

Zuviel Normalität

1. Im Seitwärtsgang

Nach den Jahren ausgesprochen anspruchsvoller Berg- und Talfahrten an den Aktienmärkten hat sich in den letzten paar Monaten eine seltsame Richtungslosigkeit eingestellt, die mindestens so viel Ratlosigkeit erzeugt wie die hektischen Verhältnisse von früher. Gewiss, man wünscht sich die täglichen Abschlüsse an den Börsen von drei, vier und mehr Prozent nicht zurück, und man trauert insgesamt auch kaum den Ikarusflügen der neuen Märkte nach. So lange – genau aus diesen Erfahrungen heraus – der Anleger für die Erhaltung seines Kapitals noch dankbar ist, ergibt sich auch kein Druck, durch abenteuerliche Risikoaufnahmen die sogenannte Performance der Anlagen zu verbessern. Auf die Länge kann, darf Kapital aber nicht ertragslos bleiben, und deshalb ist es nach den ersten sechs Monaten erlebter Richtungslosigkeit angezeigt, über das Phänomen nachzudenken.

Nur wenig erhebende Börsen 2004!

Region	Index	Rendite *
Schweiz	SMI	+2.2%
UK	FTSE 100	-1.6%
Euro-Zone	Eurostoxx 50	+0.8%
USA	S&P 500	+1.2%
Japan	Topix	+12.4%
Hong Kong	Hang Seng	-2.8%

* in Lokalwährung

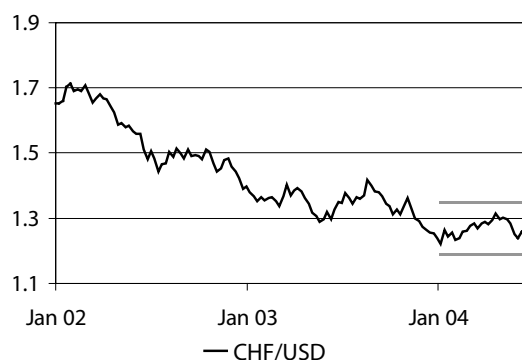
Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

An sich hatte das Jahr 2004 ja durchaus hoffnungsvoll begonnen. Mit dem Schwung des Vorjahres starteten die *Aktienmärkte* in die ersten Monate, genährt von positiven Unternehmensnachrichten und einem insgesamt freundlichen weltpolitischen Lagebild. Der Elan der ersten Monate erwies sich aber nicht als nachhaltig. Im Unternehmensbereich gewann die Einsicht an Raum, dass die Gewinnsprünge kaum mehr zu wiederholen sind, weil starke Basiseffekte im Spiel waren – im Angesicht von Verlusten oder nur sehr geringen Gewinnen der Vorjahre sahen die Ergebnisverbesserungen

natürlich stolz aus. Künftige Steigerungen werden aber zwangsweise kläglicher ausfallen. Und damit stellte sich in zunehmendem Masse bereits wieder die Frage nach der Berechtigung des Bewertungsniveaus. Die diesbezügliche Skepsis ist an den Märkten förmlich zu spüren. *Gedämpfter* auch die Stimmung im *politischen Bereich*, denn die Welt wurde anlässlich der Anschläge von Madrid und angesichts der Disziplinlosigkeit der amerikanischen Besatzungstruppen im Irak von der Realität wieder schonungslos eingeholt. Weniger vordergründig, aber vermutlich bei weitem am wichtigsten, ist die bange Frage nach der Fortdauer der extrem akkommodativen Geldversorgung der Welt durch die Notenbanken. Was, wenn die Zinsen doch einmal richtig zu steigen begännen?

Beunruhigend ruhig ist es aber nicht nur an den Aktienmärkten, sondern auch im *Währungsreich*. Auch da war in den ersten Monaten des Jahres 2004 noch viel Bewegung zu verzeichnen, und die Währungsprognosen waren so divergent wie schon lange nicht mehr. Die einen sahen den US-Dollar bald einmal bei einem Franken, für die andern war der Euro völlig überbewertet, und noch andere sagten einen dramatischen Kursanstieg des Yen voraus. Mittlerweile hat sich das Kursgefüge verfestigt; viele Währungsausguren haben ihre Prognosen auf ein wenig tapferes „Neutral“ umgestellt.

Beruhigung im Währungsbereich?



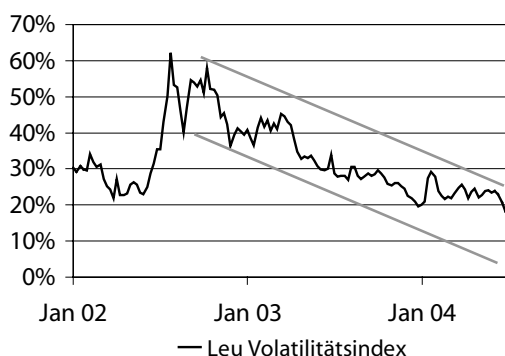
Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Bei jeder Währung gibt es praktisch gleichviel Gründe, die für eine Aufwertung sprächen, wie

auch mögliche Ursachen für eine Abwertung. So steht beispielsweise beim US-Dollar das eindeutig stärkere und recht breit abgestützte Wirtschaftswachstum dem immer bedrohlicher werdenden Leistungsbilanzdefizit gegenüber. Der Euro verfügt über einen deutlichen Realzinsvorteil, dafür wächst die Wirtschaft aber praktisch nicht. Das sind schwierige Verhältnisse für Währungsprognosen.

