

Die Vergangenheit zählt nicht

1. Wertloser Blick zurück

Es gibt kaum einen Lehrsatz der Mikroökonomie, der auf weniger Verständnis stösst und der häufiger missachtet wird als die Feststellung, dass zurückliegende Kosten keine Kosten sind. Sunk costs are no costs. Die Mehrheit der Buchhaltungskonzepte ist auf nichts anderes ausgerichtet, als die in der Vergangenheit aufgelaufenen Kosten darzustellen. Die Finanzanalyse stützt sich weitgehend auf vergangene Ergebnisse ab. In der Industrie wird der „Return on Investment“, also die Rentabilität gehabter Kosten, gemessen. Und der Anleger (und oft nicht nur dieser, sondern auch sein Berater...) beurteilt den Erfolg seiner Anlagen nach den Einstandspreisen. Er misst also die vergangenen Kosten einer heute bestehenden Position.

Und dennoch, sozusagen gegen die erdrückende Menge aller Vergangenheitsorientierten: Zurückliegende Kosten sind keine Kosten! Wer den Satz missachtet, verwendet konsequent einen untauglichen Kompass. So werden hoffnungslose Projekte weiterverfolgt, weil man „ja schon so viel investiert hat“. Es gibt offenbar nichts Schmerzhafteres, als Verluste realisieren zu müssen. Denn damit ist vordergründig das Eingeständnis von Fehlern in der Vergangenheit verbunden, und ein solches Eingeständnis zehrt am Selbstwertgefühl. Als ob Fehler der Vergangenheit zum Verschwinden gebracht werden könnten, indem man sie verheimlicht, verwischt, oder eben - nicht realisiert. Das pure Gegenteil ist ja der Fall: Wer Fehler nicht realisiert, bringt sie gerade nicht zum Verschwinden, sondern bleibt auf ihnen für alle Zukunft sitzen. Manche Investitionsleiche wäre nicht entstanden, wenn man rechtzeitig den Mut aufgebracht hätte, die Vergangenheit wirklich vergangen zu machen. Das gilt nicht nur für Bauten, sondern beispielsweise

und ganz besonders auch für Bestandteile eines Portefeuilles.

In einer Zeit, die sich dadurch kennzeichnet, dass (infolge der weltweit anhaltend sehr tiefen Nominalzinsen) die Bewertungen für jegliche Veränderungen in der Beurteilung künftiger Entwicklungen und Aussichten ausserordentlich sensitiv ausfallen, ist die Fähigkeit, von vergangenen Beurteilungen Abschied nehmen zu können, eine absolut entscheidende charakterliche Qualität. Die Voraussetzung dafür liegt allerdings in einer etwas differenzierteren Anschauung darüber, wie mit der Vergangenheit umzugehen ist, und vor allem, wie sogenannte „Fehler“ der Vergangenheit zu beurteilen sind.

Wenn sich dieser Anlagekommentar zum Teil notwendigerweise in quasi geschichtsphilosophischen Sphären bewegt, dann immer vor dem ganz praktischen Hintergrund der ökonomisch richtigen Handhabung von Investitionen, die zwar aus der Vergangenheit kommen, deren heutiger Wert sich aber stets nur - nur! - aus der Werthaltigkeit künftiger Erträge ableiten lässt. Dass die vertiefte Behandlung des Umgangs mit der Vergangenheit nebst diesen sehr praktischen auch noch gesellschaftliche Dimensionen hat, ist nicht zu vermeiden. Wie zu zeigen sein wird, sind aber auch diese gesellschaftlichen Dimensionen für den Anleger nicht irrelevant. Im Gegenteil.

2. Zeitgeist mit Schlagseite

Es mag mit dem nahenden Ende des zweiten Jahrtausends zusammenhängen, dass gegenwärtig besonders eifrig über die Vergangenheit nachgedacht wird. Und nicht nur nachgedacht! Vielmehr muss die Vergangenheit *aufgearbeitet* werden. Die Wortwahl weist auf bisher anscheinend Verpasstes, unrichtig Verstandenes, Verdrängtes, Verwischtes, Verstecktes hin, und impliziert einen gesellschaftlichen Prozess des Umdenkens und des Reinwaschens der Gewissen und Gehirne.

Die Berufe der Historiker, Archivare und Buchprüfer haben Hochkonjunktur.

