

Aktienanlagen bewähren sich in grossen Krisen

Vertrauen ist nachhaltig erschüttert – Wie sicher sind alternative Anlagemöglichkeiten? – Besonnen reagieren

Von Pirmin Hotz

Managerexzesse, Bilanzskandale sowie Terrorängste und der Irakkrieg haben weltweit das Vertrauen der Anleger arg strapaziert. Die internationalen Aktienmärkte verloren in den vergangenen Jahren teilweise über 60% auf ihre früheren Höchstwerte. Die einst hochgepriesenen Neuen Märkte haben sich, wer wundert sich heute, in Luft aufgelöst. Das Vertrauen in Aktieninvestitionen ist nachhaltig erschüttert. Viele Anleger, ob institutionelle oder private, flüchten panikartig aus ihren Titeln und suchen nach Alternativen. Der wohl grösste Börseneinbruch seit über siebzehn Jahren hat deutliche Spuren hinterlassen.

Dabei sind kaum fünf Jahre vergangen, seit in weiten Teilen Europas eine Aktienkultur überhaupt erst entstanden ist. Im Eilzugtempo verschob der Durchschnittsanleger damals seinen Sparbatzen vom Bankkonto zum hochriskanten Engagement an den Neuen Märkten. Schliesslich wollte man nicht fast täglich von Freunden und Medien mit traumhaften Renditen konfrontiert werden, ohne selbst ebenfalls ein Stück vom Kuchen abzuschneiden. Mahnende Stimmen zu Risiken und Nebenwirkungen blieben ungehört.

Anleihen sind nicht risikolos

Nun haben die Investoren in noch höherem Tempo den Weg zurück zum risikolosen Bankkonto, zur Immobilienanlage oder zu Anleihen absolviert. Auch alternative Produkte wie Hedge funds werden als Rettung aus der Misere angepriesen. Handeln Investoren rational, wenn sie Aktien längerfristig aus ihrem Anlageuniversum verbannen? Sind die alternativen Fluchthäfen wirklich sicherer als Aktien? Wie verhalten sich deren Risiken in einer sich vielleicht noch zuspitzenden, schweren Krise? Der Vergleich mit der Depression zu Beginn der Dreissigerjahre, den beiden Weltkriegen und der seit vierzehn Jahren anhaltenden ökonomischen Krise Japans kann helfen, diese Fragen zu beantworten.

Seit Monaten belasten Kriegsängste die Börsen. Dabei scheinen viele Anleger, die panikartig aus Aktien flüchten, vergessen zu haben, dass gerade in den beiden Weltkriegen Anleihen – ganz im Gegensatz zu Dividententiteln – wertlos geworden sind. Das traf nicht nur für Deutschland, sondern weitgehend auch für Italien, Frankreich und Japan zu. Solche verheerende Wertverluste sind natürlich, wiederum anders als mit Aktien, die sich nach den Kriegen fulminant erholt haben, nicht mehr wettzumachen. In einer echten Krise, wie die Lage gegenwärtig von vielen eingestuft wird, übertreffen die Risiken von Festverzinslichen die von Aktien.

Dasselbe lässt sich sagen, wenn der Vergleich mit der Weltwirtschaftskrise von 1929 bis 1932 herangezogen wird. Zwar kollabierten in dieser Zeit die internationalen Aktienmärkte durchschnittlich 70% (was mit den letzten knapp drei Jahren durchaus vergleichbar ist), doch von 1932 bis 1935 verdreifachten sich die



Die heftigen Kursausschläge an den Börsen verunsichern die Anleger. Aktien ade ist die Devise, aber die Flucht in Oblis, Immobilien oder Gold birgt Gefahren. BILD: BLOOMBERG

Kurse. Im Zuge des Börsendebakels wurden damals Tausende (!) von Banken insolvent. Wenn die Lage heute auch noch nicht so dramatisch ist, so ist es doch illusorisch anzunehmen, dass die Finanzindustrie und wohl auch die Staaten die ausstehenden Anleihen noch bedienen können, wenn sich die Krise verschärft. Es entspricht einer natürlichen Logik, dass in solchen Szenarien das Finanzsystem derart strapaziert wird, dass viele Unternehmen, aber auch staatliche Organisationen wegen des massiven Ertrags- respektive Steuerausfalls insolvent werden.

Interventionistische Strukturermassnahmen können nur ergriffen werden, wenn sie auf Einzelfälle (Swissair) beschränkt bleiben. Mit einer Häufung von Insolvenzfällen müssten sie zwangsläufig ausbleiben, weil andernfalls der Kollaps des Staatsapparats droht. Es ist eine Illusion und widerspricht auch den Erfahrungen der Vergangenheit, dass Obligationen in grossen Krisen sicherer sind als Aktien. Führt man die modern gewordenen apokalyptischen Szenarien zu Ende, müssten die aus dem Verkauf von Aktien freigesetzten Gelder in einen Banksafe gelegt werden, um zumindest das Bonitätsrisiko des Schuldners auszuschliessen.