Richtungslosigkeit und Langeweile sind für den Normalanleger und dessen Berater allenfalls lästig, aber nicht wirklich bedrohlich. Für jene, die von starken Verwerfungen und sich herausbildenden Trends leben, sieht das anders aus. Die *Hedge-Funds*, von vielen Mitbewerbern im Vermögensverwaltungsgeschäft als ultimatives „Must“ für jegliche Portfolios angepriesen, in Wirklichkeit nicht zuletzt natürlich aus Gründen der grosszügigen Kommissionierung, haben in diesem Jahr insgesamt *wenig erhebende Resultate* erwirtschaftet. Wenn einer der grössten europäischen Fund-of-Funds die ersten sechs Monate dieses Jahrs mit einer Negativrendite von (minus) 4 Prozent abschliesst, dann ist das zu wenig für ein Konglomerat von Instrumenten, welche das geleveragte Eingehen (un-)systematischer Risiken durch Überrenditen kompensieren sollten.

Immer unaufregtere Börsen



Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Es scheint, dass der Hedge-Fund-Boom mehr oder weniger korreliert war mit dem hohen Niveau der Volatilitäten an den Aktienmärkten im Verlaufe der Neunzigerjahre und zu Beginn dieses Jahrtausends. Ein Verharren dieser Kenngrösse, des Schwankungsverhaltens von Aktienkursen also, über längere Zeit hinweg auf deutlich tieferem Niveau würde wohl zu einem Absterbeprozess in dieser Branche führen, und nur die ganz gewieften Exemplare von Hedge-Fund-Managern würden überleben. Ein Punkt, der im Hinblick auf die Beurteilung der Ertragslage von Vermögensverwaltungsbanken im Auge behalten werden muss. Wer sich in hohem

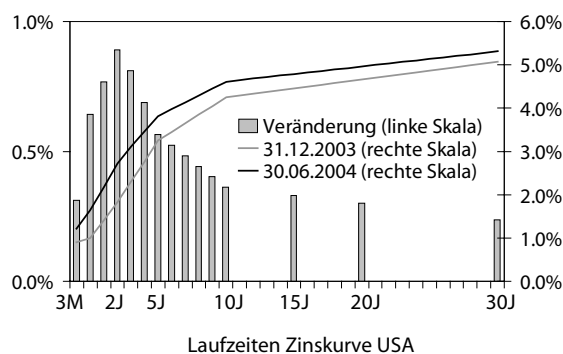
Masse abhängig gemacht hat von den hohen Kommissionen im Hedge-Fund-Bereich, der wird unter solchen Umständen in Schwierigkeiten geraten.

Unaufgeregtheit, wohin man blickt, oder vielleicht doch etwas ganz anderes? Gibt es in den Märkten so etwas wie eine „Ruhe vor dem Sturm“, und wenn ja, in welche Richtung würde uns dieser Sturm dann treiben? Würde er neue Schلünde öffnen, wie wir sie von 2001 und 2002 her noch kennen, oder würde er uns in Gefilde katapultieren, wie wir sie 1999 und anfangs 2000 einmal zu erahnen glaubten? Damals, als man ernsthaft von einem Dow Jones bei 36'000 redete?

2. Das seltsam unaufgeregte lange Ende

Es lohnt sich, einen der effizientesten Bereiche der Finanzmärkte, den *Zinssektor*, für die Analyse zu Rate zu ziehen. Seit März dieses Jahres ist ja – wenigstens hier! möchte man sagen – etwas Bewegung ins Zinsgefüge gekommen. Die Zinsen im US-Dollar stiegen um rund ein Prozent an, und auch im Schweizerfranken war ein Druck zu höheren Zinsen zu verspüren. Es hat also so etwas wie eine Zinswende gegeben. Die Notenbanken, zuerst die schweizerische und später die amerikanische, haben in der Zwischenzeit dieser Trendwende durch Erhöhung der Geldmarktzinsen Nachdruck verschaffen, oder wenn man so will, sich dem Diktat der Märkte gebeugt.

Viel Bewegung in der Mitte, wenig am langen Ende



Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Dann läuft also doch etwas an den Finanzmärkten. Oder vielleicht doch nicht, beziehungsweise in bedeutend geringerem Ausmasse, als man es vielleicht vermutet oder erwünscht hätte? Wenn man die Zinsstrukturkurven genauer anschaut, dann fällt auf, dass sowohl im US-Dollar als auch beim Schweizerfranken die Veränderungen im Fristigkeitsbereich von zwei bis drei Jahren am stärksten ausfielen, das lange Ende aber relativ unbehelligt blieb. Das ist seltsam. Denn wenn Aufgeregtheit über künftige Teuerungsraten im

System vorhanden wäre, dann hätten die Veränderungen am langen Ende der Zinskurve ganz anders ausfallen müssen. Wer sich an die Verhältnisse von 1994 noch zu erinnern vermag, weiss, wovon wir sprechen. Damals kam regelrechte Inflationsangst auf, die Bondmärkte reagierten entsprechend heftig, und das Fed musste innert kürzester Zeit die Geldmarktsätze von 3 auf über 6 Prozent anheben.