Der Zeitgeist blickt zurück. Man könnte dies an sich ruhig als vorübergehendes Phänomen wegstecken, erwachsen aus dieser Welle des scheinbaren Reinwaschens nicht Gefahren, die namentlich den längerfristig orientierten Anleger stutzig machen müssten.

Als Europäer nehmen wir halbwegs belustigt die Auswüchse der amerikanischen Rechtskultur in Haftungsfällen zur Kenntnis. Wenn Millionen bezahlt werden müssen, weil bei der obersten Sprosse einer Leiter der schriftliche Hinweis fehlt, dass dies die oberste Sprosse sei, und ein Dummkopf deswegen in die Tiefe fällt, dann sträuben sich die kontinentalen Haare ebenso wie bei der Verurteilung eines Hauseigentümers zur Entschädigung eines Diebes, der bei seinem Einbruchversuch durch ein Glasdach gefallen war. Was uns aber, wie gesagt, stutzig machen müsste, ist der Umstand, dass die Welle der „Aufarbeitung der Vergangenheit“ nach dem genau gleichen Schema über unsere Geschichte rollt.

Denn bei Lichte besehen geht es eben bei dieser modernen Art der historischen Forschung nicht nur um die Darstellung des Geschehenen, sondern um die Erarbeitung von Grundlagen zur *Korrektur der Geschichte*. Worin besteht das Schema? Es muss

- a) ein „Opfer“ oder eine Gruppe von „Opfern“ vorhanden sein, die in genügendem Masse bedauernswürdig sind, so dass die öffentliche Meinung und Moral fast zwingend auf ihrer Seite stehen wird,
- b) ein Zielobjekt gefunden werden, das zum einen in genügendem Masse zahlungsfähig ist und das zum andern mit hoher Wahrscheinlichkeit wenig öffentliche Sympathien genießt (Die „Reichen“, soweit es sich nicht um Filmstars oder Sportler handelt, sind a priori als Zielobjekte geeignet...),
- c) das Zielobjekt soweit in seiner Handlungsfreiheit eingeschränkt sein, dass es vermutlich zu Kompromissen bereit sein wird,
- d) die Angelegenheit „story-fähig“ sein, um das allgemeine und konzentrierte Medieninteresse zu wecken.

Statt der weitgehend teilnahmslosen, vielleicht etwas langweilig-pädagogischen Ge-

schichtwissenschaft verfolgt die moderne Vergangenheitsbewältigung *einen anwaltschaftlichen Zweck* mit dem klaren Ziel, Zustände zu verändern oder zu bereinigen.

3. Vergangenheit als Vorwand zur Umverteilung

Zu Recht kann die grösste Bedrohung des freien Eigentums in unserem Jahrhundert, nämlich die Enteignung unter dem Titel des nackten Klassenkampfes, im Prinzip der Vergangenheit zugeordnet werden. Was nicht heisst, dass die gesellschaftspolitischen Konzepte des Sozialismus nicht nach wie vor die Köpfe der zahlreichen Altachtundsechziger in Politik und Gesellschaft beherrschten. Nur: Der Klassenkampf als solcher ist kaum mehr publikumswirksam. Der Philosoph Karl Popper (1902-1994) schlug in seinen wissenschaftstheoretischen Arbeiten vor, dass unrichtige Konzepte nicht durch den Beweis ihrer Mangelhaftigkeit eliminiert werden, sondern bestenfalls falsifiziert werden können, im Regelfall aber deshalb verschwinden, weil sich niemand mehr dafür interessiert. Das könnte durchaus auch für das Ende des Sozialismus zutreffen: Die Tauglichkeit der „klassenlosen Gesellschaft“ ist tausendfach falsifiziert worden; die Gelegenheit mit der reichlich theoretischen Arbeiterklasse ist aber in erster Linie kaum mehr medienfähig, sie macht in keiner Weise mehr eine „Story“ aus.

Es gibt nun aber zahlreiche Hinweise darauf, dass an die Stelle des blanken Sozialismus und der mit ihm verbundenen Enteignungsidee die „Vergangenheitsbewältigung“ neueren Zuschnitts getreten ist. Denn eines ist klar: Aus der Aufarbeitung von Vergangenen lässt sich alleweil eine mediengerechte und den Heisshunger des breiten Publikums befriedigende „Story“ machen.

