

Zwischen Vermögensvermehrung und Vermögenserhaltung

1. Stoff für durchwachte Sommernächte

Drei oberflächlich gesehen kaum miteinander verknüpfte Fragen beschäftigen derzeit den mit der Vermögensentwicklung seiner Kunden beschäftigten Privatbankier:

- War das Stottern an den Finanzmärkten in den vergangenen zwei Monaten lediglich ein vorübergehendes Phänomen ohne grosse Auswirkungen auf die längerfristige Entwicklung – einem kurzen Sommergewitter gleich – oder gehen wir einer Reihe von weiteren Eintrübungen entgegen, was zu einer vorsichtigeren Gangart mahnen beziehungsweise die Mitnahme von wasserdichten Utensilien empfehlen würde?
- Gibt es Anzeichen in der Entwicklung des globalen Finanzsystems, die zu einem noch viel grundsätzlicheren Überdenken der gewählten Strategien anhalten müssten? Wie steht es namentlich um die vielfach beklagte „überschüssige Liquidität“ und die möglichen Risiken, die dem Finanzsystem daraus erwachsen? Existiert so etwas wie „Asset Inflation“? Und wo sind allenfalls noch andere, unter Umständen gefährlichere Inflationsherde zu orten?
- Was ist von der Tendenz zu halten, dass immer neue Schemen gesucht werden, um allen möglichen und unmöglichen Agenturen Zugang zu Positions- und Transaktionsdaten im Finanzsystem zu verschaffen? Was bedeuten die Anschläge auf die finanzielle Privatheit im grossen Zusammenhang, was könnten sie ganz konkret für vermögende Menschen bedeuten? Entspricht nur das Zahlungssystem SWIFT einem Lochsieb, oder gibt es noch ganz andere, unerkannte Anzapfungsmechanismen für Datenbanken?

Es geht im folgenden nicht nur darum, diese Fragen zu vertiefen, sondern auch die eine oder andere Antwort auszuarbeiten. Denn die Aufgabe eines Anlagekommentars kann es ja nicht sein, schlaflose Nächte zu verursachen. Das Sich-Wälzen im Bett ist ja selbst bei den gegenwärtig lauen Sommertemperaturen kein Vergnügen.

Vielmehr soll in dem Masse Gewissheit verschafft werden, dass man trotz allem, womit die Welt noch an Garstigkeit aufwarten könnte, ruhig den gesunden Schlaf des mehr oder weniger Gerechten vollziehen kann.

2. Rückkehr zur Normalität – was heisst das?

Dass der fast eintönig positive Verlauf der Aktienmärkte nach dem grossen Einbruch von 2001 bis 2003 irgendwann einmal sein Ende haben würde, zeichnete sich schon seit geraumer Zeit ab. Den genauen Zeitpunkt eines solchen Trendbruchs zu erraten, ist jedoch ein schwieriges Unterfangen, und selbst wenn wir für uns in Anspruch nehmen können, einigermaßen rechtzeitig auf die sich verschlechternden Signale hingewiesen zu haben (Anlagekommentar Nr. 242 „Gute Zeiten – schlechte Zeiten“ vom 22. Mai 2006), so wissen wir nur allzu gut, dass zwischen solchen Erkenntnissen und dem Mut zur konkreten Tat die Angst vor verpassten zusätzlichen Renditechancen steht. Dies aus sehr begreiflichen Gründen. Denn wer zu früh umsattelte, zum Beispiel von einer ausgeprägt aktienfreundlichen taktischen Allokation auf eine sehr vorsichtige Gangart mit viel festverzinslichen Anlagen, kam in diesem Jahr keineswegs besser davon. Die folgende Aufstellung zeigt die bisher erzielten Renditen von typischen schweizerischen Portfolios mit einer tiefen, einer mittleren und einer hohen Aktienexposition.

Strategie-unabhängige Performance?

Pictet Benchmarks	Rendite 2006
Pictet BVG 25	-1.80%
Pictet BVG 40	-1.30%
Pictet BVG 60	-0.80%

Quelle: Bloomberg

Gehupft wie gesprungen, es sei denn, man hätte relativ spät, das heisst im April oder Mai, von der einen in die andere taktische Allokation gewechselt. Hätte. Stoff für Erfolgsberichte in Stammtischrunden. Die reale Anlegerwelt sieht anders aus, nämlich für dieses Jahr relativ unlustig. Der Grund liegt darin, dass nebst dem Nullresultat im Aktienbereich eben auch die Obligationenkurse arg unter die Räder gekommen sind; dies durchaus bis in den Bereich recht kurzfristiger Anlagen hinein und überdies in praktisch allen relevanten Währungen. Im selben Zuge stiegen die Risiko-

prämien für Schuldnerkategorien mit tiefer Qualität und namentlich für bestimmte Schwellenländer an. Die vielgepriesene Diversifikation zahlte sich wegen gleichgerichtet negativen Entwicklungen für einmal nicht aus, und so dürfte denn nirgends eitel Freude über die erzielten Resultate herrschen.

Kein Zweifel: Auch das gehört zur Anlagetätigkeit, bewegt sich im Rahmen des Normalen und muss wohl so hingenommen werden. Dennoch stellt man natürlich zurecht Fragen nach dem mutmasslichen weiteren Verlauf. Die Ernüchterung an den Finanzmärkten hat sich in einem Umfeld beinahe *idealer makro- und mikroökonomischer Gegebenheiten* abgespielt, und weil man den Finanzmärkten antizipatorische Kraft nachsagt, wird befürchtet, dass der Eintrübung an der Wall Street die Abschwächung an der (realwirtschaftlichen) Mainstreet folgen werde.

