

Professor Reiner Eichenberger,

Lustvolles Investieren?

Kursverläufe sind nicht prognostizierbar. Deshalb kann nach dem Lustprinzip investiert werden – aber nicht, ohne eine Reihe von Regeln zu beachten.



NOTENSTEIN
PRIVATBANK

Notenstein: In unserer Branche wird Anlegen ja als etwas Rationales gesehen. Anlageentscheide sind tunlichst mit kühlem Kopf zu treffen. Manche sehen darin gar eine rein quantitative Angelegenheit. In der Theorie ist Anlegen ein mathematisches Optimierungsproblem. Für Bauchgefühl, Spass und Leidenschaft scheint kein Platz zu sein. Als unseriös würde abgestempelt, wer sich von solchen Empfindungen leiten liesse. Von Ihnen stammt nun aber die These des lustvollen Investierens. Was ist darunter zu verstehen?

Reiner Eichenberger: Auf Finanzmärkten versuchen unzählige Akteure, die Kurse vorauszusagen und durch geschicktes Kaufen und Verkaufen Gewinne zu erzielen. Die heutigen Kurse spiegeln all diese Aktivitäten und beinhalten damit alle aktuell vorhandenen Informationen und Erwartungen. Die Kurse bewegen sich nur, wenn neue Informationen verfügbar werden oder die Anleger sie neu interpretieren. «Neu» heisst immer «nicht prognostizierbar». Denn wenn prognostizierbar wäre, welche Informationen neu auftauchen, wären sie ja nicht wirklich neu und schon in den heutigen Kursen eingepreist. Folglich ist auch die Kursentwicklung nicht prognostizierbar und muss zufällig sein. Deshalb ist der Markt nicht zu schlagen. Mit dieser Theorie effizienter Märkte kann nun in ganz unterschied-

licher Weise umgegangen werden: Erstens kann man sie akzeptieren und passiv anlegen, also der «buy and hold»-Strategie folgen und die Risiken möglichst breit diversifizieren. Zweitens kann man sie ignorieren und versuchen, den Markt doch zu schlagen. Mit einer aktiven Strategie fährt man langfristig jedoch systematisch schlechter als mit einer passiven Strategie, weil damit der Markt nicht zu schlagen ist, aber Transaktionskosten anfallen. Drittens kann man die Theorie zurückweisen und argumentieren, die Märkte seien doch nicht völlig effizient. Das ist zwar richtig, aber nicht wichtig. Finanzmärkte sind selbstverständlich nie vollkommen effizient. Aber sie sind so effizient, dass praktisch niemand Kursprognosen machen kann, die kurz- oder mittelfristig systematische Gewinne versprechen.

Meine These des lustvollen Investierens sagt: Mach, was dir Spass macht!

Oder man kann viertens die Theorie zu Ende denken. Dann sagt sie uns: Man kann den Markt nicht schlagen – aber man kann auch nicht schlechter als der Markt sein, abgesehen von den Transaktionskosten! Meine These des lustvollen Investierens sagt deshalb: Mach, was dir Spass macht, es kostet nichts! Aktien von gut geführten Firmen mit tollen Gewinnerwartungen bieten keine bessere Rendite als Aktien von schlecht geführten Firmen mit tiefen Gewinnerwartungen. Denn all die positiven und negativen Erwartungen stecken schon in den heutigen Aktienpreisen. Deshalb muss man

nicht überlegen, welches besonders gute Firmen sind, sondern, in welche man gerne investiert. Das Ganze gilt auch auf Branchen- und Länderebene. Dabei sind vier Dinge zu bedenken: Natürlich gilt es, erstens, die Risiken gut zu diversifizieren. Das wird schwieriger, wenn lustvolles Anlegen zu Klumpenrisiken führt. Zweitens sollte die Lust nur mit börsengehandelten Papieren ausgelebt werden. Sonst läuft man Gefahr, dass einem Berater Produkte verkaufen, auf denen «lustvoll» draufsteht, die aber eher ihre eigene Lust an hohen Gebühren befriedigen. Drittens sollten auch lustvolle Anleger ihre Papiere möglichst lange halten, um die Transaktionskosten zu minimieren. Also ist gut zu überlegen, für welche Anlagen das Herz auch langfristig schlägt. Viertens sollte man möglichst persönliche Gelüste ausleben. Wenn viele die gleichen Gelüste haben, treibt das die Kurse der betreffenden Papiere in die Höhe und damit die erwarteten Renditen nach unten.

Notenstein: Besteht nun aber nicht das Risiko, dass das Ausleben subjektiver Vorlieben zu impulsivem Anlegerverhalten führen kann? Öffnet das lustvolle Anlegen nicht der Gier – oder auch der Angst – Tür und Tor? Persönliche Präferenzen für bestimmte Aktien, Branchen oder Themen vermischen sich leicht mit der Hoffnung auf spektakuläre Gewinne. In der Euphorie werden dann Warnsignale, kritische Stimmen und Gegenargumente ignoriert.

