

Vom Streben nach Sicherheit oder Vorsicht vor renditelosen Risiken.

Werbeslogans wie „Konservativ ist wieder in“ dominieren heute die Botschaften der Produkthanbieter. Dabei sind aber flache Werbebotschaften genauso wenig hilfreich, wie seitenlange Risikohinweise, die uns sagen, dass es DIE Sicherheit ohnehin nicht gibt.

Zudem muss gesagt werden, dass die meisten Produkte, die Sicherheit im Namen tragen, auf einen kurzen Veranlagungshorizont ausgerichtet sind. Wenn wir an Vermögenserhalt denken, an Sicherheit und Erhalt über lange Zeiträume, dann dürfen wir uns ohnehin nicht vom schönen Schein blenden lassen. Kurzfristig Undenkbares kann in wenigen Jahrzehnten Realität sein. Können Sie folgende Fragen mit SICHERHEIT beantworten? Gibt es in zwanzig Jahren noch Rechtssicherheit? Existieren meine Wälder auch in Zukunft noch, oder werden Sie etwa von neuen Borkenkäfern dezimiert werden? Und, wird mein Geld irgendwann nur mehr das Papier wert sein, auf dem es gedruckt wurde, weil die Geldpresse zu viel davon produziert hatte? Wenn wir gewissenhaft arbeiten, fallen uns viel mehr Möglichkeiten ein, die wir in Betracht ziehen müssen, sehr viele sogar. Das Studium der Vergangenheit zeigt, dass Kreativität durchaus angebracht ist. Denn keine Inflationsphase glich der anderen, keine Krise wiederholte sich. Wir werden später noch darauf eingehen. Wir sehen uns also einer ungewissen Zukunft gegenüber. Wenn wir versuchen dieser mit traditionellen Analysen zu begegnen, stoßen wir bald auf ein

Dilemma. Sind unsere Modelle zu einfach konzipiert, können sie die Realität nicht befriedigend beschreiben. Passen wir sie an die Märkte an, führt uns der Weg unweigerlich in ein Dickicht schierer Komplexität. Doch es gibt auch einen Weg aus diesem Irrgarten. Wir müssen nur den Blickwinkel traditioneller Analyse verlassen und einen globaleren Blick auf die uns gestellten Aufgaben erhaschen. Finden wir den richtigen Abstand, zeigt uns Mutter Natur den Weg.

Die Natur macht es uns vor

Haben Sie auch Ameisen in ihrem Garten? Die, die immer zum Picknick kommen? Und haben Sie auch schon versucht sie auszugraben? Kurze Zeit später sind sie wieder da, obwohl das eigentlich kaum möglich scheint. Es bleiben immer ein paar übrig, die übersehen werden. Sie vermehren sich und besiedeln bald wieder den geliebten Picknick-Korb. Das ist kein Zufall, sondern ein Wunder der Natur.

Wenn Sie ihr Kapital streuen, machen Sie es ganz ähnlich, nur dass Sie versuchen die Ameisen (welche nun ihre Vermögensteile sind) zusammenzuhalten, während Gefahren des täglichen Lebens bildlich Ihre Ameisen ausgraben. Dieser, so betrachtet, ungewöhnliche Weg ist in Wahrheit der einzige, Ihr Vermögen sicher über lange

Vom Streben nach Sicherheit oder Vorsicht vor renditelosen Risiken.

Zeiträume zu bringen. Wer ein guter Bankier sein will, weiß übrigens noch viel mehr zu diesem Thema zu berichten: Von den Feinheiten, auf Ihre persönlichen Bedürfnisse Rücksicht nehmen zu können, und von den Kniffen, die uns zur Verfügung stehen, um Ihnen auch in ungewöhnlichen Zeiten erstaunliche Lösungen präsentieren zu können.

Das Wort „Sicherheit“ wird im Veranlagungsbereich inflationär benutzt. Es vermittelt das Gefühl, hier ist meine Habe gut aufgehoben, wird wachsen und gedeihen und kann geerntet werden, wann immer es mir beliebt.