Sehen wir uns doch einige der „beinahe idealen“ Gegebenheiten an. Die Wirtschaft wächst in den allermeisten Regionen auf diesem Globus in saten Prozentzahlen, angeführt von Südostasien mit deutlich über 5 Prozent über die USA mit rund 4 Prozent bis hin zu den europäischen Kernländern, die aus dem anämischen Dämmerenschlaf aufzuwachen scheinen und zumindest in diesem Jahr etwa 2 Prozent zustandebringen werden. Die Inflationsraten sind generell, absolut und historisch gesehen sehr tief. Selbst in Schwellenländern, die bis noch vor sehr kurzer Zeit an Teuerungsraten von 50 und mehr Prozent gewohnt waren, versetzt ein Anstieg auf über 10 Prozent die zuständigen Geldbehörden in helle Aufregung. Dementsprechend ist das Niveau der Nominalzinsen nach wie vor tief; Projekte unternehmerischer oder auch privater Art können zu sehr attraktiven Konditionen finanziert werden, zumal die Risikoprämien, vom kürzlichen Anstieg für eindeutige „Junk-Qualität“ einmal abgesehen, ebenfalls sehr tief sind. Das Währungsgefüge ist erstaunlich stabil. So bewegt sich der US-Dollar gegenüber dem Euro seit 30 Monaten in einem Band zwischen 1.20 und 1.30. Auch der Yen, eine schwer zu verstehende Währung, hat seit 2003 das Band zwischen 115 und 105 zum US-Dollar kaum verlassen. Der internationale Güter- und Dienstleistungsverkehr profitiert selbstverständlich von solchen Rahmenbedingungen der relativen Konstanz.

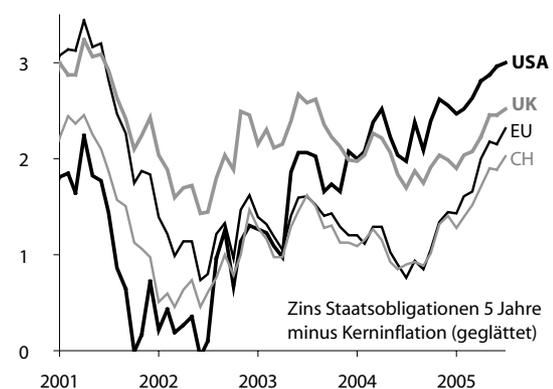
Die Situation im Unternehmenssektor gestaltet sich generell, absolut und historisch gesehen ebenfalls hervorragend. Satte Gewinne, komfortable Margen, gesunde Bilanzen, liquide Marktverhältnisse für Unternehmensübernahmen und für den Gang an den Kapitalmarkt, schwache Positionierung der Gewerkschaften, durch Erfahrung gestählte Fähigkeit zu globalen Auslage-

ungsstrategien: Was könnte man sich mehr und Besseres wünschen?

Nun muss man aber sehen, dass all diese makro- wie mikroökonomisch so tollen Bedingungen in einer monetären Ausnahmesituation entstanden sind und dass diese monetäre Ausnahmesituation ihrem Ende entgegengeht. Während rund drei Jahren waren nämlich die realen Zinssätze tief oder beinahe negativ. Nun sind zwar „reale Zinsen“ von reichlich virtueller Natur – Banken belasten nominelle Zinsen, Obligationencoupons sind nominell – und widerspiegeln lediglich eine Annahme über den wirklichen Preis von Geld. Als Gradmesser für die monetären Rahmenbedingungen taugen sie aber sehr wohl. Das Regime der letzten Jahre hiess: Tiefe Nominalzinsen bei gleichzeitig tiefer Inflation bei ansprechendem Wirtschaftswachstum.

Der Preis für Geld steigt

Reale Zinsen, in %



Quelle: Bloomberg,

Analyse

Unsere Leser wissen, dass wir in erster Linie *externe, reale Faktoren* für das wohl einmalige Zusammentreffen der günstigen Bedingungen verantwortlich machen. Die mit der Globalisierung einhergehende Möglichkeit, immer und immer wieder *noch attraktivere Produktionsstandorte* zu finden, erstickte bis anhin jeglichen Preisauftrieb im Arbeitsmarkt. Die säkularen Fortschritte im Bereich der Informations- und Kommunikationstechnologie führten namentlich in den dienstleistungsorientierten entwickelten Ländern zu *Produktivitätssteigerungen*, die jegliche Kapazitätslücken und damit ein übermässiges Anheizen der Konjunktur zur bloss noch theoretischen Möglichkeit werden liessen.

So schnell verändern sich diese realen Verhältnisse nicht. Weder ist das Potential zur weltweiten Optimierung der Produktion im Industriesektor und im Dienstleistungsbereich ausgeschöpft (momentan wird zum Beispiel Nordkorea als Billiglohnland entdeckt, wobei solches eher unter dem Stichwort „Sklaverei“ einzuordnen wäre...), noch stehen wir viel weiter als zu Beginn der IT-

Revolution. Inflationsdruck kann unter diesen Verhältnissen kaum aufkommen. Als Beleg für diese These mag dienen, wie problemlos die Volkswirtschaften der OECD den Preisanstieg beim Erdöl weggesteckt haben. In jeder anderen makroökonomischen Konstellation hätte sich die Lohn-Preisspirale unweigerlich zu drehen begonnen.