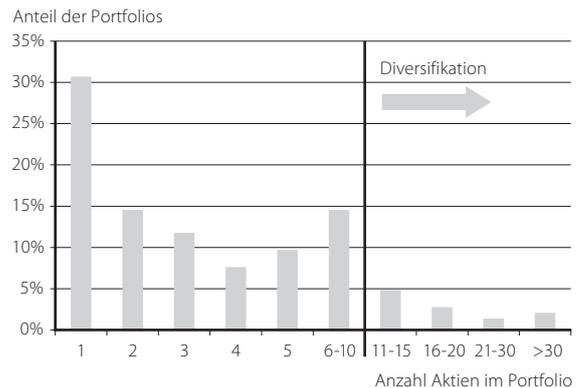
Lustvoll investieren ist das Gegenteil von gierigem Investieren. Man soll ja gerade nicht auf schnelle Gewinne setzen.

Reiner Eichenberger: Gier bringt beim Anlegen nur Nachteile. Gierige handeln zu aktiv, was Transaktionskosten verursacht, und sie kaufen öfter nicht börsengehandelte Papiere. Doch nur solange man über die Börse investiert, ist man durch ihre effiziente Preissetzung geschützt. Abseits der Börsen drohen Gebühren- und Fallenstellerhechte, die schon freudig auf neue Karpfen warten. Deshalb gilt es da, besonders vorsichtig zu sein. Lustvoll investieren ist das Gegenteil von gierigem Investieren. Man soll ja gerade nicht auf schnelle Gewinne setzen, sondern das kaufen und halten, was einem Freude macht. Und natürlich soll man nicht dauernd die Strategie ändern, weil das Transaktionskosten bringt.

Notenstein: Sie sagen also, dass jeder Anleger beim Versuch scheitern muss, sich gegen den Markt zu stellen. Es bleibt nur die Wahl zwischen passiv und lustvoll anlegen, wobei er mit beidem lediglich die Markttrendite (aber immerhin auch nicht

weniger) verdienen kann. Im ersten Fall genügt es, möglichst breit diversifizierte Indexanlagen zu kaufen und diese zu halten, also sozusagen den Autopiloten einzuschalten. Finanzmarktnews, Börsentipps und Gespräche mit dem Berater könnte sich der Anleger dann getrost sparen; Zeit und Nerven könnten anderweitig eingesetzt werden. Die zweite Variante, das lustvolle Investieren, scheint den Anlageberater auf den ersten Blick ebenfalls obsolet werden zu lassen. Wie Sie bereits erwähnten, muss aber auch beim lustvollen Anlegen vieles bedacht werden. Hier und auch beim passiven Anlegen sehen wir deshalb sehr wohl eine Aufgabe für die Vermögensverwaltung. Es reicht nicht, sein Vermögen einfach in einen Aktienindex zu investieren. Vielmehr stellen sich Fragen: Welcher Index? Industrie- oder Schwellenländer? Europa oder Amerika? Brauche ich nicht auch noch Obligationen? Wie sieht es mit Cash aus? Und mit Rohstoffen?

Ein Grossteil der Schweizer Anleger ist unterdiversifiziert



Quelle: Cocca, T.D., Volkart, R. & Schmid, S. (2006). Equity Ownership in Switzerland 2006. Eigene Darstellung
Bemerkung: Rund 55 Prozent der befragten Anleger investieren in maximal drei Aktien.

Kurz: Die zentrale Aufgabe des Vermögensverwalters ist es, die persönliche Situation des Anlegers in eine passende Anlagestrategie zu übersetzen. Diese strategische Allokation ist nach wissenschaftlichen Studien für achtzig Prozent der Anlagerendite verantwortlich, die Titelselektion macht hingegen nur zwanzig Prozent des Erfolges aus. Der Berater muss zusammen mit seinem Kunden dessen Risikofähigkeit und Risikoneigung sowie den Zeithorizont für die Anlage diskutieren und daraus ein individuelles Anlageprofil entwickeln. Dabei sind das gesamte Vermögen und alle Verpflichtungen des Anlegers sowie Vorsorge- und Steuerfragen zu berücksichtigen. Nach der strategischen Verteilung des Vermögens auf verschiedene Anlageklassen geht es um die Umsetzung. Erst dann stellt sich die Frage nach passivem oder lustvollem Investieren. Entscheidet

man sich für die lustvolle Variante, so droht sofort die Gefahr mangelnder Diversifikation. Leider wird das uralte Anlageprinzip, nicht alle Eier in denselben Korb zu legen, viel zu oft missachtet. Unsere Grafik zeigt, dass Unterdiversifikation ein weitverbreitetes Problem darstellt. Wer sogenannte Klumpenrisiken bei Einzeltiteln, Branchen, Ländern, aber auch bei Gegenparteien vermeidet, der umgeht viel potenzielles Ungemach, das heisst im schlimmsten Fall den Totalverlust seines Vermögens. Lustvoll anlegen ja, aber bitte nicht alles Geld in eine Liebhaberaktie investieren.