Die derzeitige Zinswende verläuft anders. Bei weitem weniger aufgeregt. Es hat wenig oder gar keine Inflationserwartungen im System, und dies, obschon die Wirtschaft in den USA mit etwa vier bis fünf Prozent real wächst, obwohl die kurzen Realzinsen bei etwa -2 Prozent liegen und die Inflationsrate von 1.9 Prozent im letzten Jahr auf mittlerweile etwa 3 Prozent angestiegen ist. Es gibt eine Anzahl von Ökonomen, welche die enorme Liquiditätsschwemme, die das Fed über die letzten Jahre der Wirtschaft beschert hat, lautstark beklagen. Hätten sie recht und/oder würden sie gehört, so müsste das lange Ende der Zinskurve aber anders aussehen. Die Unaufgeregtheit im Zinsbereich, sichtbar am wider Erwarten unspektakulären Verhalten der Langfristzinsen, wirft Fragen auf und hinterlässt wiederum Ratlosigkeit.

3. Maximal günstige Makro-Bedingungen

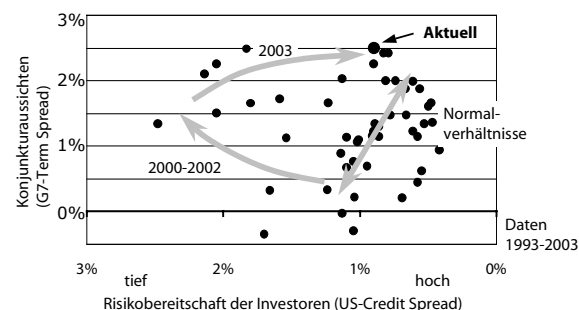
In der Vergangenheit haben wir die Gunst der Rahmenbedingungen immer wieder an zwei Kenngrössen gemessen, welche Auskunft geben über die Einschätzung der künftigen Leistungskraft der Wirtschaft. Es ist dies einerseits die *Steilheit der Zinskurve*, also die Grösse der Differenz zwischen Langfristzinsen und Geldmarktsätzen. Ist die Differenz gross, dann bedeutet dies, dass die Schuldner davon ausgehen, dass langfristige (investive) Finanzierungen lohnend sein werden, und sie deshalb in entsprechendem Ausmass um langfristiges Kapital nachsuchen. Eine grosse Differenz bedeutet auch, dass die Notenbank bereit ist, dem Finanzsystem billiges Geld zur Verfügung zu stellen, auf dass dieses über die Fristen- und Risikotransformation für Multiplikation in der Wirtschaft Sorge. Man nennt dies eine „grosszügige Geldpolitik“. Eine geringere Differenz könnte u.a. darauf hinweisen, dass die Schuldner nicht mehr in dem Masse an langfristige Investitionen glauben oder dass die Notenbanken das Finanzsystem davon abhalten wollen, ihrer Multiplikation im ursprünglichen Masse nachzukommen. Das wäre dann eine „restriktive Geldpolitik“.

Andrerseits weist die zweite Kenngrösse, der „*Credit Spread*“, auf das Vertrauen hin, welches

die Gläubiger hinsichtlich der Rückzahlungswahrscheinlichkeit von gewährten Darlehen haben. Der Credit Spread errechnet sich aus der Differenz zwischen Schuldnern höchster Qualität und solchen mit etwas tieferer Einstufung. Ist der Credit Spread gering, dann bedeutet dies, dass die Gläubiger im wahrsten Sinne glauben, es komme beinahe nicht auf die Schuldnerqualität an. Steigt der Credit Spread, dann müssen wackelige Schuldner mehr für fremdes Geld bezahlen – die Gläubiger lassen sich für das erhöhte Risiko entschädigen.

Die Kombination der beiden Kenngrössen „Term Spread“ und „Credit Spread“ gibt so etwas wie den Zukunftsglauben oder die Zuversicht wieder, welche das System als Ganzes gegenüber der Wirtschaft als Ganzem hegt. Die nachstehende Grafik zeigt deutlich auf, wie dramatisch schlecht sich diese Grössen während der Finanzmarktkrise 2000-2003 verhielten. Insbesondere war das Vertrauen in die Rückzahlungsfähigkeit zeitweise auf einen historischen Tiefstand geschmolzen. Die Zinskurve blieb durch die aggressiv lockere Geldpolitik der Notenbanken dagegen immer ziemlich steil.

