

# Perspektiven der Anlagepolitik

Von Ferdinand Lips\*

Ein Anlageberater, der heute seinen Kunden einen Ueberblick über die Finanzmärkte geben muss, ist sich bewusst, dass er wie noch nie in deren Geschichte vor einer dauernd wechselnden Situation steht. Seine Analysen und Prognosen von heute sind morgen schon überholt und bedürfen einer Korrektur. Wieviel schwieriger muss es dann für einen Anleger sein, der weder über die gleichen Informationsquellen noch über die notwendige professionelle Ausbildung verfügt.

## Vertreibung aus dem Paradies

Vor 20 Jahren war das Anlagegeschäft ungleich viel einfacher. Man investierte damals beispielsweise 5% eines Portefeuilles in Oelaktien, 5% in Bankaktien, Pharmaaktien etc. und einen bestimmten Prozentsatz in Festverzinsliche. Diese Prozentsätze wurden etwas angepasst, je nachdem, ob man eine Rezession oder einen Konjunkturaufschwung erwartete. Diese paradiesische Situation wird vermutlich für lange Jahre nicht mehr eintreten, da die Weltwirtschaft am Ende eines sogenannten Superzyklus ist, in der Tat dessen Gipfel schon lange überschritten hat und talwärts fährt. Ferner gibt es, seit im August 1971 Präsident Nixon das sogenannte Goldfenster schloss, kein Währungssystem mehr, sondern zunehmend chaotische Zustände, wobei Tageschwankungen von 2,3 oder 4% in den wichtigsten Währungen keine Seltenheit sind. Das Ende von all dem ist nicht abzusehen, aber vermutlich könnte alles in einigen Jahren, wie dies verschiedene ernsthafte Beobachter erwarten, in einer schweren Weltwirtschaftskrise enden. Schon die letzte Rezession war statistisch der schwerste Einbruch seit der Krise der 30er Jahre.

Dies alles macht es für einen Anleger enorm schwer, nicht nur seine Substanz zu erhalten, sondern überhaupt Verluste zu vermeiden. Von Gewinn kann ja, von seltenen Fällen abgesehen, wohl kaum mehr die Rede sein.

Bei Aktienanlagen ist deshalb enorme Vorsicht geboten. Der Dow-Jones-Industrieindex hat schon vor zwölf Jahren (1966) den Stand von 1000 erreicht und steht heute bei ca. 900 Punkten, ohne von der schweren Dollarabwertung oder von den Inflationsverlusten zu sprechen. Dagegen ist Gold von 35 \$ im Jahr 1968 auf über 200 \$ gestiegen.

## US-Aktien: Vorsicht!

Die meisten amerikanischen Aktien sind auch heute nicht allzu interessant, obwohl ihre Kurs-Gewinn-Verhältnisse

jetzt im Vergleich zum Stand vor 10 bis 20 Jahren sehr tief liegen. Aber die Dow-Jones-Aktien rentieren heute erst 5,25%, was uninteressant ist im Vergleich zu den Renditen von ersten Staatsanleihen von 8,5% oder von ersten Industrieanleihen, die um 8% rentieren.

Es gibt zudem viele Anzeichen, dass die amerikanische Wirtschaft nächstes Jahr in eine Rezession eintreten wird. Schon seit einiger Zeit steigen die Zinssätze. Die Inflationsrate liegt über 10%, und auf dem Arbeitsmarkt zeichnen sich Engpässe ab. Da in einer Rezession Dividenden bekanntlich eher nach unten als nach oben revidiert werden, dürfte sich die durchschnittliche Aktienrendite eher noch verschlechtern. Zudem kann man für die US-Börse eine Art Vierjahreszyklus beobachten, das heisst, alle vier Jahre verzeichnet sie eine grössere Baisse. Das letzte Mal wurde 1974 ein wichtiger Tiefstand erreicht, und somit könnte es ohne weiteres Ende dieses oder Anfang des nächsten Jahres wieder soweit sein. Sollte der gegenwärtige Zyklus sich auf fünf Jahre erhöhen, so wäre dies der erste Fall seit Kriegsende.