Wir haben viel über unsere Rolle als Vermögensverwalter nachgedacht und sind dabei auf das Bild des Bergführers gestossen. Dieser muss seinen Kunden gut kennen und dessen physische und psychische Fitness vor einer Bergtour beurteilen. Können die Schlüsselstellen der Tour gemeistert werden? Der Bergführer muss die Gefahren am Berg kennen und sich einwandfrei orientieren können. Er muss die aktuellen Wetterverhältnisse richtig beurteilen können. Er muss aber auch die Flexibilität haben, eine Routenänderung oder den Abbruch der Tour kurzfristig zu beschliessen.

*In einer komplexen Welt ist der
Anlageberater – wie der Bergführer –
das Gegenteil eines Autopiloten.*

Wie in der Vermögensverwaltung geht es vor allem darum, die grossen Fehler um jeden Preis zu vermeiden, Risiken und Chancen gegeneinander abzuwägen. Kunde und Bergführer sind durch ein Seil verbunden; beide haben ein zentrales Interesse daran, dass es dem anderen gut geht. Und schliesslich: Für einen guten Bergführer ist man auch bereit, einen adäquaten Preis zu zahlen. Er ist in einer komplexen Welt das Gegenteil eines Autopiloten.

Insgesamt scheint uns also die Daseinsberechtigung der Vermögensverwaltung selbst dann gegeben zu sein, wenn die Theorie der effizienten Märkte die Realität an den Finanzmärkten hinreichend gut beschreibt. Angesichts der immer schnelleren Abfolge von Übertreibungen, des Oszillierens zwischen Rausch und Katzenjammer, haben auch wir gelegentlich Zweifel, ob die Finanzmärkte wirklich so effizient sind. Auch die Implikationen des Indexierens für die Markteffizienz sind unklar. Angenommen, ein auf Sicherheit bedachter Anleger investiert in einen passiven Obligationenfonds. Wir haben das unguete Gefühl, dass sich die derzeitigen Obligationenindizes zunehmend aus schlechten Schuldnern zusammensetzen. Gesunde Schuldner befinden sich per Definition in einer komfortablen finanziellen Situation, ihr Kapitalbedarf hält sich in Grenzen. Schlechte Schuldner hingegen müssen sich immer stärker verschulden. Weil ein Index den

Gesamtmarkt abbildet, finden Anleihen dieser Schuldner schnell den Weg in den jeweiligen Index. Der Anleger, der theoretisch zwar alles richtig macht, nämlich den Index kauft, besitzt plötzlich ein Portfolio voller Ramschpapiere. Vertreter der Effizienzhypothese würden nun einwenden, dass die schlechte Qualität der Schuldner ja bekannt sei und dies sofort eingepreist würde. Dazu braucht es aber Akteure, die entsprechend handeln. Wenn aber alle nur noch passiv anlegen, dann wirkt das Korrektiv nicht mehr. Wie beurteilen Sie das Problem des «blinden» Indexierens?

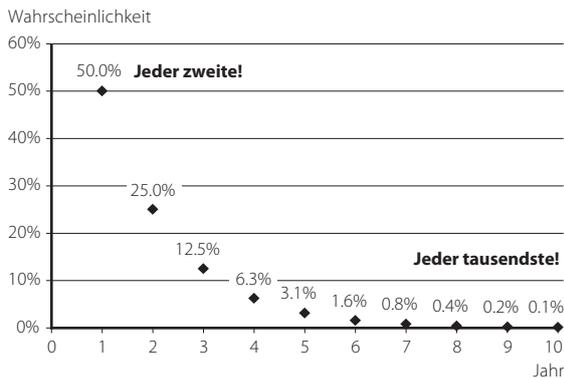
Reiner Eichenberger: Grundsätzlich könnten die Finanzmärkte auch effizient funktionieren, wenn mehr als die Hälfte des Geldes passiv angelegt wird. Märkte sind nicht effizient, weil alle Akteure rational handeln, sondern zumeist reicht schon eine Minderheit rationaler Marktteilnehmer. Dennoch: Wie schon angedeutet, sind die heutigen Finanzmärkte natürlich nicht vollständig effizient. Für Anleger zählt aber nur, inwiefern Kurse systematisch prognostizierbar sind. Das sind sie in den heutigen realen Märkten genauso wenig wie in perfekten Märkten. Denn die für reale Märkte typischen Phänomene wie Moden, Panik, Herdenverhalten etc. sind kaum prognostizierbar. Im Nachhinein erblickt man in der Kursentwicklung immer Muster, die nicht nach Zufall oder einem sogenannten «random walk» aussehen. Im Voraus kann man aber die Muster nicht prognostizieren. Und wenn doch ein Wissenschaftler eine Marktanomalie findet, womit systematisch Geld verdient werden kann, verschwindet sie bald, weil unzählige Akteure versuchen, sie auszunützen, und sie dadurch «wegspekulieren».