Kaum bessere Zeiten denkbar



Quelle: Datastream; Analyse

Die neusten Erhebungen zeigen nun ein *überaus freundliches Bild* auf. Die Zinskurve ist steil, und das Vertrauen der Gläubiger ist hoch, und beide Kenngrössen liegen im günstigsten Quadranten. Wenn die Kenngrössen für die Einschätzung der Zukunft aber relevant sind, was die ökonomische Logik gewiss nahelegt, dann stellt sich die Frage: Weshalb herrscht dann nicht mehr zuversichtliche Freude an den Finanzmärkten? Hohe Rückzahlungswahrscheinlichkeit für lange angelegtes, in Investitionen fließendes Geld: Was gibt es denn Schöneres? Grosse Nachfrage nach solchem Geld – welches besseres Signal über den Zukunftsglauben von Unternehmern und Investoren gäbe es denn? Nota bene: Die Analyse basiert nicht lediglich auf plus/minus fragwürdigen Umfrageergebnissen, vielmehr handelt es sich beim „Term Spread“ wie beim „Credit

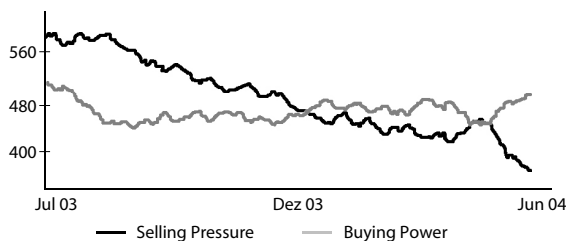
Spread“ um Preise, die am Markt bezahlt werden.

Dennoch: Auch in diese Analyse schleicht sich wieder die schale Ahnung ein, dass hier etwas nicht stimmen könnte. Dass zum Beispiel die Zinskurve nur so steil ist, weil die Geldpolitik zwar nach wie vor sehr grosszügig ist, die Geldmarktzinsen somit nach unten drückt, währenddem für langfristige Gelder, vor allem mit investivem Zweck in der Realwirtschaft, weder eine grosse Nachfrage noch ein grosses Angebot vorhanden sind. Oder anders gesagt: Dass das Preisniveau durch strukturelle Besonderheiten nach dem Kollaps von 2000-2003 verfälscht wäre.

4. Käufer- und Verkäuferstreik?

Dass zu wenig Freude herrscht an den Finanzmärkten, zeigt ein anderes Paar von Kenngrössen an, die seit einiger Zeit immer näher zusammengekommen sind und seit einiger Zeit beinahe konvergieren: Das Verhältnis von Kaufs- und von Verkaufsaufträgen am Gesamtvolumen der Börsen. In den Neunzigerjahren des vergangenen Jahrhunderts überwog selbstverständlich lange der Kaufdruck („Buying Power“) für Aktien: Jedermann wollte in zunehmendem Masse dabei sein, und wenig Leute sahen sich veranlasst, ihre Werte zu realisieren. Umgekehrt in den Jahren danach: Da fanden die Anlagen nur nach namhaften Kursrückschlägen neue Anleger; die Verkaufsaufträge beherrschten das Feld („Selling Pressure“).

Ausgeprägte Transaktionsunlust



Quelle: Lowry's Report; eigene Darstellung

Und heute? Es wollen zwar nur wenige verkaufen, aber auf der Käuferseite finden sich auch nur wenige. Interessant. Zunächst hinsichtlich der Verkäuferseite: Zur Realisierung von Anlagen hat man ja eigentlich nur Anlass, wenn man über eine anständige Alternative verfügt. Der Bondmarkt ist es wohl kaum, denn in ein Umfeld steigender Zinsen hinein mag man, aller Unaufgeregtheit im Zinsbereich zum Trotz, nicht wirklich investieren. Der Geldmarkt? Da verdient man praktisch nichts. Hedge-Funds? Nur, wenn man die richtigen kennen würde. Fremdwährungen? Da stehen den latenten Risiken zu wenig

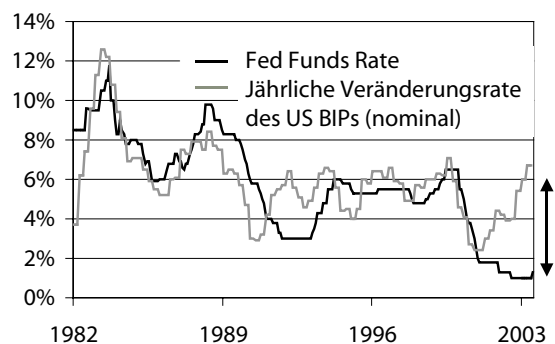
erkennbare Trends gegenüber. Und die Zinsdifferenzen zwischen den Währungen sind, ausser beim Englischen Pfund vielleicht, dann doch zu gering.

Und so weiter. Es *mangelt* offensichtlich an *Alternativen*, welche den Transaktionsaufwand rechtfertigen würden. Deshalb lässt man es lieber gleich bleiben. Was resultiert, ist ein eigenartiges Patt. Die grosse Frage aber lautet: Ist es ein Patt zwischen zu geringen Hoffnungen und zu geringen Ängsten, oder ist es vielleicht eine Unentschlossenheit, welche sich aus sehr grossen Ängsten und sehr grossen Hoffnungen nährt? Denn nicht wahr: Es gibt verschiedene Möglichkeiten, wie ein harmloser Durchschnitt zustandekommt. Entweder hat man beide Füsse in lauwarmem Wasser, und es ist einem halbwegs wohl dabei. Oder es steht aber ein Fuss in einem Eiskübel, der andere in einem Topf mit kochendem Wasser. Die Durchschnittstemperatur ist dann auch lauwarm und „normal“. Nur ist diese Normalität kaum auszuhalten und alles andere als harmlos.

