

Auf den Rausch folgt der Kater

Pirmin Hotz

Während langer Jahre war Geld äusserst billig zu haben. Das hat die Sicht der Anlegerschaft, selbst so mancher Profis, vernebelt. Die Kombination von Kreditaufnahme und illiquiden Anlageklassen ist gefährlich.

Die seit der Finanzkrise ausufernde Liquiditätsflutung durch die weltweit führenden Notenbanken hat das Investorenpublikum veranlasst, die Risiken hochzufahren. Längst scheint vergessen zu sein, was es bedeutet, wenn sich die aufgestauten Risiken in den Wertschriftenportfolios einmal entladen. Abenteuerliche Spekulationen erinnern an die Goldgräberzeiten des 19. Jahrhunderts. Während Kleinanleger sogenannte Meme-Aktien wie beispielsweise GameStop wie wild in luftige Höhen treiben, vermeldet Credit Suisse Milliardenverluste, weil sie sich mit Hochrisikoprodukten von Greensill und dem Hedge Fund Archegos kräftig verspekuliert hatte.

Ähnliches war UBS schon im Jahr 1998 passiert, als sie beim Kollaps des von John Meriwether gemanagten Hedge Fund LTCM einen Milliardenverlust einstecken musste. Er kostete den damaligen Chef der Bank, Mathis Cabiallavetta, den Kopf. Seither gab es zahlreiche weitere Kollapse und Skandale. Trotzdem werden Gurus und Marketingartisten der Finanzindustrie nicht müde, ihren Kunden immer wieder dasselbe Märchen zu erzählen: Sie hätten ein goldenes Anlegerhändchen.

Der Glaube an die wundersamen Geldvermehrter ist offenkundig unzerstörbar, und das billige Geld verleitet viele Investoren zur Sorglosigkeit. So haben in Zeiten von Negativzinsen viele Finanzinstitute ihren Kunden empfohlen, sichere Staats- und Unternehmensanleihen zu verkaufen und stattdessen hochverzinsliche Ramsch- und Schwellenmarktanleihen zu kaufen. Die Verzweiflung der Anleger auf der Jagd nach einer positiven Rendite ist mit Händen zu greifen, wenn sie dem notorischen Pleitekandidaten Griechenland trotz rekordhoher Verschuldung Geld zu einem Zins von 1% leihen. Frivol wurden auch hundertjährige Anleihen von Ländern wie Frankreich, Italien, Österreich oder Spanien gekauft.

Spac, NFT, Luxusgüter

Seit der Zinswende hat der Wind aber gedreht, und sogar der Kurs des qualitativ erstklassigen österreichischen Langläufers ist seit dem per Ende 2020 erreichten Höchststand über die Hälfte eingedampft – bei Aktien würde man angesichts solcher Verluste von einem historischen Crash sprechen. Auch wurden Anlegern mit konservativem Risikoprofil bis kurz vor dem Krieg in der Ukraine russische Anleihen von Gazprom und Russian Railways ins Depot gelegt. Fast über Nacht haben diese Obligationen vier Fünftel ihres Werts verloren, obwohl sie in Franken denominiert sind und kein Währungsrisiko bergen. Nicht auszumalen, was passieren wird, wenn die Inflation hartnäckig auf hohem Niveau verharrt, die Zinsen weitersteigen und die Ratingagenturen im Fall einer konjunkturellen Eintrübung die Noten vieler Schuldner senken werden. Ein Blutbad an den Obligationenmärkten wird die Folge sein.

«Ohne Marktpreise gibt es keine Kursschwankungen, die sich messen lassen»

Das billige Geld hat zudem fragwürdige Anlageformen hervorgebracht. Dazu gehören Mantelgesellschaften, die in Form von sogenannten Spac (Special Purpose Acquisition Company) an die Börse gebracht und auch als Blankoscheckunternehmen bezeichnet werden. Das Vertrauen der Anleger, ihr Geld den als «Sponsoren» bezeichneten Initiatoren fast blind anzuvertrauen, muss wohl grenzenlos sein. Ähnliches gilt für den letzten Schrei der digitalen Welt, die sogenannten Non Fungible Tokens (NFT). Das Bild «Everydays: The First 5'000 Days» des amerikanischen Künstlers Mike Winkelmann wurde vor Jahresfrist über das Auktionshaus Christie's im Gegenwert von fast 70 Mio. \$ versteigert. Die Reaktion des Künstlers, die bei Bekanntwerden des Verkaufspreises auf YouTube festgehalten wurde, spricht Bände: «Ich fahre nach Disneyworld», freute er sich.

