

Vor einem Jahr der Entscheidungen

1. Schon wieder ein Conundrum

Wenn Vertreter von Notenbanken verwirrt sind, dann sagen sie das nicht oder zumindest nicht direkt. Vielmehr verpacken sie ihren mangelnden Durchblick, weil es diesen Geisteszustand für sie gar nicht geben dürfte, in schöne Worte, oder besser noch, in eigentliche Rätsel. Es hat durchaus einen intellektuellen Reiz, über Rätsel in Rätseln zu sprechen, und ein Meister dieses Fachs war ganz gewiss der frühere Fed-Gouverneur Alan Greenspan. Bekanntlich gelang es ihm fast bis zum Schluss seiner langen Amtszeit, in seinen meist Stunden dauernden Ansprachen nichts wirklich Handfestes auszusagen. Er sprach selbst dann in Rätseln, wenn nichts Rätselhaftes vorlag. Als er aber im Jahr 2005 selber vor einer unlösbar scheinenden Frage stand, versah er diese mit einem ähnlich unverständlichen Ausdruck, wie wenn Mediziner eine letale Diagnose überbringen müssen. „Conundrum“ hiess das Zauberwort. „Logisch hergeleitete Widersprüchlichkeit, die sich einer einfachen Auflösung entzieht“ tönt selbstverständlich hehrer als „Ratlosigkeit“, denn ratlos meint man nicht sein zu dürfen, wenn man einer Institution vorsteht, deren einziger Wert im Vertrauen besteht, das sie gegenüber der Weltöffentlichkeit genießt.

Das damalige Rätsel betraf eine seltsame Konstellation im Zinsgefüge des US-Dollars, und wenn wir es richtig sehen, war diese seltsame Konstellation eigentlich zugleich auch das erste Anzeichen für die nachfolgende Katastrophe im Finanzsystem. 2005 wurde nämlich zum ersten Mal klar, welches riesige Rad die global tätigen Teilnehmer im System, das heisst die grossen Banken- und Versicherungskonglomerate, die Investmentbanken, die in ihrem Dunstkreis operierenden Nichtbanken, wie Hedgefonds und „Special Purpose Vehicles“, zu drehen begonnen hatten. Sie alle spekulierten auf ein und dasselbe künftige Szenario, die Fortschreibung nämlich der bis anhin so erfolgreichen Geldpolitik des Gradualismus und der alle realen Probleme wegsplügenden Liquiditätsgarantie durch die amerikanische Notenbank. Diese Massenspe-

kulation in ein und dieselbe Richtung hatte Angebots- und Nachfrageverschiebungen in den verschiedenen Fristigkeiten für Geld zur Folge, und daraus, eben, resultierte das Greenspan'sche „Conundrum“. Zu schwach und zu unbedeutend waren damals offenbar die Stimmen, für die das Rätsel gar keines war, beziehungsweise zu unangenehm die Botschaft, und so liess man die Party weiterlaufen. Zwei weitere röhrende Jahre – ist ja auch nicht nichts.

Conundra sollten nicht zu oft vorkommen, ist man geneigt zu sagen, denn erstens sollte es angesichts des hohen Stands an Wissenschaftlichkeit im Bereich der Volkswirtschaftslehre ja gar nichts Unerklärliches geben. Zweitens verbindet sich mit „Conundra“ rein morphologisch die „Kassandra“, die man verständlicherweise wenig schätzt, wenn es nicht zuletzt um die künftige Werthaltigkeit der eigenen Vermögenswerte geht. Drittens, so hat man zumindest das dumpfe Gefühl, verbindet sich mit der Existenz von unauflösbaren Widersprüchen die Vermutung, dass sie in einem engen Zusammenhang stehen könnten mit dem bei weitem zu häufigen Auftreten von katastrophalen Ereignissen im Finanzsystem.

Tatsache ist aber, dass wir zurzeit wieder vor einem Rätsel oder sogar vor mehreren Rätseln stehen. Da wir nicht Notenbanker sind, sprechen wir lieber von Ratlosigkeit, zumal wir glauben, dass durchaus auch derjenige Vertrauen erwerben und geniessen kann, der ehrlich zu seinem zeitweiligen Unwissen steht. Unser Problem: Die Konvergenz von Entwicklungen, eine Konstellation also, die es so, das heisst so gleichgerichtet, eigentlich gar nicht geben dürfte:

- Zunächst sind, wie wir es dieses Jahr alle beobachten und zum Teil geniessen konnten, die Aktienmärkte weltweit beträchtlich gestiegen. Das ist gleichbedeutend mit einigermaßen bis echt positiven Erwartungen, was die künftige Ertragssituation der Unternehmungen betrifft. Die (in den allermeisten Fällen erfolgreichen) Sparprogramme der Unternehmungen rechtfertigen die Höhe der Aktienkurse kaum, vielmehr nehmen diese ein sattes Wachstum von künftigen Cashflows vorweg, was gleichbedeutend ist mit einer markanten Verbesserung der konjunkturellen Situation. Oder anders gesagt: Die Akti-

enmärkte widerspiegeln die Erwartung des Rezessionsendes und eines kräftigen Aufschwungs danach.