Beteiligt an diesem auf Vergangenheitsbewältigung beruhenden Umverteilungs„spiel“ sind neue Parteien: Nicht der Staat in seiner gesellschaftspolitischen Rolle tritt als Nehmer und Geber auf, sondern in der Regel „Non-Governmental Organizations“ (NGOs) und als deren Grenadiere der Anwaltsstand amerikanischen Zuschnitts. Die staatlichen Institutionen wie Gerichte und Aufsichtsbehörden werden allerdings für die Aktionen benützt, gegebenenfalls erwirkt man die Schaffung ausserordentlicher Organe (Untersuchungsausschüsse, Historikerkommissio-

nen), die möglichst mit ausserordentlichen Vollmachten ausgestattet werden.

Der heute alle gesellschaftlichen Bereiche umfassende Einfluss der Medien wird ebenfalls für die Aktionen instrumentalisiert. Wegen ihrer desperaten Suche nach immer neuen Stories sind sie willfähige Werkzeuge der anwaltschaftlichen Vergangenheitsbewältigung. Was vordergründig dann beinahe als Verschwörung der „bösen“ Medien interpretiert werden könnte, entpuppt sich bei näherem Hinsehen als Konsequenz des harten Wettbewerbs um Einschaltquoten und Marktanteile.

Im Gegensatz zur relativ gleichmässigen und bis zu einem gewissen Grade auch voraussehbaren Umverteilungsprozedur der Besteuerung nach staatlichem Muster schlägt die Vergangenheitsbewältigung punktuell, brutal und schwierig prognostizierbar zu. Die künftigen Zielobjekte wähen sich eben noch in grösster Sicherheit, und unversehens sehen sie sich Riesenforderungen gegenüber und einem medialen Trommelfeuer ausgesetzt. Zur strategischen Vermögensberatung wird aus diesem Grunde in Zukunft mehr und mehr ein nachrichtendienstliches Element gehören müssen, das die Wahrscheinlichkeit von Attacken aus Vergangenheitsbewältigung ermisst und Gegenstrategien entwirft. Diese nachrichtendienstliche Komponente darf nicht nur bei den geeigneten Zielobjekten nicht fehlen, sondern auch dort nicht, wo in mögliche Zielobjekte investiert wird. Banken, Versicherungen, Industrieunternehmen, vermögende Individuen oder Stiftungen usw.: Wer hätte denn nicht einige tatsächliche, einige potentielle oder einige potentiell andichtbare Altlasten?

4. Vom Umgang mit Fehlern der Vergangenheit

Es steht ausser Zweifel, dass laufend Fehler gemacht werden. Man verrechnet sich, man vergisst, man übertritt Grenzen des Rechts und des Anstands. Die einen Fehler werden unmittelbar manifest und müssen ebenso unmittelbar korrigiert werden. Den andern Fehlern zieht die Zeit den Schleier des allmählichen Vergessens über, mit der Gefahr allerdings, dass auf den Resultaten von Fehlleistungen weitergebaut wird und spätere Fehlerkorrekturen immer schwerwiegender werden, für den Verursacher wie auch den gutgläubigen Dritten.

Ein wesentliches Qualitätsmerkmal rechtsstaatlicher Regelungen besteht darin, dass für die eine oder die andere Art der Fehlerkorrektur Regeln vorgesehen sind, die vor Gericht durchgesetzt werden können. Je grösser allerdings die zeitliche Distanz zum Ereignis wird, umso heikler wird der korrigierende Eingriff des Rechtsstaats. Weshalb? Zum einen blieb die Zeit ja seit dem gemachten Fehler nicht stehen. Einmal enteigneter Boden wurde z.B. in der Zwischenzeit wieder weiterverkauft; unschuldige und gutgläubige Dritte haben ihre Einfamilienhäuser darauf erstellt – wie soll nun eine Fehlerkorrektur vorgenommen werden? Welches Recht soll überwiegen: das historische oder das gutgläubige?

Die Fragestellung ist deshalb so heikel, weil eine einseitige Parteinahme zugunsten des historisch Berechtigten die Gesellschaft in ein unübersehbares Chaos stürzen würde. Wenn es nach der historischen Berechtigung ginge, wären ganz Nordamerika sowie weiteste Teile Lateinamerikas unrechtmässiges Eigentum. Ja, zu Ende gedacht, gäbe es auf dieser Erde kaum einen Flecken Land, der nicht irgendwarum einmal jemandem gehört hätte, dem er durch „Fehler der Vergangenheit“ abhanden gekommen wäre.