Warnendes Beispiel Japan

Japan gibt uns einen guten Hinweis, was mit sicheren Anleihen in der Krise passiert. Bank- und Versicherungspleiten sind die Folge. Die Kreditwürdigkeit des einstigen Wirtschaftswunders Japan hat mittlerweile beinahe schon den Ramschstatus erreicht! Europäische Länder und Kommunen sind davon nicht mehr weit entfernt. Hinzu kommt die Krise der Sozialwerke, die den Staatsapparat zusätzlich strapaziert. Darüber hinaus werden die schweizerischen Kantonalbanken wie auch die deutschen Landesbanken (Dekret der EU per 2005) sukzessive ihrer Staatsgarantie entledigt. Bereits fünf Kantonalbanken, die mit den Landesbanken ver-

gleichbar sind, mussten in den letzten Jahren saniert oder übernommen werden. Auch der weltweit von Standard & Poor's ermittelte Zahlungsausfall von Unternehmensanleihen hat sich von 1997 bis 2002 schon verundertfacht!

Man muss wohl kein besonders guter Prophet sein, um vorauszu sehen, dass das Investieren in festverzinsliche Anlagen in Zukunft erhöhten Anforderungen unterliegen wird und, besonders wenn sich die Krise weiter verschärft, Insolvenzen zur Gewohnheit werden könnten. Nur am Rande sei erwähnt, dass die risikoscheuen Inhaber von Anleihen mit zunehmender Fortdauer in nicht unerheblichem Mass riskieren, von einer Zinswende auf dem falschen Fuss erwischt zu werden. Wenn die Eidgenossenschaft, notabene auf Wunsch der gebeutelten Versicherer, gegenwärtig eine 30-jährige Anleihe emittiert, scheint der Nährboden für das nächste Debakel schon bereit zu sein. In Krisenzeiten neigen Exponenten des Kapitalmarkts offensichtlich dazu, ihre existenzbedrohenden, prozyklischen Fehler zu wiederholen.

Wie verhält es sich da mit Immobilienanlagen? Viele Anleger flüchten aus Angst vor weiteren Börsenverlusten in Immobilieninvestitionen, die durch den historisch tiefen Refinanzierungssatz Rückenwind erhalten haben. Wenn nun japanische Verhältnisse am Aktienmarkt befürchtet werden, ist es sicherlich legitim, auch den Vergleich mit der Entwicklung des japanischen Immobilienmarkts heranzuziehen. Der ist, parallel zur Börse, regelrecht kollabiert. Bankpleiten und immense Kreditausfälle waren die Folge. Es zeigte sich, dass sich die Immobilienpreise auf Dauer nicht von den realwirtschaftlichen Gegebenheiten (Arbeitslosigkeit, Lohneinbussen, Wachstumsschwäche) abkoppeln können.

Im Unterschied zu Aktien vermitteln Immobilien allerdings eine Scheinsicherheit, denn die Wertverluste können nicht auf täglicher Basis verfolgt werden. In Europa wie auch in Amerika gibt es aller-

dings jetzt schon Anzeichen dafür, dass die Immobilienpreise ins Rutschen gekommen sind. Was wird passieren, wenn die gebeutelte Finanzindustrie auch nur schon einen kleinen Teil ihrer (illiquiden!) Immobilienanlagen auf den Markt werfen muss? Japan hat überdies eindrücklich gezeigt, dass selbst ein noch so tiefes Zinsniveau einen Immobiliencrash grösseren Ausmasses nicht verhindern kann.

Sind dann zumindest Gold oder alternative Produkte wie Hedge funds der Rettungsanker? Mitnichten! Gold hat den Nimbus als Reservewährung eingebüsst und profitiert gegenwärtig nur von der psychologischen Verunsicherung der Marktteilnehmer. Sollte sich der Irakkrieg ausweiten, dürfte wohl eher auf den Tauschhandel zurückgegriffen werden als auf Gold. Hedge funds (der Name allein ist irreführend) sind wiederum intransparente, kostenintensive und riskante Modeprodukte der Finanzindustrie, die nach einiger Zeit (ähnlich wie der Neue Markt) in Vergessenheit geraten werden.

Es gilt, ganz einfache, logische Schlussfolgerungen zu ziehen. Fatalistisch ausgedrückt lässt sich festhalten, dass wir zum Optimismus verdammt sind. Vernichtet sich der Aktienwert, im Sinne des von der Versicherungsindustrie angeführten, kollektiven Selbsterstörungsprozesses, nachhaltig weiter, ist das ganze Finanz-, Immobilien- und Vorsorgesystem gefährdet. Beunruhigend ist, dass der Herdentrieb der Anleger offensichtlich in der Baisse noch gravierender ist als in der Hausse. Das liegt wohl daran, dass in der Baisse immer mehr Marktteilnehmer wegen der überschätzten und strapazierten Risikofähigkeit verkaufen müssen.