5. Die grosse geldpolitische Herausforderung

Um es gleich vorwegzunehmen: Wir neigen eher zur zweiten Interpretation, zur Ansicht also, dass die Probleme, vor welchen die Weltwirtschaft, ja die Welt als Ganze in Bezug auf die Sicherheitsfrage, und die Finanzmärkte im besonderen stehen, gröberer und komplexerer Natur sind, als dass man sie einfach mit dem Prädikat „lauwarmes Wasser“ abtun könnte. Oder anders und deutlicher gesagt: Es gibt durchaus tiefkalte Eiskübel und gleichzeitig dampfende Kochtöpfe, und weil bei weitem nicht klar ist, in welche Richtung die Entwicklungen gehen werden, herrscht diese seltsame Pattsituation.

Grosszügiger geht's kaum



Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Dies sei an einem ersten Beispiel dargestellt. Wir haben oben gezeigt, dass die Marktteilnehmer in den Bondmärkten bezüglich der geldpolitischen

Situation und der daraus möglicherweise resultierenden *Inflationsgefahr* relativ *unaufgeregt* sind. Dass dies bemerkenswert, ja durch und durch aussergewöhnlich ist, lässt sich am Vergleich des Verlaufs der amerikanischen Wirtschaftsentwicklung mit der Zinsentwicklung über die letzten Jahre darstellen: Praktisch nie bewegen sich die beiden Kurven weit auseinander – was auch der geldpolitischen Logik entspricht: Die Geldversorgung hat den Bedürfnissen der Wirtschaft zu entsprechen. Je höher das Wachstum, desto höher die Zinsen, und umgekehrt. Seit drei Jahren klaffen nun aber die Wirtschaftsentwicklung und der Verlauf der Zinsen immer weiter auseinander, und im Lichte dieser Verhältnisse kann kaum gesagt werden, der jüngste Zinsschritt des Fed sei mit einem Viertelprozent besonders mutig gewesen. Aller Voraussicht nach war es deshalb auch nicht der letzte in diesem Jahr.

Bei einem derart drastischen Auseinanderklaffen von Geldpolitik und Wirtschaftsentwicklung müssten unter normalen Verhältnissen alle Inflations-Warnleuchten auf rot stehen. Aber eben: Sie tun es nicht. Weshalb? Weil gleichzeitig und in diesem Ausmass ziemlich einmalig immer noch stark deflationäre Kräfte am Werk sind, welche das geldpolitische Argument ausgleichen oder zumindest entschärfen. Den dampfenden Kochtopf einer überaus grosszügigen Geldversorgung gibt es also tatsächlich, auf der anderen Seite existiert aber auch der deflationäre Eiskübel, der jegliches Feuer in Richtung höherer Teuerung immer wieder unmittelbar erstickt.

Deflationär wirken zwei Dinge, nämlich erstens die unaufhaltsamen Anstrengungen zu höherer Produktivität, zweitens der Globalisierungsdruck, der vor allem auf den Arbeitsmärkten, bis zu einem gewissen Grad aber auch auf den Gütermärkten, Versuche zu Preissteigerungen als ziemlich hoffnungslos erscheinen lässt. In den USA ist die *Produktivität* über die letzten drei Jahre um durchschnittlich 4,5 Prozent *gestiegen*. Dadurch sind die Kapazitäten der amerikanischen Wirtschaft, trotz den hohen Wachstumsraten, kaum stärker belastet worden, und der Arbeitsmarkt ist immer noch durch eine überdurchschnittliche Arbeitslosigkeit geprägt. So kann kaum ernstzunehmende Teuerung aufkommen. Das Fed argumentiert denn auch, wenn es seine sehr vorsichtige Zinspolitik begründen muss, mit der fortdauernden Existenz des sogenannten „Output“-Gap, der Differenz also zwischen effektiv gebrauchten und theoretisch vorhandenen Kapazitäten.

Die deflationär wirkenden Kräfte vermögen offenbar selbst so dramatische Preissteigerungen wie jene, die wir über die letzten Monate im Rohstoffbereich erlebt haben, zu kompensieren. Der Amerikaner muss an der Zapfsäule für seine Gallone Benzin immerhin rund 30 Prozent mehr bezahlen als ein Jahr zuvor. Und dennoch weist fast nichts auf erhöhte Inflationserwartungen hin. Das Bild des verbrühten und des unterkühlten Fusses scheint also auch hier zuzutreffen.

Eines ist allerdings klar: Ewig kann diese Art von Geldpolitik nicht andauern, genauso wie Greenspan nicht ewig Fed-Gouverneur bleiben kann. Die überschüssige Liquidität muss auf die eine oder andere Weise abgeschöpft werden, und das kann nur auf dem Wege höherer Zinsen passieren. Da die amerikanische Wirtschaft ziemlich zinssensitiv ist – man denke an die über die letzten Jahre stark gestiegene Hypothekerverschuldung oder an die famosen Kreditkartenschulden – kann man durchaus verstehen, dass an den Finanzmärkten trotz aller positiv erscheinenden Kenngrössen nicht nur Freude herrschen kann.

