder der Tageszeitung. Innerbilanzielle Risiken sind aber nichts anderes als Verschuldungspositionen. Net-

to resultiert aus den Transaktionen deshalb alles andere als zwingend eine zusätzliche Verschuldung des Systems – die Verschuldung hat sich lediglich von den Risikoträgern auf der realen Seite der Wirtschaft zu neuen und möglicherweise viel besser verteilten Risikoträgern im Finanzsystem verschoben. Es ist deshalb völlig haltlos, die nicht mehr vorstellbare Menge von momentan etwa 300 Billionen Dollar an offenen Derivatkontrakten beispielsweise in Bezug zu setzen zum Weltbruttosozialprodukt und die Tatsache, dass die (Bestandes-)grösse der Derivatkontrakte die (Fluss-)grösse des Weltwirtschaftswachstums etwa sechsmal übersteigt, als Anlass für dunkle Warnsignale vor Systemkollapsen zu missbrauchen. Vermutlich ist eher das Gegenteil der Fall: Die bessere Verteilung der Risiken durch die Finanzmärkte führt zu einer bedeutend geringeren Störanfälligkeit der Weltwirtschaft.

Und so dürfen wir denn nun mittels „Katastrophen-Anlagen“ direkt am Rückversicherungsgeschäft teilnehmen und zum Beispiel Einzelrisiken im Bereich der Luftfahrt, der Schifffahrt, der Erdölgewinnung als von den Aktienbörsen weitgehend unkorrelierte Rendite- und Risikobestandteile in unsere Portfolios aufnehmen. Es macht im übrigen ohnehin vermutlich mehr Sinn, die Risiken bei einer unbestimmten Menge von Einzelanlegern zu plazieren als in einer einzigen, riesigen Bilanz einer Rückversicherungsgesellschaft. Sie kann nie dermassen risikofähig sein wie das gesamte Anlegerpublikum.

Katastrophen-Anlagen sind ein Beispiel in einem säkularen Veränderungsprozess innerhalb des Finanzsektors hin zu einer besseren Verteilung der Risiken und einem effizienteren Einsatz von Eigenkapital. Denn darum handelt es sich, wenn man innerbilanzielle Risiken eliminiert oder verringert.

### **7. Gute Zeiten – schlechte Zeiten?**

Für uns steht ausser Frage, dass die zwei beschriebenen, exogenen und endogenen Ausweitungsprozesse auf der realen wie auch auf der finanzierenden Seite der Weltwirtschaft den Hunger nach Kapital über die letzten 10 Jahre hinreichend erklären und damit auch den Umstand, weshalb die allen Regeln monetaristischer Geldpolitik widersprechende Ausweitung der Geldmengen während der ganzen Periode nicht mehr, sondern laufend weniger Inflation verursacht hat. Das einhergehend tiefe Zinsniveau ist die angenehme, sehr anlagefreundliche Folge davon, ebenso die ungebrochene Vitalität an den

Finanzmärkten. Wir haben es, Schanghai hin oder her, grundsätzlich also mit guten Zeiten zu tun.

Gefahr droht unseres Erachtens eigentlich nur von zwei Seiten. Erstens, und das muss sich der Anleger zu jedem Zeitpunkt bewusst sein, können solche säkularen Entwicklungen nie und nimmer problemlos, linear, stetig verlaufen. Viel wahrscheinlicher sind Übertreibungen und Enttäuschungen, wie wir sie im Technologiebereich ja zwischen 1995 und 2003 auch erlebt haben. Wenn beispielsweise die Risikoprämien zu gering werden, dann deutet das auf eine solche Übertreibung hin. Risiken bleiben Risiken, auch in Zeiten besserer Absicherungsmöglichkeiten, und müssen genügend entschädigt werden. Sonst stimmt etwas nicht, und man wird besser vorsichtig. Ereignisse à la Schanghai korrigieren kollektive Fehlbeurteilungen im Markt aber ziemlich effizient.

Die zweite Gefahr dräut von jener Seite, die glaubt, man könne durch Transparenzgebote und Regulation den in Gang befindlichen Allokationsprozess „beherrschen“. Das ist so haltlos und naiv wie der Glaube an die Planwirtschaft, mit der man anno dazumal die reale Produktion steuern wollte. Die unter dem Stichwort der „Systemicherheit“ laufenden Bemühungen, den Hedge Funds und Private Equity-Häusern regulatorisch beizukommen, sprechen diesbezüglich Bände. Nichts könnte falscher und letztlich systemgefährdender sein als der Aufbau einer weiteren (volkswirtschaftliche Kosten verursachenden!), möglicherweise länderübergreifenden Behörde, die durch angeblich erfolgreiche Regulation der Illusion Vorschub leisten würde, man habe alles im Griff. Die Nebenfolge von Regulation besteht ja immer in einer Quasi-Garantie eines Staates oder einer überstaatlichen Organisation – in diesem Falle für etwas, wofür es gar keine Garantie geben kann.

Wir bevorzugen klar eine Welt, in der es ab und zu einen Fall gibt wie LTCM oder Amaranth und in der es ab und zu knallt wie jüngst in Schanghai, in der sich dafür aber niemand auf falsche Garantien verlässt. Dann haben wir weder vor einem weiteren Bullenmarkt bei den Aktien noch vor dem Hype bei den derivativen Instrumenten Angst.

KH, 12.03.2007