FINANZ und WIRTSCHAFT

Die Explosion der Preise exotischer Anlagen macht auch vor den im Angebot limitierten Luxushandtaschen von Hermès, Edeluhrten von Rolex oder raren Oldtimern nicht halt. Aber nicht nur die Träume von Käufern sind grenzenlos, sondern auch die potenzielle Fallhöhe der Preise. So hatte im März der Kryptounternehmer Sina Estavi für 2,9 Mio. \$ die digitalen Rechte am ersten Tweet von Twitter-Gründer Jack Dorsey gekauft. Kurze Zeit später entschied sich Estavi zum Verkauf seines NFT und erhoffte sich einen Erlös von gegen 50 Mio. \$. Aktuell liegt das Höchstgebot der Auktion bei rund 28'000\$.

Wer nun glaubt, es seien vor allem Laien und Naive, die sich vom Reiz des billigen Geldes blenden lassen, täuscht sich. Am 15. November des vergangenen Jahres gab Calpers, die Vorsorgekasse der Angestellten des öffentlichen Dienstes von Kalifornien, die Anpassung ihrer Asset Allocation per 1. Juli 2022 bekannt. Mit der neuen Allokation will die mit rund 500 Mrd. \$ Gesamtvermögen grösste amerikanische Pensionskasse sicherstellen, auch in Zukunft am ambitionierten Renditeziel von jährlich 6,8% festhalten zu können.

Drei Veränderungen sind hervorzuheben. Erstens: Die Quote für Private Equity wird zulasten kotierter Aktien deutlich ausgebaut. Zweitens: Die Anlageklasse Private Debt wird neu aufgenommen, während Staatsanleihen abgebaut werden. Drittens wurde beschlossen, eine Hebelung mit Krediten in Höhe von 5% auf das Gesamtvermögen zuzulassen. Die Präsidentin des Anlagekomitees von Calpers, Theresa Taylor, lässt sich in der Pressemitteilung wie folgt zitieren: «And by adding 5% leverage over time, we'll better diversify the fund to protect against the impact of a serious drawdown during economic downturns.» Wie bitte? Mithilfe von Krediten soll es gelingen, das Portfolio besser zu diversifizieren und gegen grössere Kurseinbrüche zu schützen? Das Statement wirkt in Zeiten, in denen Lombardkredite und das luftige Spekulieren auf Pump bei Privatinvestoren Rekordstände erreichen, wie ein schlechter Scherz.

Calpers reduziert den Anteil sicherer Treasury Bonds und liquider Aktien zugunsten von riskanten sowie illiquiden Private Debt und Private Equity.

Die Verantwortlichen weisen darauf hin, dass die neue Strategie die Volatilität reduzieren werde. Mit Verlaub: Professionelle Anleger müssten doch zwischenzeitlich längst begriffen haben, dass die Volatilität als Risikomass bei illiquiden Anlageklassen wie Private Equity und Private Debt völlig untauglich ist. Wenn es nämlich keine Marktpreise gibt, kann es auch keine Kursschwankungen geben, die sich messen lassen. Stattdessen gibt es einzig einen buchhalterisch ermittelten Wert in Form eines NAV (Net Asset Value), der sporadisch von den Anbietern selbst angepasst wird.

Risiko eines Runs

Bei Lichte betrachtet werden sich die Risiken des Calpers-Portfolios nicht etwa reduzieren, sondern im Gegenteil erhöhen. Aus der Erfahrung früherer Krisen wissen wir, dass die Kombination von illiquiden Anlagen und der Aufnahme von Krediten einen explosiven Mix bildet. Wenn viele Investoren in Panik zum Ausgang rennen, werden illiquide Anlagen faktisch unverkäuflich. Das musste während der Finanzkrise auch die verantwortliche Managerin des renommierten Harvard University Endowment Fund, Jane Mendillo, bitter erfahren, als sie illiquide Papiere zu Schleuderpreisen auf den Markt werfen musste, um die laufenden Ausgaben des Fonds decken zu können. Zu Recht warnt das Fed seit dem Frühjahr 2021 denn auch vor einem Run auf illiquide Anlageformen.

Der Kursverfall und die Einstellung des Handels mit russischen Anleihen können als Warnsignal für Investoren gesehen werden, die ihre Portfoliorisiken und ihren Anteil an illiquiden Produkten in den letzten Jahren ausgebaut haben. Für viele wird der Rausch im Kater enden. Der High Noon der Anleger schlägt in der Baisse, die zwar unprognostizierbar im Timing ist, aber zur Börse gehört wie das Amen in der Kirche.

PIRMIN HOTZ, ist Gründer und Inhaber der Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen AG mit Sitz in Baar.