Kommt dazu, dass der deflationäre Druck eigentlich nur den sekundären, d.h. den güterorientierten Sektor der Wirtschaft in den westlichen Industrieländern betrifft. Im tertiären Sektor herrschen demgegenüber durchaus inflationäre Verhältnisse. Man denke beispielsweise an die Preissteigerungen für Dienstleistungen im Gesundheitsbereich. Die gängigen volkswirtschaftlichen Kenngrössen sind stark auf die Güterproduktion ausgerichtet, die westliche Gesellschaft aber immer weniger. Der Ausgang des Widerstreits zwischen „Inflation“ und „Deflation“ muss angesichts solcher Verhältnisse noch für längere Zeit offen bleiben.

6. Ambivalente Sicherheitssituation

Wenn künftige Geschichtsbücher die ersten Jahre des dritten Jahrtausends beschreiben, dann werden voraussichtlich zwei Elemente das Bild beherrschen: die wirtschaftlichen Verwerfungen im Gefolge des Investitionsbooms der Neunzigerjahre des vorhergehenden Jahrhunderts einerseits, das Einsetzen einer völlig neuen sicherheitspolitischen Situation andererseits. Das erste Element beziehungsweise den Problemlösungsansatz der Notenbanken über eine enorme Liquiditätsschwemme haben wir in den vorangegangenen Abschnitten behandelt. Den sicherheitspolitischen Aspekt kann man insofern nicht ausser acht lassen, als Terroranschläge und Kriege ohnehin sehr direkt auf die Finanzmärkte wirken, aber auch, weil Sicherheitspolitik immer

einen eminent fiskalischen Aspekt aufweist: Noch immer haben in der Weltgeschichte sicherheitspolitische Herausforderungen zu einem Wachstumsschub des staatlichen Bereichs geführt. Und obendrein waren die Auswirkungen nicht nur rein fiskalischer Natur, sondern häufig auch regulatorischer und gesellschaftspolitischer Art, indem regelmässig bürgerliche Freiheiten unter dem Eindruck oder dem Vorwand sicherheitspolitischer Bedürfnisse eingeschränkt wurden. Nebst dem unmittelbaren Ereignis eines Anschlags oder eines Feldzugs gibt es also auch noch Langfristwirkungen, die von hoher Relevanz für das weitere wirtschaftliche Gedeihen sind.

Dabei dürfte eines heute schon klar sein: Die „Friedensdividende“, welche durch den Wegfall der bipolaren Bedrohung nach 1989 der Welt in Aussicht gestellt worden war, wurde durch die Entwicklungen nach 2000 vermutlich *weitestgehend eliminiert*. Zwar müssen weder im Westen noch im Osten grosse und personalintensive Heere mehr in hoher Bereitschaft gehalten werden, und es ist auch nicht mehr nötig, riesige Panzer-, Panzerabwehr-, Artillerie- und Genieverbände mit schwerem Material zu versorgen. Der nukleare Wettbewerb hat sich deutlich verlangsamt. Dafür hat eine Verpolizeilichung der Gesellschaft Platz gegriffen, eine Professionalisierung der früheren (oft teilweise in Milizform organisierten) Streitkräfte, eine Konzentration von Schlag- und Feuerkraft in den Händen weniger Spezialisten. Geheimdienstliche und polizeiliche Anstrengungen zur Kontrolle des Internet, des E-Mail- und Handy-Verkehrs und der Finanztransaktionen haben Hochkonjunktur. Die Justizorgane überschlagen sich geradezu in ihren Bemühungen, Kollegen aus Drittländern jegliche Form von Amts- und Rechtshilfe zu gewähren. Der Bürger zu Beginn des dritten Jahrtausends sieht sich mit anderen Worten einer neu entstehenden *Nomenklatur von Sicherheitsbeauftragten* gegenüber. Gegen ihre Existenz ist angesichts der sicherheitspolitischen Herausforderungen kaum etwas einzuwenden, aber man muss natürlich illusionslos zur Kenntnis nehmen, dass diese neue Nomenklatur sich genau so verhalten wird, wie sich ihre Vorgängerinnen auch schon verhalten haben: Sie wird expansiv sein. Der Ersatz der Milizheere wird nicht nur von Vorteil gewesen sein.

Stellt sich hier selbstverständlich die Frage nach dem Sicherheitsgewinn in den letzten Jahren, das heisst nach den Anschlügen vom 11. September 2001 und der darauf folgenden Kampagne gegen den internationalen Terrorismus. Die Antwort

fällt eigenartig ambivalent aus. Es entspricht nicht gerade dem europäischen Mainstream, wenn man die militärische Situation im Mittleren Osten als eindeutig stabiler qualifiziert im Vergleich zur Situation vor Afghanistan und vor Irak. Vieles deutet aber in diese Richtung. Denn erstens konnte durch den von den Amerikanern initiierten und von den Europäern nachvollzogenen Feldzug nach Afghanistan nicht nur eines der widerlichsten islamistischen Regimes aus der Welt geschaffen werden, sondern, viel wichtiger, es konnte das durch seine nukleare Bewaffnung und seinen hochbestückten Geheimdienst überregional gefährliche Pakistan unter Kontrolle gebracht werden. Die Annäherung Indiens an den Westen und die Entspannung zwischen Indien und Pakistan sind die direkten Folgen dieser Intervention.