Die anwaltschaftliche Vergangenheitsbewältigung, wie sie mehr und mehr um sich greift, versucht nun aber just, korrigierend in die Eigentumsverhältnisse einzugreifen. Sie deklariert irgendwelche Nachkommen von Fehlergeschädigten bzw. deren NGOs als berechtigt, und sie zielt auf das Eigentum von Zielobjekten, die im schlimmsten Fall Nachkommen von Fehlerverursachern, meist aber lediglich gutgläubige Dritte sind.

Wenn auch ein historisch begründeter Rechtsanspruch als legitim erscheint, so erweist er sich zumeist als unpraktikabel und bisweilen gefährlich. Gefährlich deshalb, weil eine bestimmte Vorstellung von Gerechtigkeit über das Interesse der gesellschaftlichen Friedensordnung gestellt wird. Unser marktwirtschaftliches System baut nun aber just auf einer gesellschaftlichen Friedensordnung auf. Es kennt prinzipiell nur den Eigentumsübergang aus vertraglichen und aus erbrechtlichen Gründen; allein im Ausnahme- und Notfall nimmt das marktwirtschaftliche System zu Zwangsmitteln Zuflucht, nämlich dann, wenn Rechte durchgesetzt werden müssen oder eine Zwangsvollstreckung ansteht.

Der das marktwirtschaftliche System ausmachende Rechtsstaat hat nicht ohne Grund „Sicherungen“ gegen historische Rechtsansprüche eingebaut. So kennen wir das Institut des Ersitzens von Eigentum oder dasjenige der Verjährung von Ansprüchen. Genau auf diese, die Friedensordnung begründenden Rechtsinstitute hat es die anwaltschaftliche Vergangenheitsbewältigung abgesehen. Übertriebener Gerechtigkeitssinn kann Unfrieden stiften. Der Eingriff in die Friedensordnung aus einer scheinbar übergeordneten Werte historisch begründeter Rechtsansprüche trifft deshalb unser System genauso wie die Vorstellungen vom Klassenkampf weiland.

Die andere Problematik der Korrektur weit zurückliegender Fehlerereignisse liegt in der Absolutheit der Beurteilung, ob etwas zu gegebener Zeit ein Fehler gewesen sei oder nicht. Aus Distanz betrachtet erscheint die Welt und deren Geschichte als recht eindeutig. Alles sieht so aus, als ob es so hätte kommen müssen, wie es gekommen ist. Der Ausgang der Schlacht von Waterloo erscheint als ebenso folgerichtig wie das Ende des Vietnamkrieges, und jedermann wusste selbstverständlich bereits in den siebziger Jahren, dass die Sowjetunion bald am Ende sein würde.

Mit genau dieser deterministischen Haltung geht hierzulande beispielsweise die Historikerkommission („Bergier-Kommission“) ans Werk, die den Auftrag hat, die Vergangenheit unseres Landes vor und während des Zweiten Weltkrieges „aufzuarbeiten“. In einer höchst spannenden Auseinandersetzung mit dem Lausanner Ökonomieprofessor Lambelet hat sie zu erkennen gegeben, dass sie beispielsweise in der Beurteilung des Goldhandels der Schweizerischen Nationalbank mit dem Deutschen Reich schlicht nicht nachvollziehen kann, welcher Unsicherheitssituation eine Notenbank eines eingeschlossenen Kleinstaats ausgesetzt ist, wenn dieser die Konvertibilität seiner Währung aufrechterhalten muss. Anwaltschaftliche Geschichtsschreibung kann Unsicherheitssituationen nicht brauchen, denn diese würden die Eindeutigkeit von Fehlern in Frage stellen, und das Resultat wäre dann weder mediengerecht (Medien brauchen eindeutig Schuldige), noch ergäben sich daraus genügend Ansätze für Fehlerkorrekturen bzw. Umverteilungsübungen.

5. Die Schnösel in den Archiven

Wer täglich vor den Bildschirmen der Finanzwelt sitzt und aus dem dauernden Auf und Ab von Währungen, Zinsen und Aktienkursen seinen Beruf gemacht hat, der weiss, wovon man spricht, wenn es um Unsicherheitssituationen geht. An keinem Tag, in keiner Stunde, zu keiner Sekunde gibt es Gewissheit, ob nicht gerade jetzt die Trendwende gekommen sei. Ob nicht gerade jetzt der Zeitpunkt da sei, der die Überlegungen von vorher zu „Fehlern“ stempelt. Wer dauernd in Unsicherheitssituationen lebt, der weiss vor allem aber auch, wie relativ der Begriff „Fehler“ ist.