*Knapp jeder tausendste Anleger
schlägt den Markt zehn Jahre hinter-
einander. Diese Glückspilze erliegen
oft einer Kontrollillusion.*

Natürlich meinen viele Anleger und Berater, sie könnten trotzdem den Markt schlagen. Doch sollten sie zweierlei bedenken: Erstens erzielt auch bei rein zufälliger Marktentwicklung die Hälfte der aktiven Anleger eine bessere jährliche Performance als der Gesamtmarkt, ohne Transaktionskosten gerechnet. Ein Viertel schlägt den Markt zwei Jahre hintereinander, ein Achtel drei Jahre etc. Knapp jeder tausendste schlägt den Markt sogar zehn Jahre hintereinander. Diese Glückspilze erliegen oft einer Kontrollillusion. Sie meinen, sie hätten ein System, mit dem sie den Markt schlagen können. Dabei bedeuten ihre zufälligen Erfolge überhaupt nichts für die Zukunft. Die ebenso vielen Pechvögel hingegen, die mehrere Jahre hinter dem Markt zurückblei-

ben, vertrauen ihr Vermögen gerne Beratern an, die dann mit fünfzig Prozent Wahrscheinlichkeit alsbald den Index schlagen. Solche Anleger entwickeln oft ein übermässiges Vertrauen in ihre Berater.

Wahrscheinlichkeit einer zufälligen Überrendite in aufeinanderfolgenden Jahren



Quelle: Eigene Darstellung

Bemerkung: Die Wahrscheinlichkeit, in aufeinanderfolgenden Jahren zufällig eine Überrendite zu erzielen, nimmt zwar rasch ab, bleibt aber doch beachtlich. Die Angaben beruhen auf einem Zufallsexperiment.

Zweitens gibt es vielleicht Menschen, die den Markt lesen und prognostizieren können. Aber sie sind sehr selten. Leider ist man viel unwahrscheinlicher ein solches Genie, als dass man einer Kontrollillusion unterliegt. Auch wären solche Superprognostiker tolle Anlageberater. Aber leider sind sie viel seltener als Normalberater oder, noch schlimmer, Scharlatane. Das ist so ähnlich wie mit der Wiedergeburt. Vielleicht gibt es tatsächlich einzelne gut dokumentierte Fälle. Aber ganz sicher gibt es sehr viel mehr Leute, die nur meinen oder sagen, wiedergeboren worden zu sein. Deshalb vertraue ich Beratern, die Marktentwicklungen vorhersagen, genauso stark wie Wiedergeborenen.

Ich vertraue Beratern, die Marktentwicklungen vorhersagen, genauso stark wie Wiedergeborenen.

Aber noch zur guten Anlageberatung in Ihrem Sinn. Mit lustvollem Investieren wird sie nicht obsolet, sondern anspruchsvoller. Bisher war ihre Hauptrolle das richtige Diversifizieren. Dafür muss der Berater sehr gute Kenntnis aller Vermögensbestände des Kunden haben. Dazu braucht es natürlich ein besonderes Vertrauensverhältnis. Für erfolgreiches lustvolles Investieren ist Beratung genauso wichtig. Lustvolles Anlegen bedeutet oft Engagement in besonderen Branchen oder Ländern. Natürlich gibt es da verschiedene Produkte zur Auswahl, die mit höheren oder tieferen Ge-

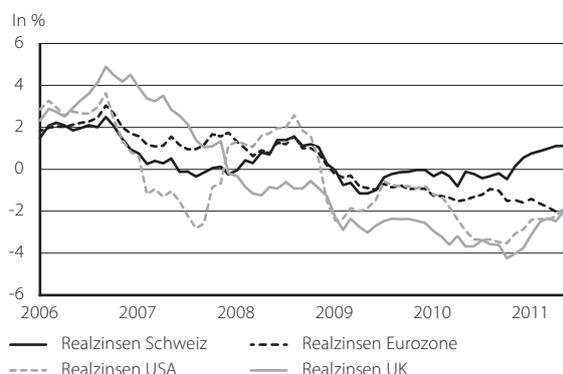
bühren und Steuerfolgen verbunden sind, und gezielte Investments verlangen nach gezielter kompensierender Risikodiversifikation.