Aktien nicht vernachlässigen

Allerdings darf in einer auch noch so ausgeprägten Börsenkrise nicht ausser Acht gelassen werden, dass jede verkaufte Aktie auch gekauft werden muss. Es ist nämlich eine Absurdität zu glauben, dass in den letzten Jahren vornehmlich Titel verkauft, aber kaum gekauft wurden. Nicht vergessen werden darf dabei, dass auch die Käufer der vergangenen Monate gute Argumente haben. Sie stellen beispielsweise erstaunt fest, dass einige Aktien ertragreicher Unternehmen heute eine deutlich höhere Dividende als Obligationen abwerfen.

Die Marktwirtschaft hat den Vorteil, dass sie Exzesse korrigiert. Wie viele Anleger es wohl in zwei oder drei Jahren geben wird, die wehmütig feststellen, man hätte doch damals kaufen müssen? Nun, antizyklisches Handeln wird wohl endgültig ein fast unerreichbares Ziel respektive eine Illusion bleiben! Früher oder später werden die irritierten Anleger aber zur Besinnung kommen und realisieren, dass nur eine besonnene, langfristige und gut diversifizierte Anlagepolitik nachhaltig zum Erfolg führen kann. Dazu gehören natürlich auch Aktien. Die Strategie des Engagements in Dividendenwerte hat sich, im Gegensatz zu Anlagen in Obligationen, auch in noch so grossen Krisen über viele Jahrzehnte bewährt. Aktien sind langfristig die mit Abstand attraktivste Anlage.

AUSLANDKOMMENTAR

Japan AG lässt grüssen

Von Helmut Becker
Tokio



Die Baisse an Japans Börse im März und der Rutsch des Nikkei-Index zum Bilanzstichtag per 31. März unter 8000 ziehen erhebliche Aktienbuchverluste und Abwärtskorrekturen der Er-

tragschätzungen nach sich. Besonders betroffen sind Unternehmen, die den Megabanken nahe stehen, deren Titel 2002/03 besonders drastisch fielen. So verloren die Aktien der Mizuho Holdings im Geschäftsjahr 68% an Wert, UFJ Holdings 61%, Sumitomo Mitsui Financial Group 60%, und selbst die Valoren der als vergleichsweise stabil geltenden Mitsubishi-Tokyo-Gruppe gaben 43% nach. Da aber beispielsweise die Mizuho-Gruppe mit rund 70% aller am Hauptmarkt in Tokio kotierten Unternehmen Kreditbeziehungen unterhält, fühlen sich die Unternehmen verpflichtet, als «stabile» Aktionäre die Beziehung zu festigen. Das hat sich im abgeschlossenen Geschäftsjahr ausgeprägt an der Industrie gerächt.

Letzte Woche gab das führende Brokerhaus Nomura einen vorerst noch geschätzten Buchverlust auf eigene Aktienbestände von 41,2 Mrd. Yen (470 Mio. Fr.) bekannt, verglichen mit -11,9 Mrd. Yen im Vorjahr. Die führende Konsumkreditgesellschaft Nippon Shinpan meldete einen Aktienbuchverlust von 10,1 Mrd. Yen. Aber auch Industriefirmen unter Ausklammerung von Banken und Nichtbankfinanzhäusern sind Opfer der Baisse geworden. Gemäss dem Daiwa Research Institute beliefen sich die Aktienbuchverluste dieser Gesellschaften, die an der ersten Sektion in Tokio kotiert sind, per 24. März auf 2,53 Bio. Yen oder 30 Mrd. Fr. Etwa 40% entfielen auf Bankaktien im Portfolio der Industrie.

Besonders tangiert sind Unternehmen, die zu einem der grossen Konglomerate zählen und deshalb traditionell umfangreiche Kreuzverflechtungen mit anderen Konglomeratsfirmen halten müssen. So kündigte Mitsubishi Electric einen Nettoverlust von 14 Mrd. Yen mit der Begründung an, der Aktienbuchverlust von rund 50 Mrd. Yen komme unerwartet. Fataler noch, denn rund 90% des Wertverlusts gehen auf das Konto von Valoren der Mitsubishi Tokyo Bank, der alle Mitsubishi-Gesellschaften besonders nahe stehen.