Die unbestrittene Eindeutigkeit aller im Zusammenhang mit dem Nationalsozialismus begangenen Fehler führt nun aber dazu, dass die anwaltschaftliche Geschichtsschreibung um sich greift und historische Ereignisse, deren Fehlerhaftigkeit bei weitem weniger klar sind, in einen Kontext der Gewissheit oder des „Man-hätte-es-ja-wissen-müssen“ stellt, um damit zu eindeutigen Verurteilungen zu gelangen. Und mit dieser Vorgabe stürmen nun die Historiker und die Buchprüfer die Archive, die man ihnen per Staatsdekret willfährigst öffnet. Sie beurteilen aus ihrer sicheren Werte der Hochbezahlt-Festangestellten, was Leute vor Jahrzehnten getan oder unterlassen hatten, wovon sich sicherlich einiges nachträglich gesehen als „falsch“, sehr vieles aber als sehr richtig erweist. Leute, die aber vor allen Dingen täglich und stündlich mit Unsicherheiten leben mussten, wovon die Schnösel von heute nicht einmal nur eine Ahnung haben.

Ein Ende ist nicht abzusehen. Nach der Aufarbeitung der Geschichte um den Zweiten Weltkrieg wird nun ähnliches veranstaltet mit Bezug auf die Verhältnisse der Schweiz zur DDR. Und sobald sich das nächste Thema eignet, wird auch dann wieder historische Aufarbeitung betrieben werden. Beileibe nicht nur in der Schweiz, sondern weltweit. Südafrika, Chile und der Kongo sind schon in der Aufarbeitungs-Pipeline. Wer weiss, ob nicht dereinst auch gewisse Aktivitäten und Unterlassungen im Zusammenhang mit Kosovo in neuem Lichte angesehen werden? Und selbstverständlich immer wieder mit derselben unrichtigen Vorgabe, die von der Inexistenz von Unsicherheitssituationen ausgeht.

6. „Hindsight“ als illegitime Vergangenheitsperzeption

Nun ist allerdings zu bemerken, dass die völlig unsinnige Annahme der Inexistenz von Unsicherheitssituationen nicht nur Historikerkommissionen nicht ganz fremd ist, sondern dass ähnliches in Investoren- und Beraterkreisen auch grassiert. Der Rückblick auf, sagen wir, die Kursentwicklung einer Aktie oder eines Index lässt ja aus der bequemen Warte der Gegenwart durchaus feststellen, was man alles hätte anders machen müssen. Vorausgesetzt, man hätte damals so viel gewusst wie heute. Wer mit Bezug auf in Unsicherheit entstandene Entscheide in absoluter Weise von „Fehlern“ spricht, entlarvt sich im Grunde genommen als ignorant und unfair. Die Frage könnte ja höchstens sein, ob ein gewisser Entscheid *vertretbar* gewesen sei oder nicht, vertretbar zur damaligen Situation der Unsicherheit.

Unser Entscheid vom Herbst 1998, die Aktienquote trotz massiver und (aus damaliger Sicht) gefährlicher Finanzmarkturbulenzen aufrechtzuerhalten, erwies sich beispielsweise im nachhinein als „richtig“. Im Grunde genommen war der Entscheid aber *nur vertretbar*, und er wäre ebenso vertretbar geblieben, wenn in der Zwischenzeit die Korrektur nach oben nicht eingetreten, ja wenn die Kurse nochmals um 30 Prozent in den Keller gepurzelt wären. Im Umgang mit Risiko und Rendite kann es etwas anderes als „vertretbare“ und „nichtvertretbare“ Entscheide gar nicht geben.

Diese Erkenntnis, die wir bei jedem Kundengespräch der letzten Monate, in denen wir auf das vergangene Jahr zurückblickten, versuchten durchscheinen zu lassen, impliziert ein gewisses Mass an Bescheidenheit, wenn eine Entwicklung einmal „richtig“ vorausgesehen worden ist, aber auch eine Aufforderung zu mehr Zurückhaltung und Anstand, wenn bei aller Vertretbarkeit ein Entscheid sich nachträglich einmal als problematisch, kontraproduktiv, „falsch“ herausstellt.

Dieselbe Zurückhaltung müsste man von den Historikern fordern, ja, man müsste es gerade als ihre Aufgabe bezeichnen, Unsicherheitssituationen der Vergangenheit wieder geistig aufleben zu lassen. Und nicht den effektiven Verlauf des Faktischen als Vorwand zu nehmen, es hätte die Unsicherheiten gar nie gegeben.