Zur guten Anlageberatung in Ihrem Sinn: Mit lustvollem Investieren wird sie nicht obsolet, sondern anspruchsvoller.

Noch interessanter ist, dass das lustvolle Investieren das enge Korsett der Markteffizienz sprengt. Deren wichtige Implikation – die erwartete risikobereinigte Rendite jeder Anlage ist gleich – gilt nur, wenn die Anleger keine Freude am gezielten Anlegen haben. Wenn hingegen viele Anleger die gleichen Anlagen bevorzugen, sind deren Preise hoch und die finanziellen Renditen tief. Die Anleger haben ja neben den finanziellen auch psychische Erträge. Die Kunst guten Anlegens ist dann, die Summe aus finanziellen und psychischen Erträgen zu maximieren. Dazu muss der Berater auch die Anlagepräferenzen seiner Kunden sehr gut kennen.

Notenstein: Die Aufgabe der gezielten Risikodiversifikation bei Kunden, die ihre persönlichen Gelüste (oder Ängste) möglicherweise etwas zu einseitig ausleben, ist in der Tat keineswegs trivial. Ein uns bestens bekanntes Beispiel hierfür wäre der ultrakonservative Anleger, der auf seinem Vermögensauszug immer den gleichen Betrag plus einen stetigen Zinsertrag sehen möchte. Diese subjektive Vorliebe für vermeintlich absolute Sicherheit ist ja prima vista nur mit Obligationen makelloser Schuldner in Heimwährung zu befriedigen. Nun sind die aktuellen Umstände aber so, dass stetiger Zinsertrag einen Ertrag von nahe null bedeutet. Und, schlimmer noch: Der Realzins (Nominalzins minus Inflationsrate), im Grunde genommen die einzig relevante Grösse, ist vielerorts sogar negativ. Das bedeutet, dass der Anleger stetig an Kaufkraft verliert und sich für das gleiche Geld immer weniger leisten kann. Hinsichtlich der Sicherheit stellt sich also die Frage: Sicherheit bezogen auf was? Möglichst keine Kursschwankungen oder doch eher Kaufkraftverlust? In unserer Rolle als gewissenhafte Anlageberater müssen wir Gegensteuer geben und unserem ultrakonservativen Kunden glaubhaft erklären können, dass ihn seine subjektive Vorliebe womöglich nicht ans Ziel führt. Ausbalancieren hiesse hier das Hinzufügen von Anlageinstrumenten, deren Kursverlauf durchaus schwanken kann, die aber höhere Erträge versprechen. So zum Beispiel Dividentitel, die derzeit vielfach interessante Renditen von über drei Prozent aufweisen. Und das Hinzufügen von Vermögenswerten, die in schwierigen Zeiten die Kaufkraft sehr wahrscheinlich erhalten, zum Beispiel Gold.

Vielerorts herrschen negative Realzinsen



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung
Bemerkung: Kurzfristige Realzinsen (3-Monats-Libor minus Inflationsrate)

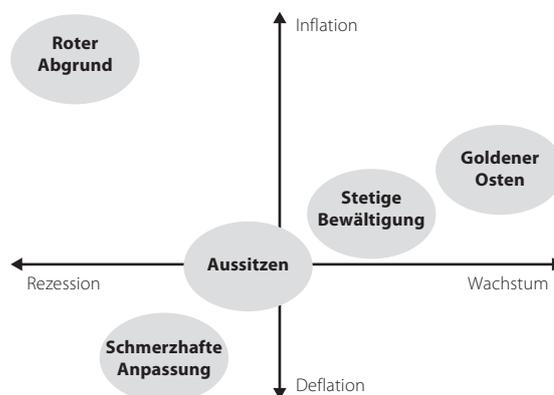
Doch kehren wir zurück zu den Implikationen der Nichtprognostizierbarkeit der Märkte. Natürlich möchten wir nicht zu denjenigen gehören, die einer Kontrollillusion unterliegen und meinen, sie könnten den Markt lesen und voraussagen. Dennoch haben wir überlegt, wie wir damit umgehen sollen. Der Ansatz von Notenstein besteht im Arbeiten mit verschiedenen Szenarien, aus denen konkrete Anlagestrategien abgeleitet werden. Gerade wegen der vielen Unwägbarkeiten scheint es uns zweckmässig, unsere Kunden auf verschiedene mögliche Entwicklungen vorzubereiten und ihr Vermögen, wenn auch nicht für alle, so doch für die uns wichtig erscheinenden Eventualitäten zu wappnen. Da es das Allwetterportfolio, das sich in jedem Umfeld gut schlägt, wohl nicht gibt, konstruieren wir jeweils für das wahrscheinlichste und für das gefährlichste Szenario ein Portfolio.

