



Wir leben in «Financial Times»!

«Da es in der Finanzindustrie keinen Patentschutz gibt, passiert es sehr oft, dass alle zur gleichen Zeit das Gleiche tun. Aus einer anfänglich guten Idee wird so rasch ein Liquiditätsproblem.»

VON HANSPETER OEHRI, PARTNER
OPIRO FINANCIAL PARTNERS AG, TRIESEN

Zu keiner Zeit haben die Finanzmärkte so grossen Einfluss auf das Leben der Menschen genommen wie in den letzten zehn Jahren. Die Politiker sind pausenlos unter dem Diktat der Märkte im Einsatz, um Devisen- und Kapitalmärkte zu beruhigen. Notenbanker treffen sich häufiger denn je, um Liquiditätskrisen zu vermeiden und die Konjunktur anzukurbeln. Unternehmen sind extremen Währungsschwankungen ausgesetzt und müssen sich an volatilen Kapitalmärkten refinanzieren. Aktiensparer müssen zusehen, wie ihre Aktienwerte unter enormen Schwankungen seit einem Jahrzehnt seitwärts tendieren. So hat sich beispielsweise der Schweizer Aktien-Index seit 1998 dreimal fast halbiert und wieder verdoppelt. Selbst Landwirte kämpfen mit immer stärker schwankenden Preisen an den Agrarmärkten und Konsumenten mit volatilen Energiepreisen. Was ist los an den scheinbar wild gewordenen Finanzmärkten?

Natürlich lassen sich aus volkswirtschaftlicher Sicht viele Gründe für die nervösen Märkte finden. Die Hauptursache liegt wohl im Entschuldungszyklus, der seit der Finanzkrise eingesetzt hat. Das Verschuldungsniveau der westlichen Industrieländer hatte den Punkt überschritten, welches mit normalem Wachstum finanzierbar ist. Der Abbau dieser Schuldenlast bleibt schmerzhaft und übt kontinuierlich Druck auf die Finanzmärkte aus.

Volkswirtschaftliche Entwicklungen erklären aber meiner Meinung nach nur ungenügend, warum die Dynamik und Intensität der Kapitalmarkt-Bewegungen drastisch angestiegen sind. Vieles entsteht aus dem System Finanzmarkt selbst heraus. Denn Finanzmärkte sind kein Abbild der Wirtschaft, sondern ein eigenes System, das zwar von der Wirtschaft beeinflusst wird, aber eine Eigendynamik an den Tag legt. Es lohnt sich, genauer auf die finanzmarktinternen

Entwicklungen zu schauen und diese Erkenntnisse für seine Anlageentscheide zu nutzen. Was hat sich in den letzten Jahren geändert?

Unter den Begriffen «Finanz-Innovation» und «Financial Engineering» wurde eine Flut von Produkten durch die Investmentbanken entwickelt, welche die bestehenden Märkte förmlich überschwemmt haben. Diese strukturierten Produkte, die sich hinter einem Wirrwarr von Abkürzungen wie ABS, CDOs, CLOs, ETFs etc. verstecken, haben gewissermassen einen riesigen Schattenmarkt geformt. Die neuen Produkte können ganz ohne Stresstests an den Sekundärmarkt kommen. Wichtig für die Emittenten solcher strukturierten Produkte ist vor allem, dass sie rasch an den Markt kommen. Da es in der Finanzindustrie keinen Patentschutz gibt, passiert es sehr oft, dass alle zur gleichen Zeit das Gleiche tun. Aus einer anfänglich guten Idee wird so rasch ein Liquiditätsproblem. Dies haben wir eindrücklich bei der «Sub-prime»-Krise gemerkt, als die Verbriefung von Hypotheken einen Schattenmarkt gigantischen Ausmasses annehmen konnte, ohne dass dies von den Aufsichtsbehörden bemerkt wurde. Die Liquidität der zugrundeliegenden Wertpapiere wird durch diese neuen Instrumente überfordert. Das Muster, das sich aus dieser Konstellation abzeichnet, ist immer dasselbe: es entstehen dynamische Preistrends, die immer mehr Anlegerkreise anziehen. Immer mehr Emittenten partizipieren an dieser neuen Idee. Die Gewinnmargen werden kleiner und zwingen die Emittenten, immer mehr Kredit («Leverage») einzusetzen. Aus dieser Überbenutzung entstehen systemische Risiken, da die Finanzorganisationen Opfer des eigenen Erfolgs werden, indem sie zu hohen «Leverage» aufgebaut haben, wenn es zur Trendwende kommt.