Dann schlägt man die Zeitung auf und liest von unglücklichen Anlegern, von falschen Versprechungen und geplatzten Träumen. Ist die Veranlagungsindustrie voll von Täuschern und Betrügern? Gott sei Dank nicht. Denn meist waren es nicht die Absichten, die schlecht waren. Aber gut gemeint ist nicht gleich gut getan, und so hat manches Ungeschick gleich zwei wertvolle Pflänzchen verdorben: Habe und Vertrauen.

Woran liegt es also? Simpel gesagt, Sicherheit ist komplex. Und so ist es auch nicht verwunderlich, dass Reichtum schon so manchem zur Bürde wurde.

Früher versprochen Staatsanleihen risikolose Renditen – heute sind sie renditelose Risiken!

Dieser Ausspruch eines Marktteilnehmers zeigt genau den Wechsel der Sichtweise der Marktteilnehmer. Waren Staatspapiere über Jahre hinweg sakrosankt als das sicherste Investment eingestuft, so hat sich das grundlegend geändert. Während sich über Jahre die Staatshaushalte mehr oder weniger gemächlich entwickelten, reichte eine einzige Krise, um die Verschuldungen in die Höhe treiben zu lassen. Das ist wenig Vertrauen erweckend und zwingt uns zum Schluss: Stetig ist wohl doch nur die Veränderung!

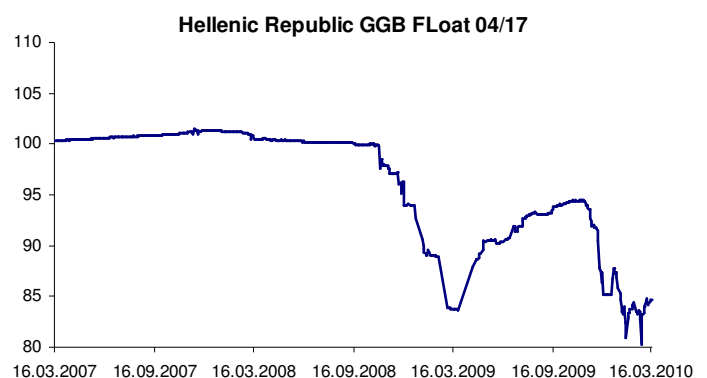


Abbildung 1: Bis Oktober 2008 wurden griechische Staatsanleihen als sicher erachtet. Die Grafik zeigt den Kursverlauf einer variabel verzinsten Staatsanleihe der Republik Griechenland (ISIN: GR0528002315);
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Vom Streben nach Sicherheit oder Vorsicht vor renditelosen Risiken.

Absolute Sicherheit gibt es nicht

Wie schon angedeutet, muss der Investor akzeptieren, dass es absolute Sicherheit nicht gibt. Staatsanleihen fallen aus, wenn Zinsen und Kapitalrückzahlungen nicht bedient werden können. Der Goldpreis muss nicht immer steigen, eine historische Betrachtung zeigt, dass dieser sogar sehr stark schwankt. Immobilienpreise können einbrechen – die USA lassen grüßen – und Kreditfinanzierungen verstärken die Risiken des Investors zusätzlich. Unternehmen können in Konkurs gehen oder werden verstaatlicht und auch das sehr populäre Sparbuch ist hier nicht der Weisheit letzter Schluss. Das System der Einlagensicherungen könnte den Crash einer einzelnen Bank zum „Domino Day“ für den ganzen Sektor werden lassen. Das unterscheidet Banken von anderen Unternehmen: sie können sich nicht über den Ausfall eines Mitbewerbers freuen. Wir erinnern uns: Vor kurzer Zeit musste der Staat mit Garantien einspringen. Im Falle eines globalen MeltDowns des Finanzsystems können auch reale Werte keine Abhilfe schaffen. Was hilft dem Kunden der Goldbarren, wenn ihn niemand gegen etwas Vernünftiges tauschen will. Oder wenn das Bakterium *Cupriavidus metallidurans*¹ den Alchimistentraum wahr macht und man tatsächlich unbegrenzt Gold produzieren kann? Eventuell könnte ein Bauernhof der sich autark selbst versorgt in solchen Zeiten optimal sein. Aber dann müssten wir ohnehin mit sozialen Unruhen und ungewissen Folgen rechnen. Wer es sich leisten kann: Der Kauf