- Demgegenüber muss man eher das Gegenteil aus den Obligationenmärkten lesen. So sind im Verlaufe dieses Jahres die Renditen noch einmal und mit Gewinn für die Gläubiger gesunken; die Zinskurve wäre relativ flach, lägen die Kurzfristzinsen durch die extrem akkomodative Geldpolitik nicht in verzerrter Weise tief. Weder kann aus den Bondmärkten ein unmittelbar bevorstehender Aufschwung noch – und schon gar nicht – irgendeine Anzeichen von Inflation gelesen werden. Auch die Kreditmärkte signalisieren Stagnation oder sogar einen weiteren Rückgang in der Wirtschaftstätigkeit der westlichen Industrienationen. Die, wie gesagt, sehr grosszügige Geldpolitik der Notenbanken scheint überhaupt nicht zu greifen; die Kreditschöpfung der Banken liegt bei historischen Tiefstständen. So sehen weder ein Aufschwung noch eine bevorstehende Inflation aus.
- Anderes scheint dagegen der Goldpreis zu suggerieren. Das Gold eilt von Höchstnotierung zu Höchstnotierung. Was, wenn nicht die Erwartung einer bevorstehenden Geldentwertung, würde die Marktteilnehmer dazu veranlassen, das ertragslose und in der Wirtschaft wenig direkte Verwendung findende Edelmetall zu kaufen und zu horten?
- Widersprüchlichen Signalen begegnen wir schliesslich bei den Stimmungsbarometern und in bestimmten Segmenten des Wirtschaftssystems. Währenddem fast alle Umfragen bei Produzenten eine Verbesserung der Situation widerspiegeln, sehen die Fakten durchwegs ernüchternder aus. In den USA stabilisieren sich bestenfalls die Verkaufszahlen im Privatkonsum, die Baubewilligungen, die Bauausgaben und die Investitionen bei den Unternehmungen auf tiefem Niveau. Die Arbeitslosenquote ist bei 10 Prozent angelangt; würde man die darin nicht erfassten Papierlosen, Ausgesteuerten, Arbeitsunfähigen und unfreiwillig Teilzeitarbeitenden dazurechnen, wäre man nach glaubwürdigen Schätzungen mittlerweile bei mehr als 15 Prozent angelangt. Woher nur in aller Welt schöpfen die befragten Unternehmer ihre Hoffnungen? Wer soll denn der Endabnehmer der Produkte sein, die nach dem Wiederaufschwung der Investitionen die Märkte fluten werden?

Man kann es drehen und wenden wie man will: Der konvergente Anstieg von Aktiennotierungen zusammen mit tieferen Obligationrenditen und zusammen mit Höchstnotierungen beim Gold sowie die Divergenz zwischen Stimmung und Fakten werfen schwerwiegende Fragen auf. Allzu gerne

möchte man aufgrund einer konsistenten Analyse zu eindeutigen Schlüssen gelangen. Um es vorwegzunehmen: Das ist nicht möglich. Aber die Analyse vornehmen wollen wir alleweil.

2. Was ist Wahrheit?

Analyse! Analyse? Was heisst das denn eigentlich? Normalerweise doch die Aufreihung von einigen Fakten, soweit sie als solche überhaupt unstrittig feststellbar sind, und die Anwendung eines Modells, das für solche Fälle sinnvoll erscheint. „Sinnvoll“ im Sinne von brauchbar bezüglich des Erklärungsgehalts und der Prognosekraft. Das tun wir, das tun alle seit Jahr und Tag, und das Resultat ist ernüchternd bis erschütternd. Denn selbst wer beispielsweise sowohl die Technologieblase von 2001 mit nachfolgender Rezession irgendwie hatte kommen sehen, selbst wer vor Übertreibungen im Vorfeld der Finanzkrise von 2007 gewarnt hatte, muss zugeben, dass seine ganze Wortwahl, sein ganzes faktisches Verhalten weitestgehend auf die gehabte Normalität ausgerichtet blieb und diese Normalität die Häufung von extremen Extremfällen nicht einschloss.