Da es das Allwetterportfolio, das sich in jedem Umfeld gut schlägt, wohl nicht gibt, konstruieren wir jeweils für das wahrscheinlichste und für das gefährlichste Szenario ein Portfolio.

Man könnte bei unserem Ansatz von einer erweiterten Diversifikation sprechen. Unsere Grafik zeigt fünf Szenarien, mit denen wir zurzeit arbeiten. Sämtliche Szenarien lassen sich vereinfachend als Kombinationen der beiden makroökonomischen Grössen «Wachstum» und «Inflation» darstellen. Zwei Szenarien werden bei uns zurzeit besonders viel diskutiert. Zum einen das wahrscheinliche Szenario «Aussitzen», welches nichts anderes als die Fortführung der aktuellen Geschehnisse ist: eine globale «stop and go»-Konjunktur, eine schleppende Bereinigung der strukturellen

Haushaltsdefizite, ein erratisches Aufflackern der Schuldenkrise, massive Notenbankinterventionen sowie eine nur langsam voranschreitende Gesundung des Bankensektors. Generell hätten wir es in diesem Szenario mit stabilen Preisen bei einer insgesamt eher stagnierenden Wirtschaft zu tun. Zum andern beschäftigen wir uns schon länger mit dem sehr gefährlichen Szenario «Roter Abgrund». Es handelt sich hierbei um ein eigentliches Katastrophenszenario, das zwar unwahrscheinlich ist, aber mit katastrophalen Konsequenzen für die Weltwirtschaft und den Anleger verbunden wäre. Die Folgen wären eine hohe Inflation oder gar Hyperinflation und ein Einbruch der Wirtschaft. Dahinter steht die Vorstellung einer Geldpolitik, die die Inflation schürt, ohne die Konjunktur zu beleben, einer Eskalation der Schuldenkrise, einer Desintegration der Europäischen Währungsunion sowie einer auf das globale Finanzsystem übergreifenden Bankenkrise. Kurz: ein wahrlich gähnender Abgrund.

Szenarien eignen sich, um mit der Nichtprognostizierbarkeit der Märkte umzugehen



Quelle: Notenstein, eigene Darstellung

Im ersten Szenario dürfte man als Investor mit einer passiven Anlagestrategie nicht falsch liegen, solange sie dem Risikoprofil des Kunden entspricht. Aber wir erachten es – dem Vorsichtsprinzip gehorchend – als unsere Pflicht, Wege zu finden, wie der Anleger sein Vermögen für das Katastrophenszenario bestmöglich absichern kann, zum Beispiel mit realwertorientierten Anlagen. Die beiden erläuterten Szenarien «Aussitzen» und «Roter Abgrund» sind verständlicherweise wenig erbaulich. Doch kehren wir zurück zu unserem eigentlichen Thema des lustvollen Anlegens. Es fällt schwer, sich vorzustellen, wie im aktuellen Umfeld lustvoll investiert werden soll. Gibt es in der heutigen Zeit überhaupt noch Anlagen, die Spass machen?

Reiner Eichenberger: Ihre Überlegungen zeigen, wie wichtig gute Beratung auch in effizienten Finanzmärkten ist. Gute Portfoliodiversifizierung ist nicht möglichst breites Streuen, sondern eine gezielte, ja kunstvolle Ausbalancierung der Anlagen im Hinblick auf die unterschiedlichsten Szenarien. Der traditionelle Ansatz wäre, den verschiedenen Szenarien Wahrscheinlichkeiten zuzuordnen und das Portfolio so zu streuen, dass es dem Anleger angesichts der Szenario-Wahrscheinlichkeiten und seiner Risikoaversion den höchsten erwarteten Ertrag bringt. Das Problem dabei ist aber, dass die Szenario-Wahrscheinlichkeiten ziemlich bis völlig unklar sind. Das heisst aber auch, dass die objektiven Kosten und Nutzen, auf einzelne Szenarien zu setzen oder sich gegen sie abzusichern, unklar sind. Und damit sind wir wieder beim lustvollen Investieren. Je unklarer die objektiven Erträge der verschiedenen Anlagestrategien werden, desto günstiger ist es, die eigenen subjektiven Vorlieben zu befriedigen.

Gute Portfoliodiversifizierung ist nicht möglichst breites Streuen, sondern eine gezielte, ja kunstvolle Ausbalancierung der Anlagen im Hinblick auf die unterschiedlichsten Szenarien.