¹ Reith u.a., Mechanisms of gold biomineralization in the bacterium *Cupriavidus metallidurans*

einer Insel offenbart gewisse Reize. Natürlich mit Infrastruktur und allem drum und dran. Außerdem sollte diese Insel auch über eine gewisse Höhe über dem Meeresspiegel verfügen, wegen der globalen Erwärmung. Apropos Erderwärmung: seit wann wird über dieses globale Risiko eigentlich gesprochen? Bekannt ist dieser Effekt schon recht lange. Genau genommen seit 1896². Es war nur nie am Tapet und somit auch nicht am Radar des Bewusstseins. Mittlerweile ist dieses Problem jedoch nicht mehr wegzuleugnen und beeinflusst unter anderem auch die Geldanlage. Wer weiß, wie viele Risiken es derzeit schon gibt, die zwar jederzeit schlagend werden können, die uns aber noch gar nicht bewusst sind.

Es wird daraus abgeleitet ganz klar, dass man gewissen Extremszenarien nicht entrinnen kann. Glücklicherweise sind diese jedoch auch äußerst unwahrscheinlich und ein Rückblick auf die letzte Krise zeigt: Auch diese Gefahren sind fürs Erste einmal gebannt. Doch für den langfristigen Investor gibt es auch weit unscheinbarere Horrorszenarien. Zum Beispiel den Geldwert.

Inflation/Deflation als Risiko

Die Instabilität des Geldwertes ist der eigentliche Feind von Vermögen. Denn erzielte Renditen in Portfolios sind immer relativ zur Inflation zu sehen. Sowohl Inflation

² Svante Arrhenius (1896): On the Influence of Carbonic Acid in the Air upon the Temperature of the Ground, in: Philosophical Magazine and Journal of Science, Vol. 41, S. 239–276

Vom Streben nach Sicherheit oder Vorsicht vor renditelosen Risiken.

(steigende Preise) als auch Deflation (fallende Preise) können massive Auswirkungen nach sich ziehen. So trifft Inflation auch nicht jeden Bürger eines Landes gleich. Die Mehrzahl der Menschen, nämlich jene, welche kreditfinanzierte Immobilien besitzen, profitieren sogar von Inflation. Die zum Hausbau aufgenommenen Schulden werden durch die Inflation real verringert, während der reale Wert der Immobilie nur in geringerem Ausmaß leidet. Außerdem werden Löhne und Gehälter meist um die Inflation angehoben, wodurch kein Kaufkraftverlust entsteht.

Investoren mit einem Überhang an Vermögen werden von Inflation ganz anders beeinträchtigt. Hier muss das Vermögen gegen Geldentwertung geschützt werden. Doch Inflation ist nicht gleich Inflation. In den letzten Jahrhunderten gab es mehrere Phasen der Geldwertinstabilität, welche jedoch alle unterschiedlichen Ursprungs waren und auch unterschiedlich verlaufen sind.

Nehmen wir einmal die Inflation zur Gründerzeit (1867 – 1873). Damals wurden in Österreich - Ungarn 130 Banken gegründet und das Eisenbahnnetz in der Monarchie wurde verfünffacht. Es wurden rund 1.000 Aktiengesellschaften konzessioniert und das Bürgertum übernahm die kulturelle Führung. Dieser Aufschwung führte in weiterer Folge zu einer hohen Inflationsrate und wurde mit dem Börsenkrach 1873 jäh beendet. Danach folgte jedoch eine 20 Jahre währende Deflation mit fallenden Preisen.