Das unserem Denken explizit oder implizit zugrundeliegende Modell basiert auf der Annahme der Normalverteilung von Ereignissen, das heisst, der kontinuierlichen Verteilung der Wahrscheinlichkeit für das Eintreten von Ereignissen. Die Kontinuität erst erlaubt Aussagen (und damit Prognosen), dass etwas „sehr unwahrscheinlich“ oder „recht wahrscheinlich“ erscheine. Mit dem unterstellten Modell lassen sich Berechnungen anstellen und mögliche künftige Stresssituationen modellieren. So hat beispielsweise ein Börsentag, an welchem die Aktienkurse um 29 Prozent einstürzen, gemäss einem Paper von Mark Rubinstein, Professor für angewandte Investmentanalyse in Berkeley, bei einer (normalerweise zu beobachtenden) Volatilität von 20 Prozent eine Wahrscheinlichkeit von 10^{-160} . Seit bestehen unseres Universums (vermutlich etwa 20 Milliarden Jahre) hätte das Ereignis noch gar nicht stattfinden sollen. Man dürfte sich also sozusagen glücklich schätzen, so etwas überhaupt einmal erlebt haben zu dürfen. Die Wahrscheinlichkeit, dass wir dies (oder noch Schlimmeres) erleben, ist extrem gering. Nur: Es hat, gemessen an den Jahrmilliarden, vor ganz kurzer Zeit stattgefunden. 1987, beim legendären Crash.

Das wirkliche Problem liegt nun aber selbstverständlich nicht im Eintreten dieses Einzelereignisses von 1987 – das kann es eben schon geben, selbst wenn die Wahrscheinlichkeit extrem gering ist! – sondern in der objektiv feststellbaren Häufung von ähnlich schlimmen Ereignissen in den kurzen Jahrzehnten danach. 1998, 2001, 2007: Das ist zuviel des Schlechten. Oder anders gesagt: Die Aussagekraft

von Modellen, welche eine Normalverteilung unterstellen, ist gering. Die Modelle sind für unsere Belange unbrauchbar, ohne Erklärungsgehalt, sinnlos.

Die aus unserer Sicht einzigen ernsthaften Kritiker der Standard-Denkweise waren der Mathematiker Benoît Mandelbrot (*The (Mis)behavior of markets*, 2004) und der Ökonom Nassim Taleb (*The Black Swan*, 2007). Mandelbrot, den unser Bankhaus vor kurzem für eine Vorlesung in Zürich gewinnen konnte, hatte schon in den Sechzigerjahren auf die Diskontinuität der Wahrscheinlichkeitsverteilung von Preisen im Baumwollmarkt hingewiesen und, nachdem er in der Zwischenzeit die sogenannte Chaostheorie mitbegründet hatte, sich anfangs dieses Jahrhunderts erneut den Finanzmärkten zugewendet. Seine Warnung war klar: Risiken treffen gehäuft und viel öfter ein, als man denkt, sind aber spezifisch kaum zu prognostizieren. Mandelbrots Risikoverteilung bezeichnet man mit „wilder Zufälligkeit“ oder „wild randomness“. Man machte Mandelbrot den Vorwurf, seine Theorie bringe nichts, da aus ihr keine Prognosekraft abzuleiten sei. Als ob die Einsicht, dass es häufiger schlimmer zugehen kann als allgemein angenommen, nicht per se eine ernstzunehmende Prognose wäre!

Nassim Taleb hat mit seinem „Black Swan“ nicht nur nachgedoppelt, sondern die Erkenntnisse von Mandelbrot mit Theorie und Anwendungen unterlegt. Seine wichtigste Erkenntnis: „*Schwarze Schwäne*“ sind zwar relativ selten, aber nicht so unwahrscheinlich, wie man dies allgemein annimmt. Vielmehr *dominieren sie die Geschichte*. Die auf der Normalverteilung basierenden Modelle wie die Markowitz-Optimierung, das CAPM, die Black-Scholes-Formel, die Sharpe Ratio usw. sind allesamt unbrauchbar. Volatilität ohne Bezug auf unterschiedliche Zeitperioden ist kein taugliches Risikomass. Wetten gegen sogenannte unwahrscheinliche Extremereignisse können desaströs enden. Taleb rät in einem neueren Arbeitspapier (*Errors, Robustness, and The Fourth Quadrant*, 2008), eine Risikolandschaft zu erstellen und dabei vier Kategorien zu unterscheiden:

- Nämlich erstens eine Kategorie, der einfache und bewährte Strukturen zugrundeliegen und bei der das Eintreten der Ereignisse problemlos kalkulierbar ist. Der Kauf eines Sonnenschirms für den Garten anlässlich eines Winterschlussverkaufs gehört zu dieser Kategorie von Risikolandschaft, die Taleb als „extreme robust“ bezeichnet.
- In die zweite Kategorie gehören Risiken, bei der die Ereignisse zwar komplex erscheinen, die Wahrscheinlichkeiten des Eintretens aber überschaubar sind. Die von uns gemiedenen strukturierten Produkte mit von verschiedenen

Einflussfaktoren abhängigen Auszahlungsstrukturen (wie zum Beispiel die „Worst of“-Produkte, bei denen man am Ende entweder einen fixen Betrag, unter Umständen aber die am schlechtesten abschneidende Aktie erhält), die jedoch zu jeder Zeit garantiert an einem Sekundärmarkt handelbar sind, sind dieser Kategorie zuzuordnen. Gemäss Taleb ist sie „quite robust“.