Natürlich versucht man Lehren aus der Finanzkrise zu ziehen und die Aufsichtsbehörden sind eifrig an der Ausarbeitung neuer Regulierungen, um Systemkrisen zu verhindern. Wie komplex und schwierig diese Aufgabe ist, zeigt aber ein aktuelles Beispiel des CDS-Marktes («Credit Default Swap»). Im CDS-Markt können institutionelle Anleger Kreditausfallrisiken absichern. In diesem ausserbörslichen Markt können also Kreditrisiken leer verkauft oder gekauft werden und niemand weiss genau, welche Volumen zwischenzeitlich gehandelt werden. Mit der Verschärfung der Griechenland-Krise ist dieses Thema aber immer brisanter geworden. Auffallend waren die intensiven Bemühungen der europäischen Zentralbank (EZB), es im Falle Griechenlands nicht zu einem Eintritt eines Kreditereignisses kommen zu lassen. Die EZB hat aus Furcht vor systemischen Risiken, welche wichtige Akteure des Finanzmarktes in Bedrängnis bringen könnten, so gehandelt. Auch hier sind die Aufsichtsbehörden bemüht, Transparenz und Regeln in den Markt zu bringen. Sie hinken der aktuellen Entwicklung aber stets nach.

Dies gilt auch für den rasch wachsenden Markt der «Exchange-Traded-Funds» (ETFs). Immer häufiger werden die Wertpapiere, die im ETF repliziert sein sollten, nicht mehr physisch hinterlegt, sondern synthetisch von Gegenparteien (Investmentbanken) nachgebildet. Dadurch entsteht ein Gegenparteirisiko, das zwar von Aufsichtsbehörden überwacht werden sollte, was aber mit zunehmender Komplexität der Produkte und dem enormen Wachstum der ETFs immer schwieriger wird. Das Systemrisiko steigt unweigerlich.

Was heisst das für uns Anleger und die Anlagestrategie? Bei strukturierten Produkten ist hohe Vorsicht geboten. Wir bei OPIRO versuchen, möglichst keine strukturierten Produkte einzusetzen und einfache Anlageformen zu finden, um in ein Thema zu investieren. Falls wir ETFs einsetzen, verwenden wir keine synthetischen («swapped») ETFs, sondern

nur solche, die voll hinterlegt sind. Dies erfordert einiges an Abklärungsarbeit, die sich aber lohnt. Generell sind wir bei Anlagen in Finanzwerte vorsichtig. Denn bis eine neue bessere Regulierung für Sekundärmärkte besteht, sind vor allem Bankaktien mit systemischen Risiken behaftet, die man kaum analysieren kann.

Weiters bin ich überzeugt, dass die marktinternen Strukturen, die durch die Schattenmärkte der strukturierten Produkte dominiert sind, für extreme, kurzfristige Schwankungen sorgen werden. Das ruckartige Auf und Ab an den Aktien-, Devisen-, Obligationen- und Rohstoffbörsen wird uns erhalten bleiben oder noch schlimmer werden. Anlageklassen werden von dynamischen Trends erfasst, ohne dass eine wesentliche Änderung der fundamentalen Daten erkennbar ist. Dies strapaziert das Nervengerüst aller Anleger, aber man muss diese kurzfristigen Schwankungen in Kauf nehmen, um mittelfristig eine vernünftige Realrendite zu erwirtschaften. Der Anleger muss also auch Verlustphasen zulassen können, wenn er heute investiert.

Diese kurzfristigen Trendübertreibungen bieten für uns als aktive Manager auch Chancen. Langfristig attraktive Anlagen bieten in scharfen Rückschlägen gute Nachkaufmöglichkeiten. Zu diesen langfristig attraktiven Investments zählen wir: inflationsgeschützte Anleihen aus den «Emerging Markets», asiatische Konsumaktien, europäische und amerikanische Aktien mit hohen «Cash Flows» und stabilen Gewinnen, rohstoffnahe Aktien besonders im Agrarsektor und europäische Immobilienaktien.

Auch wenn die Nervosität und somit das Schwankungsrisiko hoch bleibt und die langfristigen Renditeerwartungen aufgrund des eingesetzten Entschuldungszyklus («Deleveraging») eher tief sind, können mit einem disziplinierten Anlageansatz immer noch attraktive positive Realrenditen erzielt werden.