Die Inflation der Jahre 1914 – 23 wurde hingegen durch den 1. Weltkrieg hervorgerufen. Die Staatsschulden wurden

massiv durch die Ausgabe von Kriegsanleihen angehoben und auch die Geldmenge wurde durch die Aufhebung des Goldankers (=gesetzliche Dritteldeckung der Reichsbanknoten durch Gold) stark ausgeweitet. Weiters führten auch die hohen Reparationszahlungen nach dem Krieg durch den Druck von Geld zu einem weiteren Anstieg der Geldmenge und ufernten somit in Hyperinflation. Diese Phase wurde mit einer Währungsreform beendet.

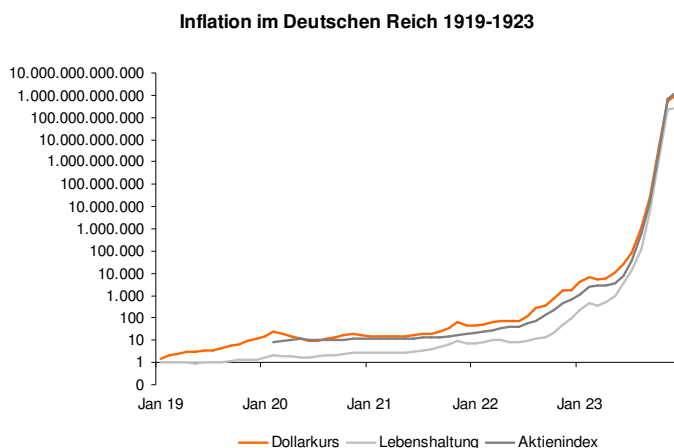


Abbildung 2: Entwicklung der Inflation (Lebenshaltung), der Aktienkurse und des Preises 1 USD in deutschen Mark im Deutschen Reich der Jahre 1919-1923; Quelle: Deutsches Historisches Museum, Berlin - Projekt LeMO <http://www.dhm.de/lemo/objekte/statistik/infstad/index.html>

Während der 30er Jahre kam es wieder zu Instabilitäten des Geldwertes – jedoch nicht, wie allgemein befürchtet, zu Inflation. Im Gegenteil – die schwere Depression mit dem Auslöser des Börsencrashes im Oktober 1929 leitete eine Phase von stark rückläufigen Preisen ein: vor allem Agrar- und Rohstoffpreise mussten einen drastischen Preisverfall verzeichnen. Die Deflation breitete sich von den USA ausgehend in die ganze Welt aus und führte zur Überproduktion

Vom Streben nach Sicherheit oder Vorsicht vor renditelosen Risiken.

von Konsumgütern und landwirtschaftlichen Erzeugnissen. Hohe Arbeitslosigkeit und der Zusammenbruch vieler Unternehmen waren die Folge. Diese Situation ist der aktuellen Krise nicht unähnlich, jedoch reagierten die Regierungen damals aus Angst, sich zu verschulden, genau umgekehrt wie heute: mit drastischen Sparprogrammen, was die Krise noch verschärfte. Die Geldhähne wurden also zugedreht und die Steuern erhöht. Das Ergebnis war dennoch damals wie heute das Gleiche: ein extremer Anstieg des Verschuldungsgrades als Anteil der Bruttoinlandsprodukte (BIP) der Länder.

Diese Krise der 30er hat sich dann auch zu einer Bankenkrise ausgeweitet. Zunächst waren nur kleinere Banken betroffen. Im Frühjahr 1931 geriet die Österreichische Creditanstalt in Schwierigkeiten. Sie hatte sich bei der Übernahme der Bodenkreditanstalt übernommen. Die Berliner Großbank geriet im Juli 1931 in Liquiditätsschwierigkeiten, woraufhin ein Massenansturm auf die Banken (Einlagen sanken um 21,4%) erfolgte. Zur Überwindung der Krise wurden die Kreditinstitute für mehrere Tage geschlossen, die Börse setzte sogar für mehrere Monate den Handel aus.

Der Ölpreisschock 1973 löste ebenso eine Phase höherer Inflation aus. Durch den JomKippur Krieg (Syrien und Ägypten gegen Isreal auf den Golan Höhen) wurden die Ölhändler nervös. Die OPEC reduzierte darauf hin bewusst die Förderquote um 5 %, was am 17. Oktober 1973 dazu führte, dass der Ölpreis von 3 auf 5 USD pro Barrel anstieg. Im Verlauf des Jahres 1974 stieg der Ölpreis auf über 12 USD.