Dennoch erhöhen die Notenbanken, allen voran das Fed, seit geraumer Zeit systematisch das Nominalzinsniveau. Wegen der tiefen Inflationsraten und den noch tieferen Inflationserwartungen (zum Beispiel gemessen an den Kursen für inflationsgeschützte Obligationen) steigt damit der Realzins deutlich an, das Geld verteuert sich. Einerseits geht es den Notenbanken wohl in erster Linie darum, irgendwelche Zweifel, dass man das insgesamt sehr günstige Klima durch monetäre Fahrlässigkeit gefährden wollte, zum Vorherein zu zerstreuen. Die Rhetorik und die Aktivitäten sind eindeutig darauf ausgerichtet. Andererseits sollen Nebenwirkungen des billigen Geldes möglichst zum Verschwinden gebracht werden. Über diese Nebenwirkungen werden wir uns im Kapitel 3 noch auslassen.

Die Turbulenzen im Gefolge von Äusserungen des neuen Fed-Chefs Bernanke haben gezeigt, dass dieses „Einerseits“ und „Andererseits“ nicht einfach unter einen Hut zu bringen ist. Denn weil die Zinserhöhungen, was sehr selten vorkommt, nicht aus einem Klima überhitzter Konjunktur und hoher Inflationsraten heraus vorgenommen wurden und werden, besteht die Befürchtung, ein Zuviel beim Drehen an der Zinsschraube werde bald einmal die überaus positive Wirtschaftsentwicklung abwürgen oder zumindest stark dämpfen. Eine Fehlinterpretation beziehungsweise eine übertrieben ängstliche Auslegung von Faktorpreisveränderungen könnte zu einer monetären Übersteuerung führen; zudem steigere eine Inflationsrhetorik der Notenbank allfällig vorhandene Inflationserwartungen.

Ähnliche Töne, nicht selten auch noch von politischen Motiven untermalt, hört man gegenüber Äusserungen des EZB-Chefs Trichet. Es gehe jetzt darum, das zarte Pflänzlein der europäischen Erholung nicht vorzeitig abzuwürgen. Nun, Anwälte akkommodativer Geldpolitik hat es immer gegeben, und deshalb hat sich praktisch weltweit die Institution unabhängiger Geldbehörden durchgesetzt, die abseits tagespolitischer Erwägungen und mit sehr dicker Haut versehen ihrer Aufgabe nachkommen sollen. Aber *einen* Punkt haben die Vertreter des „Easy money“ heute eben schon: Es gibt kaum Inflationsdruck – weder bei den Konsumentenpreisen noch bei den anhand von inflationsgeschützten Finanzprodukten ablesbaren Inflationserwartungen.

Die „Normalisierung“ der Zinssätze, von der auf Seiten der Notenbanken gerne gesprochen wird, um das Wort „Zinserhöhung“ nicht ungebührlich oft in den Mund nehmen zu müssen, findet in einem Umfeld statt, für das es kaum einen Präzedenzfall gibt. Das ist das Problem. Das Problem der letzten zwei Monate und voraussichtlich auch das Problem der kommenden paar Monate. Es gibt aber noch ein zweites Problem bei der „Normalisierung“. Einige der als überaus günstig bezeichneten makro- und mikroökonomischen Verhältnisse wie die Margen der Unternehmungen oder der seit einiger Zeit zugunsten der Kapitalgeber und nicht der Arbeitnehmer neigende Anteil am Wirtschaftswachstum könnten sich im Zuge der Realzins„normalisierung“ ja auch ein bisschen „normalisieren“, das heisst auf durchschnittliche oder sogar unterdurchschnittliche Raten zurückgleiten. So ist das Kurs-/Gewinn-Verhältnis in den USA bekanntlich schon seit geraumer Zeit daran, sich von 25 bis 40 auf ein Niveau zwischen 10 und 20 zurückzubilden. Dank den hervorragenden Gewinnen bewirkte diese P/E-Kontraktion bisher keine namhaften Kursverluste an den Aktienbörsen. Eine weitere „Normalisierung“ könnte aber durchaus auch einmal und in vermehrter Masse über den Nenner des Quotienten erfolgen. Was Wunder, dass die Finanzmärkte verunsichert sind!

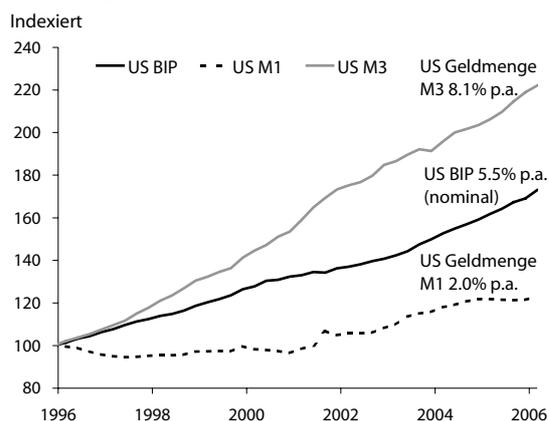
3. Überliquidität

Die Anhänger von Verschwörungstheorien verschiedenster Denominationen sind schon seit einiger Zeit der Ansicht, dass bei weitem „zuviel“ Liquidität ins System „gepumpt“ werde und dass „sie“ (gemeint sind jeweils vor allem die Amerikaner) die Absicht hätten, die Welt mit Papiergeld zu überfluten. Am Ende würden der amerikanische Dollar und damit auch die amerikanischen Schulden wertlos sein, und das wäre dann nicht ein Unfall gewesen, sondern blank zynische Absicht. Durch die anhaltend tiefen Nominal- und Realzinsen haben die Anhänger solcher und ähnlicher Thesen Oberwasser erhalten. Männiglich spricht von einer „Liquiditätsschwemme“, oft ohne Kenntnis darüber, was „Liquidität“ überhaupt ist, und noch öfter ohne jegliche Ahnung davon, was „Überliquidität“ sein könnte – wie soll man denn beurteilen können, dass es von etwas zuviel hat, wenn man nicht einmal weiss, was das „etwas“ ist?