Zweitens gelang es den USA, durch das Heraus schlagen des schwächsten Glieds in der Kette muslimischer Staaten im Mittleren Osten, das heisst durch die Eroberung des Irak, sich so zu positionieren, dass *auf drei Seiten hin Handlungsfreiheit* besteht: nach Westen hin, wenn Syrien zur Diskussion steht, nach Osten, wenn Iran zum unmittelbaren Sicherheitsproblem würde, nach Süden, und das ist absolut entscheidend, um die Kontrolle über Saudiarabien zu erhalten. Saudiarabien ist strategisch in zweierlei Hinsicht von höchster Bedeutung: Zum einen wegen der Ölproduktion und der vorhandenen Ölvorkommen, zum anderen wegen der besonderen Rolle, welche das saudische Regime im Zusammenhang mit der Terrorgruppe Al-Kaida spielt.

Es zeichnet sich ab, dass die Amerikaner das Problem der inneren Sicherheit im Irak anderen Kräften überlassen werden, nachdem sie die Erfahrung machen mussten, dass sie weder willkommen waren noch in der Lage sind, den von ihnen deklarierten höheren ethischen Ansprüchen gerecht zu werden. Wer aber auch immer in Falluja oder in Najaf an der Macht sitzt: Irak wird künftig als Sprungbrett für die USA dienen und mit Kräften bestückt sein, die mit Leichtigkeit intervenieren können, beispielsweise, um saudische Ölfelder zu sichern oder einen Umsturz in Saudiarabien unter Kontrolle zu bringen. Solche Kräfte sind nach unserem Informationsstand bereits aufgefahren – die erste Kavalleriedivision (ein mit allem anderem als Pferden versehenen Eingreifverband) macht ja im gegenwärtigen irakischen Umfeld kaum einen anderen Sinn.

Soweit, so gut; relativ gut selbstverständlich, wie immer in sicherheitspolitischen Belangen. Dem unbestreitbaren militärisch-strategischen Erfolg

der USA stehen aber mit grössten Fragezeichen versehene „Fortschritte“ im Kampf gegen den Terrorismus gegenüber. Auch zweieinhalb Jahre nach dem 11. September 2001 ist *Al-Kaida* immer noch *handlungsfähig*, wie dies die Anschläge von Madrid deutlich gezeigt haben. Al-Kaida ist zu höchst präzisiertem Timing in der Lage, kann offensichtlich die psychologische Situation in verschiedensten Teilen der Welt extrem gut einschätzen und ist noch stets in der Lage, unentdeckt und kaum von Geheimdiensten unterwandert zu existieren. Die riesigen Anstrengungen vom „Patriot Act“ bis hin zur Zerstörung angeblicher Basen in Afghanistan haben wenig Wirkung gezeigt, ja es scheint sogar so, dass selbst im Herkunftsland von Al-Kaida, Saudiarabien, diese Hydra nicht zu zähmen ist.

Das alles kommt nicht überraschend. Wir wiesen kurz nach dem 11. September 2001 eindringlich darauf hin, dass im Zusammenhang mit der Terrorbekämpfung ein Konzept, das „Total Control“ anvisiert, versagen muss (Anlagekommentar Nr. 212 vom 3. Dezember 2001). Dies erstens deshalb, weil der Versuch zu „Total Control“ in einer unendlichen Menge von weitestgehend irrelevanter Information enden muss, zweitens, weil der Versuch zu „Total Control“ zu viele nicht völlig domestizierungswillige Elemente (von der Drogenmafia bis hin zu nicht unterordnungswilligen europäischen Regierungen) in die falsche Richtung drängt, zur impliziten oder sogar expliziten Koexistenz oder Koalition mit dem internationalen Terrorismus. Das amerikanische Konzept war von Beginn an spieltheoretisch hoffnungslos falsch aufgesetzt. Die Folge davon ist, dass die Welt jederzeit mit neuen, möglicherweise noch unangenehmeren Überraschungen aus der Ecke der Al-Kaida rechnen muss. Die Zeit von heute bis etwa Mitte September, das heisst sechs Wochen vor den amerikanischen Präsidentschaftswahlen, scheint uns in diesem Zusammenhang besonders heikel zu sein. Al-Kaida muss sich ja vermutlich gegenüber seinen Mitgliedern immer wieder durch Erfolge rechtfertigen, und die Erfahrungen von Madrid könnten die Al-Kaida-Strategen dazu verleiten, Ähnliches in den USA zu versuchen. Wenn es lange genug vor den Präsidentschaftswahlen geschähe, dann wäre der Misserfolg des „Kriegs gegen den Terror“ der Regierung Bush definitiv bewiesen.

Auch im sicherheitspolitischen Bereich trifft mit anderen Worten zu, was wir zuvor für wirtschaftliche und monetäre Herausforderungen festgestellt hatten: Die harmlos erscheinende relative Gemütlichkeit ist nicht Folge einer

konsistenten und nachhaltigen Lösung von Problemen, sondern ein höchst ungemütlicher Durchschnitt eines kühlen und eines überhitzten Fusses: Die hervorragende militärstrategische Positionierung steht einem kläglichen Versagen im Terrorbekämpfungsbereich gegenüber, und dies erst noch um den Preis eines dramatischen Freiheitsverlustes der Bürger.