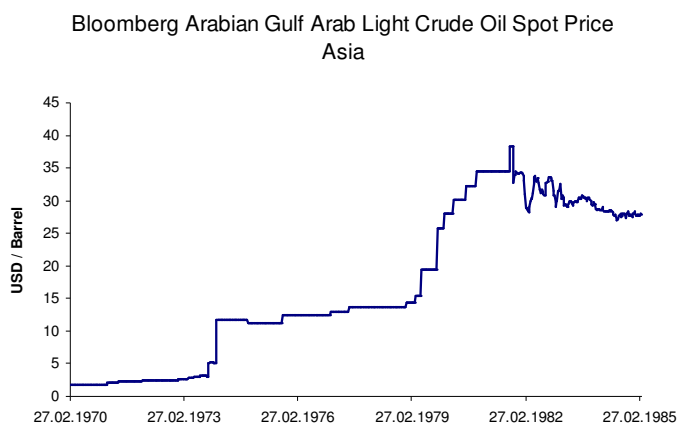


Abbildung 3: Entwicklung des Ölpreises (Bloomberg Arabian Gulf Arab Light Crude Oil Spot Price Asia) zwischen den Jahren 1970 und 1985; Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

In Österreich wurde durch die hohen Rohstoffpreise in weiterer Folge der „Autofreie Tag“ eingeführt. Im Jänner 1974 erließ Handelsminister Staribacher die Verordnung, dass an einem Tag der Woche das Auto stehen zu bleiben hat. Alle Autofahrer wurden verpflichtet an einem Wochentag ihrer Wahl auf ihren Privat-PKW zu verzichten. Der autofreie Tag musste mittels „Pickerl“ auf der Windschutzscheibe angezeigt und im Zulassungsschein eingetragen werden.

Unterschiedliche Krisen mit unterschiedlichen Auswirkungen

All diese Beispiele zeigen, dass Preisinstabilität unterschiedliche Gründe hat und auch die Auswirkungen auf Bürger und Investoren unterschiedlich sein können. Seien es Kriege, die Inflation auslösen oder auch Rohstoffpreisanstiege durch Förderengpässe oder einfach eine massive Überhitzung der

Vom Streben nach Sicherheit oder Vorsicht vor renditelosen Risiken.

Wirtschaft – die Auswirkungen auf Vermögen können massiv sein.

So wird vielen Kunden häufig eine trügerische Sicherheit bei der Empfehlung von Einzelprodukten suggeriert. Kein Produkt der Welt ist gegen all diese Auswirkungen von Geldwertinstabilität gefeit. Vielmehr empfiehlt es sich, viele verschiedene Mosaiksteine in der Gestionierung des Vermögens zu berücksichtigen. Der eingangs erwähnte Gedanke mit den Ameisen erscheint hier als geeigneter Vergleich. Selbst wenn sich einige Portfolioteile stark rückläufig entwickeln, sollte zumindest ein kleiner Teil des Portfolios profitieren.

Das Denken in Szenarien ist angesagt

Über 20 Jahre lang bewährte sich eine Methode zur Prognoseentwicklung: das Fortschreiben des bestehenden Trends. Tabellenkalkulationsprogramme wie Excel wurden die dazu verwendeten Werkzeuge. Die Zukunftseinschätzung verteilt sich glockenförmig um einen dem Trend folgenden Mittelwert. Doch seit Beginn der Finanzkrise hält sich die Zukunft der Vergangenheit wieder einmal nicht mehr an ihren prognostizierten Pfad. Prognosen werden in diesem Umfeld immer extremer, in jede Richtung. Das „Fahren auf Sicht“ ist angesagt. Jederzeit bremsbereit. Das heißt Übergewichte in vermeintlich sicheren Anlagen, die plötzlich unerwarteten Wertverlusten ausgesetzt sein können, zu vermeiden. Wenn Staatsanleihen eines Eurolandes 15% unter ihrem Nennwert

notieren, weiß man, dass echte Sicherheit nur mehr durch Streuung erreicht werden kann.