Die klassischen Mittel der Notenbanken zur Steuerung der Liquidität bestehen in der Festlegung der kurzfristigen Zinssätze, zu denen die Geschäftsbanken Geld erhalten, in Devisenmarktoperationen, mit welchen indirekt ebenfalls das Zinsniveau für kurzfristiges Geld bestimmt wird, sowie in der Definition der notwendigen Reserven, über die das Bankensystem verfügen

muss. Die Höhe der vorgeschriebenen Reserven bestimmt das Ausmass der Ausleihungen der Banken und damit den Multiplikator für die letztlich der Wirtschaft zur Verfügung stehende Geldmenge. Die verschiedenen Geldmengenaggregate – Basisgeldmenge, M1, M2 und M3 – widerspiegeln diesen Mechanismus. Effektiv steuern kann eine Notenbank lediglich die Basisgeldmenge.

Geldmengen: unterschiedliche Wachstumsraten



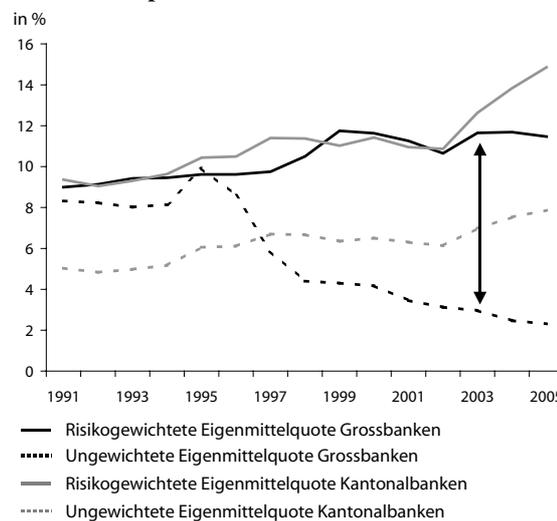
Quelle: Bloomberg, Analyse

Nun kann man, auch als durchaus kritischer Beobachter, kaum behaupten, die Geldpolitik der relevanten Notenbanken sei, gemessen an dem von ihnen direkt steuerbaren Aggregat, wirklich aus dem Ruder gelaufen. Am ehesten würde die Aussage vielleicht für die LTCM- und Russlandkrise von 1998 zutreffen. Insgesamt bewegten sich die Basisgeldmenge und M1 über die letzten Jahre aber in durchaus vernünftigen Bahnen. Dass die erweiterten Aggregate M2 und M3, namentlich im Dollarbereich, stärker gewachsen sind als das Bruttoinlandprodukt, ist somit nicht auf eine zu akkommodative Geldpolitik der Notenbanken zurückzuführen.

Wir orten den Grund für das rasante Wachstum der erweiterten Geldmengen in einem tiefgreifenden *Strukturwandel des Finanzsystems*. Was verstehen wir darunter? Die nachfolgende Grafik zeigt beispielhaft auf, in welchem Masse es den beiden Schweizer Geschäftsbanken Credit Suisse und UBS über die letzten Jahre gelungen ist, ihre Bilanz effektiver zu bewirtschaften. Pro eingesetztem Reservefranken wird bei weitem mehr Geschäftsvolumen abgewickelt als früher. Eine für die betreffenden Banken hoch erfreuliche Tatsache. Auffallend ist der Unterschied der beiden Grossbanken zu den zum Vergleich dargestellten Kantonalbanken, die, relativ zu den eingesetzten Eigenmitteln, deutlich weniger Geschäftsvolumen „drehen“ können. Offenbar erlauben riesige und in sich selbst weit diversifizierte Bilanzen eine bessere Bewirtschaftung als vergleichsweise kleine Bilanzen. Es gibt hier also

Skalenerträge. Ausserdem hängt es vermutlich vom Aufwand für die Bilanzbewirtschaftung sowie von den gewählten Systemen ab, wie weit das Ausreizen der vorhandenen Eigenmittel gehen kann.

Wie Banken produktiver werden



Quelle: Schweizerische Nationalbank

Bemerkungen:

Risikogewichtete Eigenmittelquote: Anrechenbares Eigenkapital (1. Kernkapital = einbezahltes Kapital, Reserven und Gewinne, 2. ergänzendes Kapital = stille Reserven, nachrangige Schuldtitel und gewisse hybride Instrumente und 3. zusätzliches Kapital = spezielle Verbindlichkeiten mit Einfrierungsklausel) in Prozent der risikogewichteten Aktiven (bilanzmässige Vermögenswerte, ausserbilanzielle Transaktionen und andere offene Posten im Handelsbestand).

Ungewichtete Eigenmittelquote: Anrechenbares Eigenkapital in Prozent der Bilanzsumme.

Ein Zweites fällt auf, aber erst bei der Lektüre der Fussnote. Es ist von „risikogewichtet“ die Rede oder mit anderen Worten von Bilanzpositionen nicht in streng buchhalterischem Sinn, sondern aus einer von Wahrscheinlichkeiten geprägten Sicht. Je geringer ein Risiko erscheint, umso tiefer die Bilanzposition, je höher die Korrelation von zwei Risiken, desto höher, weil „gefährlicher“, die Bewertung in einer „risikogewichteten“ Bilanz. Jede Risikogewichtung unterstellt für die Wahrscheinlichkeiten bestimmte Modelle, die sich zumeist an der Gauss'schen Normalverteilung orientieren. Es ist festzuhalten, dass es sich bei den Wahrscheinlichkeitsmodellen keinesfalls um ein Abbild der Wirklichkeit handelt, sondern lediglich um eine praktikable Annahme.