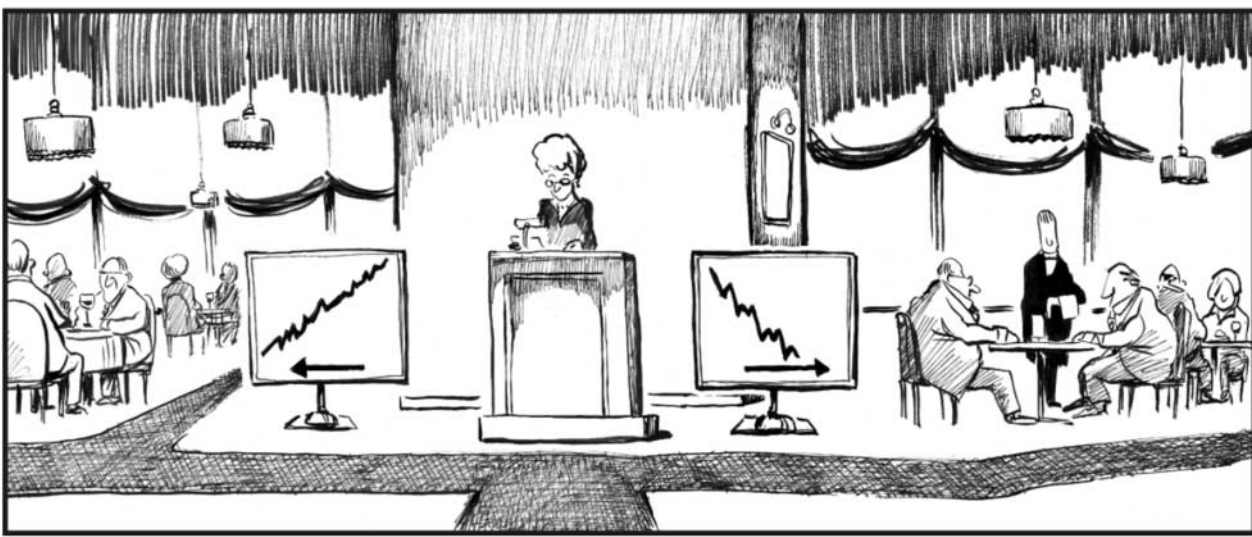
Japans grösste Landentwicklungsgesellschaft Mitsui Real Estate, die zum Mitsui-Konglomerat gehört, erwartet 33 Mrd. Yen Aktienbuchverlust, die überwiegend auf Bestände der Sumitomo-Mitsui-Bankenfamilie zurückzuführen sind. Besonders tangiert scheinen auch die grossen Handelshäuser zu sein, die im Schnitt etwa 30 Mrd. Yen Aktienbuchverluste erwarten und ihre Erträge im Vergleich zur Planung um rund 20% reduziert sehen.

In dieser Woche haben sich die Ertragskorrekturen unter Hinweis auf bilanzwirksame Verluste aus Kreuzverflechtungen und sonstigen Aktienportfolios gehäuft. Matsushita Electric revidierte den angekündigten konsolidierten Gewinn von 25 Mrd. Yen auf einen geschätzten Nettoverlust von 23,5 Mrd. Yen. Hauptbegründung: der Kollaps der Bankaktien im Besitz des weltgrössten Unterhaltungselektronikgiganten. Hitachi rechnete 53 Mrd. Yen Aktienbuchverlust vor, Sanyo Electric und Sharp folgten mit ähnlichen Verlautbarungen.

Trotz der Misere wollen 232 von 1889 an allen Japan-Börsen kotierten Gesellschaften ihre Dividende erhöhen und 87 planen, erstmals nach einer Unterbrechung wieder eine Ausschüttung vorzunehmen. Nur 174 Unternehmen verglichen mit 332 ein Jahr zuvor haben eine Senkung der Dividende in Aussicht gestellt. Kommt Japan doch zur Ruhe?

UP AND DOWN

© HORSCH



Personen

Spross-Holding, Zürich: **Jürg Spross** (im Bild) scheidet wegen «unterschiedlicher Auffassung über die Unternehmensstrategie» per Frühjahr 2003 aus der Gesellschaft aus. Er war VR-Vizepräsident der Spross-Holding, VR-Delegierter der Spross Ga-La-Bau, Vizepräsident und -delegierter der Spross-Immobilien. Sein Bruder **Heinz Spross** als CEO und **Jörg Wymann** als CFO werden als geschäftsführende Delegierte zusammen mit VR-Präsident **Werner H. Spross** der Unternehmensgruppe wie bisher vorstehen. Wie Werner H. gegenüber «Finanz und Wirtschaft» ausführte, will er die Unternehmensgruppe ohne Akquisitionen weiter entwickeln und dem angestammten Geschäft («kein Mischwarenladen») treu bleiben.



Dr. oec. HSG Pirmin Hotz ist Inhaber der gleichnamigen, auf Vermögensverwaltung spezialisierten Gesellschaft in Baar.