7. Der Kampf um Alternativen und Prozentchen

So präsentiert sich unseres Erachtens die Welt zur Mitte des Jahres 2004 also nicht dermassen harmlos lauwarm, wie dies die tiefen Volatilitäten an den Aktienmärkten, die Bewegungslosigkeit im Währungsbereich, die Unaufgeregtheit im Zinssektor und die relative Ruhe im Sicherheitssystem der Welt suggerieren würden. Vielmehr herrschen unter der Oberfläche kochend heisse und eiskalte Strömungen, die lediglich ein wenig zugedeckt sind von einem Gleichgewichtszustand, der schnell einmal kippen könnte.

Für den Anleger ist diese Situation gleichermaßen unbefriedigend wie auch heikel. Unbefriedigend, weil es sehr schwierig ist, in dieser Situation „Geld zu machen“. Heikel, weil man versucht sein könnte, das „Geldmachen“ durch unbedachtes Eingehen von Risiken doch noch irgendwie zu bewerkstelligen. Risiken, die bei einer plötzlichen Beendigung des Gleichgewichtszustands auf einmal lebensbedrohlich werden könnten. Man stelle sich zum Beispiel vor, es kämen doch plötzlich Inflationsängste auf, und die Zinsen würden dann doch unvermittelt und stark ansteigen – wie stände es dann um zinssensitive Positionen in den Portfolios, und welche Hedge-Funds würden untergehen, welche Bank bankrott?

Ein erster sinnvoller Fokus liegt aus unserer Sicht deshalb auf der *Vermeidung* von unnötigen *Verlustquellen* bei der Vermögensverwaltung. Die Kommissionierung von Instrumenten und Transaktionen ist, ob man das nun gerne hört oder nicht, in ertragsarmen Zeiten ein entscheidendes Element. Das Hauptproblem liegt für den Anleger nicht bei den explizit sichtbaren Gebühren, sondern in den versteckten Kosten. Komplexe Strukturen wie intransparente derivative Instrumente oder ineinandergeschachtelte Fonds und Investmentgesellschaften laden zu klandestiner Abzockerei förmlich ein. Renditearme Zeiten legen solche Praktiken aber bald einmal offen.

Zweitens sollte man aber darauf achten, die Palette von – aus Risikosicht vertretbaren – *Alternativen* auch wirklich *auszuloten*. Der Seitwärts-

gang an den Aktienbörsen ruft beispielsweise geradezu nach dem Einsatz strukturierter Produkte. Sehr tiefe Volatilitäten erlauben billige Absicherungen, und wo in einzelnen Marktsegmenten oder einzelnen Titeln doch noch etwas grössere Bewegungen vorhanden sind, kann man sich auch die Risikonahme durch Prämien entschädigen lassen. Es ist ein Kampf um Prozentchen, zugegeben, aber Kleinvieh macht auch Mist.

Drittens kann man auch noch nach weiteren Alternativen suchen, indem man *ausserhalb des Mainstreams* der grossen Indizes nach vertretbar bewerteten Anlagen sucht, nach Anlagen also, die aller Voraussicht nach auch ein Ende des prekären Gleichgewichtszustands überstehen würden, die aber auch gleichzeitig so attraktiv sind, dass sie als solche einen positiven Renditebeitrag zu leisten in der Lage sein sollten. Unser Programm „Active Indexing“, die St. Galler Quadratur des Kreises sozusagen, durch Fokussierung bei gleichzeitigem Einsatz breitabgestützter Indexinstrumente, entspricht einer solchen Alternative. Bei Active Indexing suchen wir aufgrund von Bewertungsmodellen weltweit jene Länder und jene Branchen aus, die relativ am preiswertesten erscheinen, und investieren

dann auf monatlicher Basis in die interessantesten Regionen und Sektoren. Der Vorteil, oder eben die Quadratur des Kreises, liegt in der doch ziemlich hohen Diversifikation, was die Risiken vermindert, und in der gleichzeitigen Konzentration auf ein einziges Thema, das für den Investor ohnehin im Vordergrund stehen müsste: Nichts zu kaufen, was schon teuer erscheint. Die bisherigen Resultate des Programms sind sehr ermutigend.

Dies alles im Sinn von ein wenig Eigenwerbung, darüber hinaus aber auch viel grundsätzlicher: Die Flaute könnte dazu verleiten, dass Kapitän und Seeleute sich zum Schlaf niederlegen würden. Wir meinen, man müsse diese lästige Zeit ganz im Gegenteil dazu verwenden, alle verfügbare Intelligenz und alle vorhandene Energie einzusetzen, um einerseits die letzten kleinen Strömungen und Lüftchen fürs Fortkommen zu nutzen, andererseits aber keine Fehler zu machen, falls dieses seltsame Gleichgewicht, das Zuviel an Normalität, dann doch einmal kippen sollte.

KH, 5.7.2004