Was bedeutet nun aber die Bilanzbewirtschaftung unter Wahrscheinlichkeitsgesichtspunkten konkret? Einerseits gewiss die Reduktion unnötiger oder teurer innerbilanzieller Risiken, andererseits aber auch das *Auslagern von Risiken* an andere Risikoträger. Darin liegt die strukturelle Veränderung des Finanzsystems in den letzten Jahren: Dass es, erstens, möglich wurde, Bilanzrisiken

überhaupt adäquat zu erfassen, laufend zu schätzen und aufeinander abzustimmen, und zweitens, Bilanzteile auszulagern, d.h. die Risiken sozusagen zu sozialisieren. Man muss deshalb aufpassen, wenn man heute von „Kreditfähigkeit der Banken“ und ähnlichen Begriffen von ehemals spricht. Wer ist hier tätig, wer trägt die Risiken? Vermutlich sind *wir alle* ein wenig *Banken geworden*, und wenn die Kreditderivate (Finanzinstrumente auf Kreditrisiken) weiter um sich greifen, werden wir das noch in vermehrter Masse sein.

Ist das gut, ist das schlecht? Die Frage ist etwa so mühsam wie jene nach dem Wert des Rückspiegels beim Auto. Bei dessen Erfindung bzw. Einführung wurde der Autoverkehr einerseits sicherer, weil man auch nach hinten sehen konnte, aber er wurde auch schneller, weil man seither langsamere Fahrzeuge gefahrlos überholen kann. Der Rückspiegel, ein Instrument zur Erfassung der Risiken von hinten, war die Voraussetzung für den Bau von Autobahnen, im Zuge dessen aus einem kapillarähnlichen Verkehrssystem eine moderne Verkehrsinfrastruktur wurde. Ist schneller schlechter? Bei Unfällen schon, sonst aber keinesfalls. Ohne Rückspiegel gäbe es keine Autobahnen. Kleine technische Entwicklungen können grosse strukturelle Veränderungen zur Folge haben.

4. Was wäre, wenn...?

Mit dem Versuch, die Realzinsen zu erhöhen, geht auch das Bestreben der Notenbanken einher, die Nebenwirkungen der einmalig günstigen makro- und mikroökonomischen Verhältnisse einzudämmen. Man will Liquidität aus dem System absaugen, oder, um das Bild der Autobahnen nochmals zu brauchen: Man will über den Benzinpreis die übermässige Freude der Autofahrer an ihrer neuen Freiheit dämpfen. Ob das angesichts der strukturellen Veränderungen – der autobahnähnlichen, enorm effizient gewordenen kommunizierenden Röhren des Finanzsystems – gelingt und wenn ja, zu welchem Preis, ist allerdings fraglich. Vorderhand rattert die Finanzsystemmaschine nämlich fröhlich und im Volldampf weiter. „Leverage“ heisst das Zauberwort, es hat die ganze Hedge Fund-Welt in Beschlag genommen, das Geschäft mit derivativen Instrumenten, die Private Equity-Szene, und es grassiert in besonderer Masse im amerikanischen Immobilienbereich, wo Belehnungen zu 100 Prozent des Liegenschaftswerts keine Ausnahme sind.

Es gibt nun eine Denkschule, die sich, abseits von irgendwelchen Verschwörungstheorien, auf den Standpunkt stellt, dass die strukturell bedingte Erleichterung für die Generierung von Leverage *gesamtwirtschaftlich* zu einem bei weitem *zu hohen Verschuldungsgrad* führe. Leverage sei ein

süßes Gift, eine Droge, der man sich vor allem dann kaum entziehen könne, wenn alle Welt mit dabei sei. Das Finanzsystem, wie es heute aufgestellt ist und wie es sich mit den Kreditderivaten weiterentwickeln wird, sei nicht in der Lage, das gesamtwirtschaftliche Mass an Leverage selber zu kontrollieren. Die Kontrolle der Kreditfähigkeit durch die Notenbanken sei ohnehin nur sehr beschränkt und indirekt möglich und damit ein untaugliches Instrument zur Verkehrsregelung auf dem neuen Autobahnnetz.

Konkret wird ein *Systemzusammenbruch* aus endogenen Gründen zwar nicht gerade prognostiziert, aber immerhin als wahrscheinlicher dargestellt als zur Zeit vor dem strukturellen Wandel des Finanzsystems. Die Gefahr der Entstehung einer regelrechten Blase übertriebener Kreditnahme wird unter anderem belegt mit den Entwicklungen in den USA, wo die verfügbaren Aktiven der Haushalte über die letzten fünf Jahre um 34 Prozent, der Wert der Immobilien um etwa 80 Prozent und die Hypothekarverschuldung um beinahe 90 Prozent zunahm. Es liegt auf der Hand, dass ein Zinsanstieg nach einer solchen Entwicklung ungemütliche Folgen haben wird, weil ja neben den erhöhten Zinsbeträgen der Wert der belehnten Immobilien voraussichtlich abnimmt und die Zahl von Insolvenzen steigen wird. Ähnlich ungemütliche Verhältnisse sind auch bei der Belehnung von Wertschriften denkbar, wo mehr und mehr ja auch völlig illiquide Titel (Private Equity!) in den Genuss von Krediten kamen.