7. Wie Vergangenheit dennoch zählt

Bescheidenheit in bezug auf die Leistungen der Vorfahren und Zurückhaltung in der Beurteilung ihrer allfälligen Fehlleistungen spiegelt sich in der Einsicht der eigenen Unvollkommenheit bei der Bewältigung der Gegenwart. Fehlt solche Einsicht, so ist der Umgang mit der Vergangenheit irgendwie illegitim, das Resultat bedeutungslos. Das gilt für Historikerkommissionen genauso wie für Leute, die sich mit ökonomischen Entscheiden befassen.

Nur wem die eigene Unvollkommenheit im Lichte der Unsicherheit jeglicher gegenwärtigen Situation bewusst ist, der kann auch mit der notwendigen Distanz „Fehler“ der Vergangenheit wegstecken. Und nur mit dieser Distanznahme ist es dann auch möglich, dem Grundsatz „sunk costs are no costs“ in seiner vollen Bedeutung nachzuleben: Verluste zu realisieren, sich von enttäuschenden Investitionen zu trennen und zu jedem Zeitpunkt in die Zukunft zu schauen.

Der Blick in die Zukunft wäre allerdings ohne Kenntnis der Vergangenheit nicht möglich. In diesem Sinne *zählt die Vergangenheit* natürlich durchaus. Die Beschäftigung mit ihr ist unter drei Aspekten mehr als berechtigt:

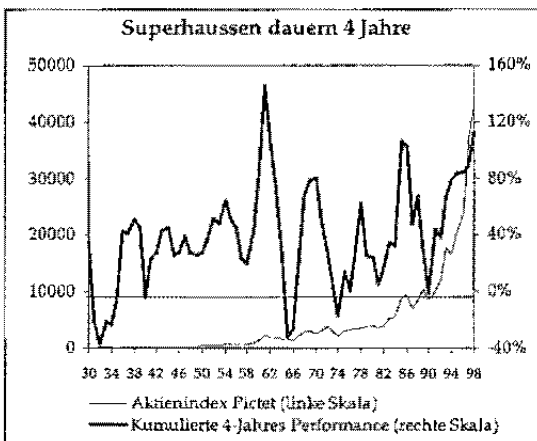
- a) Gemachte oder nachvollzogene Erfahrungen lassen per Analogieschluss künftige Entwicklungen erahnen.
- b) Theoretische Konzepte (wie es ökonomische Modelle sind) lassen sich nur anhand von Daten aus der Vergangenheit auf ihren praktischen Gehalt untersuchen (Empirie).
- c) Langjährige Erfahrungswerte können per Extrapolation in die Zukunft projiziert werden.

Die Bedeutung dieser drei Arten der Verwertung der Vergangenheit sei an einigen Beispielen dargelegt.

So zeigt erstens ein Blick auf die extremen Superhaussen in diesem Jahrhundert eine erstaunliche *Regelmässigkeit* auf: Sie dauerten nämlich nie länger als vier Jahre. So, als würde den Börsen irgendwann einmal der Schnauf ausgehen, so hauchten die jeweils von Euphorie begleiteten langjährigen Kursanstiege nach spätestens vier Jahren sozusagen ihr Leben aus. Was folgte, war jeweils nicht unbedingt eine crash-artige Bewegung

nach unten, jedoch zumindest eine sehr deutliche Verringerung bei der Zunahme der Indexwerte.

Man kann nun selbstverständlich eine Menge von Argumenten finden, die dem empirischen Gehalt dieses Erfahrungsmusters jeglichen Wert absprechen. So waren bei jeder dieser Haussen die Rahmenbedingungen völlig verschieden. Weder die Zins- noch die Währungs- noch die Konjunktursituation können so ohne weiteres miteinander verglichen werden. Man kann auch die Anzahl der statistischen Beobachtungen in Frage stellen. Und schliesslich kann man auch noch sagen, dass es keine Regel ohne Ausnahme gebe.