Gegenwärtig scheint sich die Börse infolge des starken Anstiegs der Geldmenge einer Art *Liquiditätshausse* zu erfreuen, die aber, da der Kapitalmarkt sich in einer schlechten Verfassung befindet, vermutlich nicht von allzu langer Dauer sein dürfte. Ausserdem hilft der Anstieg der US-Aktien dem in Schweizerfranken rechnenden Anleger wenig, wenn sich der Dollar dauernd entwertet. Natürlich gibt es in jedem Börsenklima Spezialwerte, die gegen den Strom schwimmen und dem glücklichen Besitzer zu Gewinnen verhelfen, während andere verlieren.

## Solide Schweizer Titel

Wohl am interessantesten erscheinen noch gewisse *ausgewählte schweizerische, japanische und deutsche Aktien*, vielleicht auch französische Papiere, wobei allerdings die japanischen Unternehmer infolge ihrer oft schwachen Finanzstruktur genau unter die Lupe genommen werden müssen. In Deutschland ist zudem Vorsicht am Platz, da sich dieses Land von den Amerikanern in eine sogenannte Lokomotivrolle hineinmanövrieren lässt und eine Wirtschaftspolitik betreiben muss, die der Weltwirtschaft aus ihrer Flaute heraushelfen soll. Dabei haben sowohl Deutschland wie Japan Haushaltsdefizite, die in Prozenten des Brutto-sozialprodukts höher sind als das amerikanische. Die Schweizer Aktien sind eigentlich noch die solidesten, da unsere Grosskonzerne meist gut geleitet sind. Aber der Schweiz erwachsen aus der Währungslage doch grosse Probleme, da der Franken praktisch dauernd auf Aufwertungskurs steht.

## Festverzinsliche: Währungsunsicherheit

Bei den festverzinslichen Werten steht heute eine wichtige Überlegung im Vordergrund, nämlich die der *Währung*. Für den Kapitalanleger, der in der Schweiz oder in der Bundesrepublik wohnhaft ist und in diesen Währungen denkt, waren Anlagen in allen andern Währungen mit Ausnahme des Yen, und dies auch erst in letzter Zeit, «lebensgefährlich». Um keine Verluste zu erleiden, musste man in sFr. bleiben. Aber dafür ist die Rendite gering. Die Lage der DM-Festverzinslichen ist nicht viel besser, wobei dort die Zinssätze eher ansteigen. Dollar-Festverzinsliche bieten wohl bessere Renditen, aber hier sind wir mit besonderen Währungsrisiken konfrontiert. Zudem zeichnen sich Kreditengpässe oder, wie die Amerikaner dies nennen, «Credit Crunch» ab. Dieser wird um so schärfere Ausmasse annehmen, je länger die amerikanische Bundesbank, das Fed, versucht, die Zinssätze niedrig zu halten. Diese hat nämlich in den letzten Jahren eine Politik betrieben, die ganz im Gegensatz zu den Lippenbekenntnissen ihrer Leiter stand.

Dr. Burns wie Herr Miller sind an der Oberfläche beide harte Inflationsgegner und -bekämpfer. Aber im Grunde haben sie nichts anderes getan, als gehorsam die ständig wachsenden Haushaltsdefizite zu finanzieren. Noch nie ist die für die Geldmenge entscheidende Kreditbasis des Fed so rasch gewachsen wie jetzt seit Amtsantritt von Miller, der sich kürzlich erst gegen die sich allein schon durch den Markt aufdrängende Diskonstatserhöhung – allerdings erfolglos – gewehrt und damit gezeigt hat, dass er vermutlich ein von Carter «gekaufter» Mann ist. In seinem Leitartikel vom 17. 7. stellte das «Wall Street Journal» fest: «So wie die Sache heute steht, gibt es in Washington keine Inflationsbekämpfer von Bedeutung, und dies ist in der Tat eine traurige Situation.»

## Dollars überschwemmen die Welt

Da nun die amerikanische Notendruckpresse fröhlich läuft, ergiesst sich ein unendlicher Strom von Dollars über die Welt, der zu einem gefährlichen Dollarüberhang geführt hat. Ausländische Zentralbanken verfügen allein über 140 Mrd. \$ (44 Mrd. \$ mehr als vor einem Jahr), und weitere 400 Mrd. \$ befinden sich in privaten Händen. Der Dollar scheint deshalb heute gefährdeter zu sein als irgendwann in den letzten 20 Jahren,

(Fortsetzung auf Seite 2)

\*Direktor der Rothschild Bank AG, Zürich

# Perspektiven der Anlagepolitik

(Fortsetzung von Seite 1)

und ein weiteres Absinken scheint längerfristig fast unausweichlich.