Viel zu billiges Geld, so die These, hat zu einem regelrechten Kaufrausch sowohl für private Immobilien als auch für Finanzaktiva geführt. Das ist die Saga von der Überliquidität und von der Asset Inflation. Wie weit sie wirklich Sinn macht und inwiefern sie in die Überlegungen zur Vermögensvermehrung und zur Vermögenserhaltung einbezogen werden sollten, können wir ehrlicherweise nicht wirklich abschätzen. Einerseits könnte man argumentieren, durch die strukturellen Veränderungen im Finanzsystem hätte sich schlicht eine bessere Verteilung der Risiken ergeben. Der Zustand besser verteilter Risiken sei einer Situation, in welcher sich die ganze Last auf einige wenige grosse Bankbilanzen konzentrierte, punkto Systemstabilität überlegen. Andererseits sind die zugegebenermassen angsteinflössenden Überlegungen zu „Überliquidität“ und „Asset Inflation“ nicht ganz von der Hand zu weisen. Dass es zu Übertreibungen und zur Bildung von Blasen kommen kann, auch wenn durchaus rationale Wesen am Werk sind, wissen wir seit 2001 bestens. Wenn das Phänomen des Sich-Nachrennens das Herzstück des Finanzsystems, das Kreditwesen nämlich, beträfe und nicht ledig-

lich den Teilbereich der Technologieaktien, so wäre das natürlich höchst alarmierend. Welche Handlungsempfehlung wir für unsere Anleger entworfen haben, ist dem Kapitel 6 zu entnehmen. Vorerst aber noch ein Hinweis auf eine andere Übertreibung.

5. Die Versprechensinflation

Abseits der atemberaubenden Strukturveränderungen im Finanzsystem hat sich im gesellschaftlichen Bereich ebenfalls eine Konstellation ergeben, die den gesamtwirtschaftlichen Leverage erhöht – möglicherweise in noch gefährlicherer Weise. Gefährlicher insofern, als die Anreize zur Korrektur und zur Selbstheilung extrem gering sind. Wir haben schon verschiedentlich auf die implizite Verschuldung der Vorsorgesysteme in den westlichen Wohlfahrtsstaaten hingewiesen und wollen dies an dieser Stelle noch einmal mit Insistenz tun. Im Gegensatz zu der im Finanzsystem immerhin doch freiwillig und wissentlich eingegangenen Verschuldung mit weitgehend individuell zu tragenden Konsequenzen handelt es sich bei der Verschuldung der Sozialsysteme um Zwangsmechanismen, denen sich niemand zu entziehen vermag, es sei denn, er wandere aus. Die nachfolgende Grafik zeigt die Schuldenberge, welche die europäischen Wohlfahrtssysteme in den letzten Jahrzehnten aufgebaut haben. Die Zahlen wurden, wie man uns bei den zuständigen Stellen mitteilte, nach 1995 nicht mehr aufdatiert, „weil man das nicht mehr wollte“. Das sagt genug aus über die Brisanz der Angelegenheit.

Explizite und implizite Staatsverschuldung in % des BIP (1995)



Quelle: seco/Die Volkswirtschaft, Analyse

Als Hinweis für die Dramatik der Situation mag die Schätzung der Deutschen Bundesbank aus dem Jahr 2005 für die explizite und implizite Verschuldung der Bundesrepublik dienen. Die Zahl beträgt 270 Prozent des Bruttoinlandprodukts.

Unter impliziter Verschuldung eines Vorsorgesystems ist die Lücke zu verstehen zwischen den Versprechungen für künftige Zahlungen und den aufgrund der (überwiegend im Umlageverfahren organisierten) Finanzierungsmechanismen anzunehmenden künftigen Einnahmen der Wohlfahrtssysteme. Politökonomisch handelt es sich bei den aufgebauten Schuldenbergen um die Ausgabe von Vorsorgeschecks an existierende Wählergenerationen zulasten von noch nicht geborenen künftigen Generationen. Ein eklatanter Mangel im verfassungsrechtlichen Schutz der Ungeborenen hat den Aufbau eines solchen *Schneeballsystems* erlaubt, das so lange weiterfunktionieren kann, als nicht den Letzten die Hunde beißen bzw. die immer spärlicher werdenden Nachkommen sich der Zahlungspflicht entziehen.

Wie schlecht die europäischen Wohlfahrtssysteme für die sich abzeichnende Systemkrise gerüstet sind, zeigt die nachfolgende Karte. Sie gibt das vorhandene Vorsorgevermögen der verschiedenen Länder Europas im Verhältnis zur jeweiligen Wertschöpfung wieder. Hält man beide Karten nebeneinander, so sieht man, dass nur ganz wenige Länder Europas kein oder nur ein geringfügiges Problem haben: Island, Irland, Grossbritannien, Holland, Dänemark und die Schweiz, allenfalls auch noch Norwegen dank seines Erdölreichtums.

Vorsorgevermögen in % des BIP (2005)



Quelle: OECD, Analyse

Es ist hier nicht die Stelle, aus dieser etwas besonderen Geographielektion politische Schlüsse zu ziehen. Für die Tätigkeit der Vermögensvermehrung und Vermögensverwaltung muss jedoch klar darauf hingewiesen werden, dass diese Blase abgegebener und kaum zu haltender Versprechungen kaum ohne gröbere Wirkungen und Nebenwirkungen in sich zusammenfallen wird. Ja, noch mehr: Vermögen wäre in dieser Konstellati-

on in hohem Masse gefährdet, entweder durch Geldentwertung oder durch Konfiskation.