Quelle: Pictet; eigene Darstellung

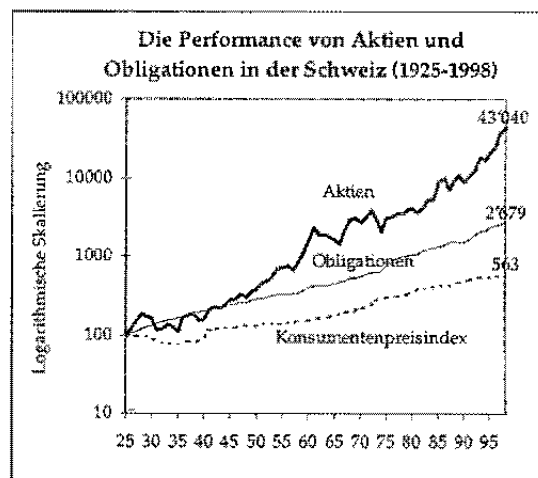
Da gibt es allerdings auch noch eine andere Regel, die besagt, dass die Bäume nicht in den Himmel zu wachsen pflegen. Ein typisches Muster aus den Erfahrungen der Vergangenheit! Wir neigen zwar eher zu etwas „ökonomischer“ begründeten Analysen. Im vorliegenden Fall lässt sich beispielsweise der seit einiger Zeit zu beobachtende Krebsgang der Börsen Europas mit nicht mehr viel weiter senkbaren Zinsen, mit rückläufigen Margen der Unternehmungen und entsprechend sich schmälern den Gewinnaussichten sowie mit unsicheren Aussichten im Export begründen. Wie auch immer: Zumindest in unseren gefühlsmässigen Entscheiden werden wir immer wieder auf *erfahrene oder überlieferte Muster* aus der Vergangenheit zurückgreifen. Und so falsch sind sie möglicherweise gar nicht, die „Bauernregeln“.

Die Vergangenheit dient, zweitens, als Substrat zur *empirischen Überprüfung* theoretischer Überlegungen. Die Wirtschaftswissenschaft arbeitet mit Modellen, die auf bestimmten Axiomen aufbauen. In immer neuen Kombinationen wird nach

Regeln der Logik (d.h. der Mathematik) ein immer weiter und höher werdendes Gerüst konstruiert, das letztlich immer der Erklärung und der Voraussage von wirtschaftlichen Entwicklungen dient. Jede Theorie hat aber auch ihre Schwächen und muss deshalb an der Wirklichkeit getestet werden. Das ist Empirie. Wenn wir beispielsweise theoretisch hergeleitet hatten (vgl. Anlagekommentar Nr. 191 vom Dezember 98), dass wegen der sehr tiefen Nominalzinsen die Volatilitäten relativ hoch bleiben müssten, dass also Volatilitäten und Zinsen negativ korreliert sind, dann hätte diese Theorie auch noch empirisch belegt werden müssen; ein Verfahren, das aufwendig sein kann und deshalb für Anlagekommentare aus Zeitgründen oft entfallen muss. (Der empirische Nachweis ist inzwischen durch eine Seminararbeit erbracht worden.)

Die Vergangenheit dient schliesslich auch dazu, kürzer oder vor allem längerfristige Entwicklungen in die Zukunft „weiterwandern“ zu lassen. Unter der Voraussetzung, dass sich ausser der Zeit nichts Wesentliches verändert (man sagt dem: „all things being equal“), geht man davon aus, dass sich dann auch ein Trend nicht verändert. Das ist *Extrapolation*.

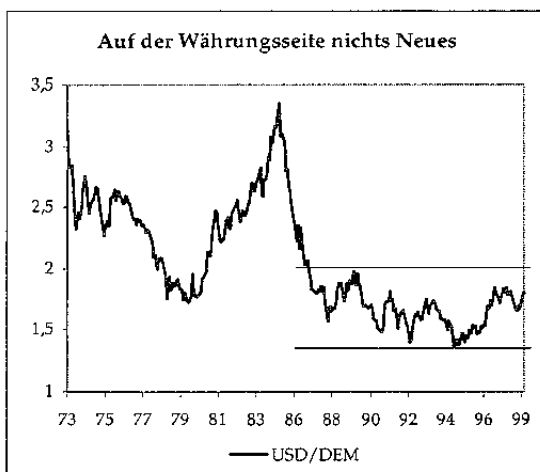
Wenn wir beispielsweise so ziemlich durch alle Böden hindurch die Aktienanlage als die längerfristig eindeutig überlegene Investitionsform propagieren, so beruht unser gutes Gewissen für diese Empfehlung zu einem guten Teil auf einer Extrapolation von durchschnittlichen Renditewerten. Schweizer Aktien legen pro Jahr im Schnitt etwa 10 Prozent zu.