Diese Entwicklung hat aber ganz andere, schwere Konsequenzen, indem nämlich die Zentralbanken derjenigen Länder, welche bisher noch harte Währungen hatten, andauernd Dollars kaufen mussten, um ein weiteres Ansteigen ihrer eigenen Währung und damit eine noch grössere Benachteiligung ihres Aussenhandels möglichst zu bremsen. Bekanntlich muss die Nationalbank oder die Bundesbank für jeden Dollar, den sie kauft, eine entsprechende Anzahl Franken bzw. DM abgeben. So hat sich denn auch die Kreditbasis der *Schweizerischen Nationalbank* 1977 um 25% ausgeweitet – ein katastrophaler Satz. Ähnliche Zunahmen haben auch die Bundesrepublik und Japan zu verzeichnen. Somit wurde in diesen Ländern zwangsläufig ein unheimliches Inflationspotential geschaffen, das sich schon lange in höheren Inflationsraten niedergeschlagen hätte, wären nicht in diesen Ländern gerade durch die hohen Aufwertungssätze bedeutende deflationäre Kräfte am Werk.

---

## Gold als letzte Rettung

---

Diese Lage macht es für jeden Kapitalanleger schwer, da es im Moment fast keine Rezepte gibt, wie er finanziell über-

leben soll. Nicht umsonst ist das Gold in letzter Zeit so stark gestiegen. Gold ist ja nicht nur ein Schutz gegen Inflation, sondern auch gegen Deflation. Das Kreditgebäude, d. h. der riesige Schuldenberg, der in letzter Zeit weltweit aufgebaut wurde, dürfte schliesslich zu einer weltweiten Deflation mit vielen Bankrotten, vor allem schwächerer Firmen, führen. Man denke nur an die Beispiele, die uns die letzten Rezessionen geliefert haben, wie z. B. die Stadt New York, die Penn-Central-Eisenbahn, der Warenhauskonzern W. T. Grant, die Franklin National Bank, die Herstatt-Bank usw. Wenn man noch an die geschwächte Stellung verschiedener Entwicklungsländer und die Exponiertheit gewisser New-Yorker Banken denkt, dann kriegt man das kalte Schaudern.

In einer Inflation schwindet das Vertrauen der Anleger in das Papiergeld. In einer Deflation schwindet das Vertrauen der Anleger in die Schuldner, weil diese ihre Zinsen nicht mehr bezahlen und das Kapital nicht mehr zurückzahlen können. Dann nehmen viele Anleger vermutlich Zuflucht zum Gold.

Aber auch einige Zentralbanken, die sich über den Wertzerfall ihrer Dollarbestände sorgen, könnten als Goldkäufer auftreten. In Anbetracht dieser Lage dürfte Gold noch einen weiten Weg vor sich haben, der aber ohne weiteres – wie schon 1975 und 1976 – von grösseren Rückschlägen unterbrochen sein könnte.

Dies alles erklärt die gute Haltung des gelben Metalls. Die *Anglo American Corp.* stellt interessanterweise in ihrem letzten Geschäftsbericht fest, dass ohne die offiziellen Verkäufe des IWF sowie des Schatzamts der Goldmarkt unterversorgt wäre. Auch die *Consolidated Goldfields* stellt in ihrem Bericht «Gold 1977» fest, dass allein schon die industrielle Nachfrage langfristig für einen Anstieg des Goldpreises sorgen werde.

Bei all dem muss immer wieder darauf hingewiesen werden, dass, selbst wenn man manchmal noch so klare Vorstellungen über die Zukunft zu haben scheint, doch immer wieder neue Faktoren auftreten, die man heute noch nicht kennt. Die Anlagepolitik bedarf deshalb heute eines dauernden Korrigierens und Überprüfens, was der Anleger mit seinem Berater in zeitlich kurzen Abständen tun muss. Nur so wird es in den nächsten Jahren möglich sein, finanziell befriedigende Resultate zu erzielen, wobei allerdings solche Perioden mit erheblichen Schwankungen erfahrungsgemäss dem geschickten Anleger auch überdurchschnittliche Möglichkeiten bieten.