Was das bedeutet, ist zuerst oft unklar. Beispielsweise gibt es vielen Investoren ein gutes Gefühl, einzelne Anlagen zu haben, die auch beim wildesten Crash-Szenario sicher sind. Aber welche Anlagen sind das? Gold? Vielleicht, aber nicht Papiere auf Gold, die nicht voll mit realem Gold unterlegt sind! Oder nur reales Gold? Aber keine grossen Barren, mit denen man in Krisenzeiten nichts machen kann! Vielleicht also Goldmünzen oder gar Goldketteli, deren einzelne Glieder man mit einer Schere abschneiden und so in Notzeiten auch kleine Beträge bezahlen kann? Offensichtlich brauchen solche Entscheidungen gute, sehr persönliche Beratung. Und wiederum ist der Preis für die Befriedigung weit verbreiteter Vorlieben hoch, weshalb auf möglichst persönliche Vorlieben zu zielen ist. Wer zum Beispiel schon immer Freude an schönen alten Goldmünzen hatte, ihm ihr Agio über Goldwert aber zu hoch war, kann heute die Vorliebe so billig wie fast noch nie befriedigen. Viele historisch interessante Stücke kosten nur noch sehr wenig über Goldwert und bieten deshalb eine wirklich lustvolle Anlage – und sind ausserdem gegen Goldpreiserfall praktisch durch ihren Sammlerwert geschützt. Tatsächlich gilt generell: Anlagen in die schönen Dinge des Lebens wie Antiquitäten, Kunst, aber auch Edelkonsum sind zurzeit so günstig wie selten, wenn man die Finanzmarktszenarien für so unerbaulich einschätzt wie Sie.

Gleichwohl bietet auch der heutige Finanzmarkt grossartige Möglichkeiten für lustvolles Investieren. Beispielsweise lieben manche Anleger hohe Dividenden. Die realen Dividendenrenditen vieler Schweizer Aktien sind zurzeit historisch gesehen riesig. Natürlich kann man dagegen einwenden, dass so grosse Dividendenrenditen bedeuten können, dass im Markt grosse Kursrisiken gesehen werden. Stimmt. Deshalb rate ich auch nicht allgemein, jetzt Dividendenschwergewichte zu kaufen. Aber für Dividendenliebhaber sind sie perfekt.

Für Menschen, die gerne klüger sind als die grosse Mehrheit und damit umgehen können, wenn das doch nicht zutrifft, sind heute Finanzwerte perfekt. Noch selten war die Meinung gegenüber einer Branche so negativ wie heute gegenüber Finanzwerten. Die Chancen sind also gut, im Nachhinein klüger als die anderen dazustehen. Menschen, die technischen Fortschritt lieben, können heute mit besonderer Freude Autoaktien kaufen, denn was die Autoindustrie zurzeit an technischem Fortschritt bietet, ist beeindruckend. Und Menschen, die gerne Leistungswillige unterstützen und ihren Optimismus ausleben, können heute mit Freude spanische Aktien kaufen. Spanien ist ein Land mit grossem Potenzial. Denn entscheidend für die langfristige wirtschaftliche Entwicklung ist der Grad effektiver Dezentralisierung. Spanien ist schon relativ stark dezentralisiert, nur auf eine wenig effektive Weise. Das kann aber leicht korrigiert werden. Dies im grossen Unterschied zu Griechenland, Portugal oder auch Frankreich, die völlig überzentralisiert sind.

Wichtig sind ja die langfristigen Erträge. Wenn die heutige Situation tatsächlich schlecht ist, dann bietet sie generell auch gute Anlagemöglichkeiten.

Und noch dies: Wichtig sind ja die langfristigen Erträge. Wenn die heutige Situation tatsächlich schlecht ist, dann bietet sie generell auch gute Anlagemöglichkeiten. Denken Sie zum Beispiel zurück an den Crash von 1987 und all die anderen früheren Einbrüche. Meinen Sie, dass heute die Kurse höher wären, wenn sie damals nicht eingebrochen wären? Wohl kaum! Die langfristige Kursentwicklung hängt nicht von den kurzfristigen Einbrüchen ab. Für langfristig orientierte Anleger sind deshalb die Aussichten sehr gut. So günstig wie heute waren viele Aktien noch selten.

Notenstein: Professor Eichenberger, wir danken Ihnen für das Gespräch.

Fazit Notenstein

Unsere Herausforderung als Vermögensverwalter ist es, die Erkenntnisse aus diesem Gespräch umzusetzen. Fassen wir die Kernaussagen kurz zusammen:

- Kursentwicklungen lassen sich kaum oder gar nicht vorhersagen, und dies gilt unabhängig davon, ob man die Märkte für effizient oder nicht vollkommen effizient hält.
- Wenn der Markt nicht zu schlagen ist, so kann man entweder passiv oder lustvoll anlegen, also: «Mach, was Dir Spass macht!» Es sind jedoch folgende Regeln zu beachten: Diversifikation, Beschränkung auf börsengehandelte Wertpapiere, lange Haltedauer und Vermeidung von Modetrends.
- Die Rolle des Vermögensverwalters ist wichtig, selbst wenn zuverlässige Prognosen nicht möglich sind. Seine Aufgabe ist es, die persönliche Situation des Anlegers in eine passende Anlagestrategie zu übersetzen. Dabei gilt es, verschiedene makroökonomische Szenarien zu berücksichtigen.
- Das Arbeiten mit Szenarien ist eine sinnvolle Art, mit der Nichtprognostizierbarkeit von Kursentwicklungen umzugehen. Sie sind ein Instrument zur gezielten Diversifikation des Vermögens und der Schlüssel für eine auf lange Frist erfolgreiche Vermögenserhaltung. Im Umgang mit Szenarien zeigt sich die Qualität einer seriösen Anlageberatung.
- Gerade für langfristig orientierte Anleger bieten schwierige Situationen immer auch Chancen. Viele Aktien sind derzeit günstig bewertet und weisen vielfach Dividendenrenditen von deutlich mehr als drei Prozent auf.

Alles in allem haben Bauchgefühl, Spass und Leidenschaft also durchaus ihren Platz beim Anlegen. Der Berater wird dadurch nicht obsolet, doch seine Rolle wird anspruchsvoller. Dass Investieren selbst im aktuellen schwierigen Umfeld lustvoll sein kann, ist eine der ermutigenden Erkenntnisse aus dem vorliegenden Notenstein Gespräch. Konkret erscheinen uns Dividendentitel derzeit als interessante Anlagemöglichkeit. Und nicht zuletzt werden wir das Denken in Szenarien weiter pflegen und ausbauen.

Gesprächspartner

Prof. Dr. Reiner Eichenberger ist Professor für Theorie der Wirtschafts- und Finanzpolitik an der Universität Fribourg und Forschungsdirektor von CREMA (Center for Research in Economics, Management and the Arts). *1961, Dissertation 1990 und Habilitation 1997 an der Universität Zürich. Seine Forschungsschwerpunkte sind Finanz- und Wirtschaftspolitik, ökonomische Analyse der Politik sowie die Deregulierung des politischen Prozesses. Er ist Autor dreier Bücher, über hundert wissenschaftlicher Aufsätze sowie zahlreicher Beiträge in nichtakademischen Organen. Unter anderem ist er Mitherausgeber von *Kykos*, einer führenden akademischen Zeitschrift für originelle Ökonomie, und Mitglied der Eidgenössischen Kommunikationskommission ComCom, des unabhängigen Regulators des Telekommunikationsbereichs.

Notenstein-Gesprächspartner

Das Notenstein Gespräch wurde geführt von Dr. Michael Zurkinden, Anlageberatung & Vermögensverwaltung, in Zusammenarbeit mit Dr. Ivan Adamovich, Leiter Privatkunden International und Mitglied der Geschäftsleitung, Martin Schenk, Leiter Privatkunden Schweiz und Mitglied der Geschäftsleitung, Rolf Kaufmann, Anlageberatung & Vermögensverwaltung und Oliver Forrer, Handel & Kommunikation.

Das Notenstein Gespräch

Das Notenstein Gespräch soll zum Nachdenken über die wesentlichen ökonomischen und gesellschaftlichen Trends anregen und mögliche Konsequenzen für den Anleger erörtern. Alle zwei Monate führen die Experten von Notenstein einen Dialog mit einer Persönlichkeit aus Wirtschaft oder Wissenschaft. Dabei möchten wir unsere Gesprächspartner mit unseren Erkenntnissen und Thesen herausfordern und dadurch Wissen generieren, das sich letztlich auch in der Praxis umsetzen lässt. Wir sind offen für kontroverse Meinungen, die den Gedankenaustausch lebendig machen. Das Notenstein Gespräch wird über mehrere Tage als schriftlicher Dialog geführt. Diese Art von Austausch ermöglicht ein aufgeregtes, fundiertes Hinterfragen von Argumenten – und das in einer Zeit, die oft von einer atemlosen Informationsflut geprägt ist.

Impressum

Ausgabe Notenstein Gespräch Nr. 2, Juni 2012

Herausgeber Notenstein Privatbank AG, Bohl 17, Postfach, CH-9004 St. Gallen, info@notenstein.ch, www.notenstein.ch

Leserservice Das Notenstein Gespräch können Sie auf unserer Website als Podcast hören. Rückmeldungen und Bestellungen für alle Publikationen nehmen wir unter www.notenstein.ch/kontakt oder per Post entgegen. Die Notenstein Privatbank AG publiziert neben dem Notenstein Gespräch den täglichen Marktkommentar Notenstein Brunch und fünfmal jährlich die Hintergrundinformation Fokus Asien.

ISSN 2235-8161



NOTENSTEIN
PRIVATBANK

ST.GALLEN BASEL BERN CHIASSO CHUR GENF LAUSANNE LOCARNO
LUGANO LUZERN SCHAFFHAUSEN WINTERTHUR ZÜRICH