Quelle: Pictet

Die jährlichen Zuwachsraten verlaufen allerdings stark unterschiedlich und liegen zwischen -30 Prozent und +60 Prozent. Allerdings: Dass wir so ohne weiteres zu extrapolieren wagen, lässt sich zudem und vor allem auch ökonomisch begründen. Die risikoreichere Eigenmittelhingabe *muss* mehr rentieren als eine Fremdmittelverzinsung, da sonst niemand bereit wäre, sein Geld zur Verfügung zu stellen. Zehn Prozent mögen gerade etwa richtig liegen.

In ähnlicher Weise lässt sich unsere (relative) Ruhe gegenüber Anlagen im US-Dollar begründen. Seit den sechziger Jahren gab es im wesentlichen zwei grosse Abwertungsrunden des Dollars gegenüber den wichtigsten europäischen Währungen. Die eine Abwertung erfolgte nach dem Ende von Bretton Woods, die andere nach dem grossen Aufwertungsschub zu Beginn der Reagan-Ära. Seit etwa 12 Jahren verläuft die Entwicklung des US-Dollars gegenüber (z.B.) der Deutschen Mark aber in ziemlich engen Bahnen. Dies trotz zeitweise rekordhohen amerikanischen Budgetdefiziten, gefolgt von ebenso rekordhohen Leistungsbilanzdefiziten.



Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Extrapolation erweist sich also als berechtigt, wenn nicht noch Grundsätzlicheres als Budget- und Leistungsbilanzdefizite eine wirkliche Richtungsänderung begründen liessen. Die Einführung des Euro und die dadurch mögliche zeitweise Ablösung des US-Dollars als Welt-Reservewährung hätte eine solche Richtungsänderung bewirken können. Indessen erweisen sich nun das Wirtschaftswachstum und die Produktivitätssteigerungen in den USA als so robust und die entsprechenden Werte in Europa als derart anämisch, dass sich der Dollar weiterhin sehr

gut behaupten kann. Die Extrapolation kann also weitergehen.

8. Jede Vergangenheit war auch einmal eine Gegenwart

Postuliert wird, zusammenfassend, also ein differenzierter Umgang mit der Vergangenheit. Der Titel zu diesem Anlagekommentar „Die Vergangenheit zählt nicht“ sei in diesem Sinne auch relativiert und als kleine Provokation gegenüber den vor Aufarbeitungsgelüsten tiefenden Zeitgenossen verstanden. Erfahrungen gewinnen, aus Fehlern lernen, Erfolge wiederholen, Verhaltensmuster und langfristige Trends erkennen, empirische Nachweise erbringen: ja. Die Vergangenheit als Vorwand zur Korrektur der Gegenwart missbrauchen, die Unsicherheiten früherer Zeiten durch die Gewissheit der inzwischen eingetretenen Faktenlage eliminieren: nein. Vertretbare Entscheide als Fehler deklarieren, nur weil „es“ eben anders herausgekommen ist: nein. Wer einigermaßen bescheiden durch die Gegenwart steuert, weil er nämlich um seine sehr beschränkten Fähigkeiten zur Voraussage und zur Gestaltung der Zukunft weiss, der wird auch Zurückhaltung üben gegenüber früheren Generationen.

Aber nicht nur das: Er wird auch etwas mehr Toleranz aufweisen gegenüber „Fehl“entwicklungen in seinem eigenen Lebensbereich. Er wird vertretbare Entscheidungen auch dann zu würdigen wissen, wenn die Entwicklung schlussendlich anders als erwartet verlaufen ist. Damit wird es ihm dann auch leichterfallen, von vergangenen Entscheidungen Abschied zu nehmen, Verluste zu realisieren, „sunk costs“ als definitiv versunken zu akzeptieren.

Mit etwas mehr Gelassenheit wird er dann auch die pompösen Erfolgsgeschichten jener entgegennehmen, die durch Ex-Post-Betrachtungen (backtrading) zu beweisen versuchen, was für hervorragende brains sie haben und welch glückliches Händchen sie bei ihren vergangenen Anlageentscheidungen hatten. Wenn jene nur wüssten, wie wenig auf wirklichem Können beruht und wie vieles reine Zufälligkeit ist!

Nicht Fatalismus, aber auch nicht grossmü-
lige Machermentalität, sondern *Gelassenheit*
ist vermutlich jene Qualität, die am Anfang
und am Ende jeder erfolgreichen Anlagetä-
tigkeit steht. Sie soll uns durch die weiterhin
sehr volatilen Märkte der nächsten Zeit be-
gleiten.

KH, 29.3.99