Wer ein sicheres Investment sucht, muss ein Paradoxon beachten, das zur Falle konservativer Anleger werden kann: bei unerwarteten Ereignissen, sogenannten Schwarzen Schwänen, verliert man bei risikoarmen Investments meist mehr Geld als bei Risikoreichen. Der Grund liegt in der Gewichtung. Da von sicheren Anlagen meist deutlich größere Positionen eingegangen werden.

Je „sicherer“ ein Investment gilt, desto geringere Renditen bietet es. Damit gibt es weniger Puffer für unerwartete Verluste. Bei riskanten Investments dagegen rechnet man ja förmlich mit dem Schlimmsten und wirklich unerwartet kann dann nur mehr eine extrem positive Entwicklung sein.

Daher sind wir immer auf der Suche nach Investmentmöglichkeiten, die beim Eintritt von Ereignissen, die der Markt heute nicht erwartet, die aber in einem denkbaren Szenario Platz finden, besonders profitieren und damit gleichzeitige Verluste anderer Vermögensbestandteile ausgleichen. Am besten sind solche „Hedgings“ oder Absicherungsinvestments, die auch dann positive Renditen erzielen, wenn es nicht zum Fall der Fälle kommt. Ein Beispiel dazu ist das direkt Investment in Ölquellen, wie in unserem Investmentletter „Das schwarze Gold“ beschrieben, das selbst bei gleichbleibenden Ölpreisen immer noch eine risikogemäße Rendite von 7% p.a. auf fünf Jahre erwarten lässt.

Vom Streben nach Sicherheit oder Vorsicht vor renditelosen Risiken.

Die Ergebnisse der Szenarios finden sich in unserer Vermögensverwaltung wieder. Es werden mehrere Anlageklassen miteinander kombiniert, welche zum einen nicht miteinander in Gleichlauf stehen (korrelieren) und zum anderen deren Zusammensetzung das Portfolio auch in Krisensituationen möglichst stabil halten. Dazu wird das gesamte Wissen der Experten unseres Konzerns im „Asset Allocation Komitee“ gebündelt, um die Portfoliozusammensetzung zu erarbeiten. Dabei werden einerseits Modelle für das Abbilden von Risiko verwendet, jedoch auch der gesunde Hausverstand und die Erfahrung der Mitglieder dieses Komitees finden Berücksichtigung in der Gestionierung der Portfolios.

Wir können keinem Kunden die Sicherheit versprechen, gegen alle zukünftigen Krisen immun zu sein, jedoch können wir für viele Eventualitäten vorsorgen.

Denn: Vermögen verwahren und vermehren ist eine Kunst. Eine Kunst des Intellekts. Wer mit offenen Augen durch das Leben geht, sieht Lösungen – für sich und seine Mitmenschen. Das ist nicht neu für uns, auch wenn es andere überraschen mag, dass „Konservativ wieder in“ ist.

Hierbei handelt es sich um eine Werbemitteilung mit ausschließlichem Informationscharakter, welche keinesfalls eine anleger- und objektgerechte Beratung sowie umfassende Risikoauflärung – jedes Produkt hat ein unterschiedlich hohes Risikoniveau – ersetzt. Alle in der Unterlage verwendeten volkswirtschaftlichen und wertpapierbezogenen Daten sind aus Bloomberg oder Deutsches Historisches Museum, Berlin - Projekt LeMO <http://www.dhm.de/lemo/objekte/statistik/infstad/index.html> entnommen. Alle verwendeten Informationen beruhen auf sorgfältig ausgesuchten Quellen; es wird keine Gewähr für die Vollständigkeit, Richtigkeit und Aktualität der vorliegenden Werbemitteilung sowie der herangezogenen Quellen übernommen. Haftungs- oder Schadenersatzansprüche, welche aus der Nutzung oder Nichtnutzung bzw. aus der Nutzung fehlerhafter und unvollständiger Informationen resultieren, sind ausgeschlossen.