6. Geldentwertung als mögliches Szenario

Die beiden beschriebenen gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen zu höherer Verschuldung – die sich durch die Strukturveränderung im Finanzsystem ergebende und auch wahrgenommene Möglichkeit zu mehr Leverage und die sich durch den Mangel an verfassungsrechtlichen Schranken ergebende und auch wahrgenommene Möglichkeit zur Überwälzung von gesellschaftlichen Zahlungsverpflichtungen auf künftige Generationen – haben beide das Potential, vom System nicht mehr bewältigt werden zu können. Es ist sehr schwierig, sich solche Systemkrisen im einzelnen auszumalen. Zahlungsunfähigkeit einer oder mehrerer grosser Investmentbanken, ausgelöst durch einen Fehler à la Refco/Bawag, aber nur viel grösser? Zahlungsunfähigkeit eines so hoffnungslos überschuldeten europäischen Staats wie Italien? Wir wissen es nicht.

Falls es aber dazu käme, dann wäre der Versuch relativ naheliegend, das entstandene Loch durch eine Hilfestellung der Notenbanken, ein „Bailing Out“, und damit einhergehend eine massive Ausweitung der Geldmenge, auszubebnen. Eine nachfolgende Teuerung wäre unvermeidlich, ebenso ein massiver Kursverlust in den davon betroffenen Währungen, von den Obligationen nicht zu reden. Zweifellos ein besorgniserregendes, *gefährliches* Szenario, dem man sich als Anleger kaum entziehen könnte, Diversifikationsstrategien hin oder her. Gleichzeitig aber auch ein insgesamt wenig *wahrscheinliches* Szenario, und vor allem: bezüglich des Zeitpunkts seines möglichen Eintretens völlig Unabschätzbare.

Für die Vermögensvermehrung und die Vermögenserhaltung entsteht daraus ein *Zielkonflikt*. Vernünftigerweise muss man sich ja auf das Eintreten der wahrscheinlicheren Fälle einrichten. Sie laufen darauf hinaus, dass eben doch Mittel und Wege gefunden werden (oder sich irgendwie ergeben), mit welchen sich die Übertreibungen mehr oder weniger gnädig „von selbst“ auflösen. Innerhalb dieses Normalszenarios der wahrscheinlicheren Fälle muss man dann der *Vermögensvermehrung* nachgehen; so, wie man das nach allen Regeln der Kunst eben tun soll, das heisst unter Inanspruchnahme aller denkbaren Segnungen des modernen Finanzsystems und unter weiser Diversifikation innerhalb dieses Systems.

Gleichzeitig darf man aber, da wir ja gewisse endogene Systemrisiken geortet und beschrieben haben, den unwahrscheinlichen, aber sehr gefährlichen Fall einer Systemkrise nicht ausser Acht lassen. Es gilt, Mittel zur *Vermögenserhaltung* zu suchen. Darüber haben wir in den vergangenen

Monaten in unserem Bankhaus eine ausführliche Diskussion abgehalten. Das Resultat besteht darin, dass wir unseren Kunden raten, sich für den unwahrscheinlichen, aber gefährlichen Fall eines Systemrisikos und der auf der Hand liegenden nachfolgenden Inflationierung mit einer Portion physischen Goldes zu schützen. Gold würde aller Voraussicht nach im Fall einer Krise des Finanzsystems dramatisch an Wert gewinnen, da das Edelmetall nicht inflationierbar und dem Zugriff der Politik weitgehend entzogen ist. Gold lässt sich zudem gut transportieren und ist in der Krise, falls man nicht gleich mit 10-Kilobarren aufwartet, auch als Zahlungsmittel geeignet.

Der Rat geht dahin, etwa 5 Prozent des Gesamtvermögens für diesen Zweck auszuscheiden und in einem separaten, der Performancebeurteilung des restlichen Vermögens entzogenen Depot aufzubewahren. Mit der Portion von 5 Prozent würde man zwar kaum die Verluste eines Systemzusammenbruchs völlig auffangen können, aber man hätte immerhin einen Beitrag an den Schaden. 5 Prozent vom Gesamtvermögen gefährdet andererseits aber auch nicht den Erfolg der übrigen Vermögensverwaltung, zumal Gold in der langen Frist ja auch kein so übles Anlagemedium ist. Es ist aus unserer Sicht wichtig, die physische Variante des Goldbesitzes zu wählen. Denn bei Systemzusammenbrüchen nützen einem Forderungsrechte gegenüber irgendwelchen Emittenten von Goldinstrumenten kaum etwas. Und, wie gesagt, die Stückelung muss so sein, dass im Falle eines Falles das Gold auch als Zahlungsmittel taugt. Wir empfehlen einfach fungible Kilobarren. Keinesfalls geht es darum, mit dieser Empfehlung den Teufel an die Wand zu malen. Ganz im Gegenteil. Wir sind nämlich der Ansicht, dass eine sinnvolle und insgesamt tragbare „Versicherung“ eines unwahrscheinlichen, aber höchst gefährlichen Risikos für den Rest (bzw. den Hauptteil!) der Anlagetätigkeit zu einer *Gelassenheit* führt, die notwendig ist, um erfolgreich Vermögensvermehrung betreiben zu können. Wir leisten uns ja auch in völliger Selbstverständlichkeit eine Brandversicherung für unser Haus; ohne eine solche würden wir aber weder gerne im Sommer grillieren noch im Winter die Kerzen des Weihnachtsbaums anzünden. Versicherungen, Reserven, stehen in unmittelbarer Beziehung zur Handlungsfreiheit, die man haben sollte.

7. Dateneinsicht und Konfiskation

„Performance“ sei alles, wird vom modernen Private Banking behauptet. Ja, die Vermögensvermehrung ist gewiss wichtig und gehört zu den Hauptaufgaben unseres Berufsstandes. Man muss aber aufpassen, bei allem Eifer auf der Suche nach „Alpha“- und „Beta“-Performancebeiträgen

die viel schwierigere Frage nach der Vermögenserhaltung nicht ausser Acht zu lassen. Sie ist nicht nur schwieriger, sondern auch unangenehmer, denn wer spricht schon gerne über Katastrophenszenarien oder über mit Kostenfolgen versehene Massnahmen, um sich gegen solche lediglich möglichen und zumeist auch noch relativ unwahrscheinlichen Fälle zu schützen? Eine in geschichtlichen Dimensionen gehaltene Blickweise auf das Wesen der Vermögensverwaltung zeigt allerdings, dass die meisten Vermögen im Laufe der Zeit verjubelt, verwässert, vernichtet oder schlicht entzogen wurden. Welche Anwesen adliger Geschlechter überstanden die französische Revolution? Welche Privatvermögen wurden während der Hyperinflation von 1923 in Deutschland nicht völlig entwertet? Wer konnte sich in den Dreissiger- und Vierzigerjahren den Währungsschnitten entziehen? Welcher Kunstraub wurde jüdischen Familien gegenüber wirklich restituiert, welche Museen sitzen noch stets still und leise auf geraubtem Gut? Welcher Amerikaner verlor nicht einen Teil seiner Kaufkraft beim Wertzerfall des Dollars nach der Auflösung des Bretton Woods-Systems von 1973?

Die Wahrscheinlichkeit, auf die eine oder andere Weise im Laufe der Zeit um sein Vermögen gebracht zu werden, ist objektiv gesehen ziemlich gross. Schuldenberge, wie wir sie in Kapitel 5 dargestellt haben, sind selbstverständlich prädestiniert, um eine Art Legitimation für einen konfiskatorischen Zugriff zurechtzuschneiden. Unter dem Titel eines „Rentensicherungsgesetzes“ würde man dann zur „Vermögensharmonisierung“ zwischen habenden und nichthabenden Ländern und Individuen aufrufen. Oder so ähnlich.

Gegenwärtig wird in der Schweiz heftig der Datenzugriff des amerikanischen Geheimdienstes CIA auf die Transaktionsdatenbank SWIFT diskutiert. Abgesehen davon, dass wir unsere Kunden schon sehr frühzeitig, nämlich unmittelbar nach den Terroranschlägen vom September 2001, auf die Gefahr solcher Aktionen aufmerksam gemacht haben, stört uns dieser Zugriff nicht so sehr. Geheimdienste pflegen nämlich auf ihren Datenbeständen zu sitzen und geben sie kaum an andere Instanzen, zum Beispiel Steuerbehörden, weiter. Weshalb? Erstens, weil jede Weitergabe an eine weniger geheime Instanz den Wert des Materials verwässern würde. Das entspricht nicht dem Selbstverständnis von Geheimdiensten.

Zweitens, weil die Gefahr bestünde, dass man sich selber ins Fleisch schneiden könnte. Denn bei Geheimdiensten weiss die eine Hand nicht, was die andere tut. Ganz sicher ist jeder Geheimdienst für alle möglichen und unmöglichen Handlungen selber Benützer des internationalen Zahlungssystems. Da sind schnüffelnde Steuerbehörden höchst unwillkommen. Schliesslich drittens, weil im Zuge einer Weitergabe auch die eine oder andere prominente Person im eigenen Land oder im Ausland in Mitleidenschaft gezogen werden könnte, was dem geheimdienstlichen Zugriff unerwünschte Sprengkraft verschaffen würde.

Längerfristig viel gefährlicher sind die Zugriffsmöglichkeiten aller übrigen staatlichen Instanzen. Aus Brüssel wird berichtet (Handelszeitung vom 28. Juni 2006), der EU-Justizkommissar Franco Frattini verlange im Rahmen des „Haager Programms“ einen automatischen Informationsaustausch sensibler Daten von DNS-Profilen über Fingerabdrücke und Telefonnummern bis hin zu Bankdaten. Wenn auch einige Hindernisse des Datenschutzes oder, im spezifisch schweizerischen Kontextes, des hiesigen Bankgeheimnisses, dem Ansinnen entgegenstehen, so muss man doch völlig *illusionslos* sehen, dass es einen Megatrend in Richtung Kontrolle des Finanzsystems durch den politischen Sektor gibt. Die moderne IT macht eben auch das möglich: Dass sämtliche Positions- und Transaktionsdaten sämtlicher Teilnehmer an den Finanzmärkten fein säuberlich gespeichert und ausgewertet werden können. Man tut dies unter dem honorigen und scheinbar alles legitimierenden Titel der Bekämpfung des internationalen Terrorismus, der Wirtschaftskriminalität, des Insiderhandels, der Kinderpornografie, der Waffenproliferation, des Steuerbetrugs und schliesslich auch der Steuerhinterziehung, und nennt im gleichen Atemzug dann alles auch noch „Geldwäscherei“. Es wäre höchst blauäugig zu meinen, damit habe es sein Bewenden. Das politische System funktioniert anders. Es will kraft seiner Macht *umverteilen*. Wer die Daten hat, weiss auch, wo etwas zu holen ist.

Performance ist viel, aber nicht alles. Der Anleger tut gut daran, seinem Vermögensvermehrter auch einmal bezüglich Konzepten und Strategien für die Vermögenserhaltung auf den Zahn zu fühlen.

KH, 10.7.2006