- In die dritte Kategorie, ebenfalls „quite robust“, gehören einfach zu übersehende Strukturen, die aber leicht Opfer von Extremereignissen werden können. Wer ein Ferienhaus am Rande einer Rufe baut, wo schon „seit Menschengedenken“ keine Lawine mehr hinunterdonnerte, bewegt sich in dieser Risikokategorie.
- Der vierten und damit gefährlichsten Kategorie („not robust“) sind Risiken zuzuordnen, bei denen das Eintreten der Ereignisse von vielen Einflussgrößen abhängt und bei denen jegliche Wahrscheinlichkeiten kaum einschätzbar sind. Sehr viele politische Prozesse mit Resultaten jenseits der ökonomischen (und damit vorhersehbaren) Effizienz gehören in diese Kategorie, und leider damit auch die von politischen Prozessen definierten Rechte auf Leib, Leben, Hab und Gut. Es scheint nun aber auch, dass die Konstellationen an den Finanzmärkten weit weniger „robust“ sind, unter Umständen wegen der letztlich ebenfalls politisch begründeten impliziten Staatsgarantie zugunsten grosser Systemteilnehmer und den daraus resultierenden Verzerrungen jenseits jeder ökonomischen Effizienz.

Die grosse Frage ist nun aber, wie man das Nachdenken für die – in ihrer Relevanz absolut belangreichsten – Risiken der vierten Kategorie gestalten soll. Wenn die gängigen Modelle unbrauchbar sind, was soll dann an ihre Stelle treten? Wenn die lineare Extrapolation zu überoptimistischen Resultaten führt, was ist die Alternative dazu? Wenn man Risiken der vierten Art, die schwarzen Schwäne in seinem Leben, seinem Wirken und Wirtschaften, zwar nicht vermeiden, in ihrer Wirkung aber möglichst eingrenzen soll, wie kann man sie überhaupt erahnen? Denn ohne eine Ahnung dessen, was man eingrenzen soll, kann man das auch nicht tun.

Deduktives Denken, Logik allein genügt vermutlich nicht. Vielmehr gilt es das zu tun, was die Menschheit eigentlich schon immer gemacht hat, was aber durch Descartes und die Aufklärung immer mehr in den Hintergrund gerückt ist: Man muss Geschichten erzählen und weiterspinnen. Die vielen Mythen und Sagen, die heiligen Bücher, die Märchen der Gebrüder Grimm und aus Tausend-und-einer-Nacht: Auch aus ihnen, nicht nur vom logischen Ableiten her, ist der Stoff, aus dem wir

die Zukunft, ihre Chancen und Risiken, zu einer für uns vorstellbaren Zeit herleiten können.

Das mag gefährlich esoterisch tönen, ist es aber nicht. Denn wenn das Versagen der streng rationalen Methoden derart eklatant ist, wie es die Finanzkrise bewiesen hat, dann ist jegliche Überheblichkeit gegenüber vielleicht weniger wissenschaftlich aussehenden Methoden fehl am Platz. Es ist der Philosoph Paul Feyerabend (1924 - 1994), zu Unrecht als Anarchist der Wissenschaftstheorie abgetan, der auf das Ungenügen der rein logischen Herleitung hingewiesen hat und empirischen Methoden wieder ihren Platz zurückgeben wollte. Mit seinem „Anything goes!“ provozierte er seine Kollegen, um einem Theorienpluralismus den Weg freizumachen. Feyerabend war überzeugt, dass aus „Geschichten“ häufig Nützlicheres zu holen ist als aus gescheiterten Abhandlungen, und er gab, wenn wir es richtig sehen, auch gleich ein Rezept, wie mit Talebs vierter Kategorie von Risiken und dem Vorkommen von „Black Swans“ im persönlichen Umfeld umzugehen ist: „Was zählt, sind einige Freunde da und dort – das ist alles“. Ein einfacher und gleichzeitig genialer Rat, wie die Isolierung von Risiken vorzunehmen ist. Die Folgen der Nichtexistenz von echten Freundschaften, gerade bei perfekt rational optimierenden Vermögenden häufig zu beobachten, ist in ihren Auswirkungen beim Eintreten von Extremereignissen, seien sie medizinischer, familiärer oder monetärer Natur, nur allzu evident.

Wohlan, erfinden wir Geschichten! Versuchen wir, aus den derzeit so widersprüchlichen Vorgaben Szenarien zu entwickeln, die für unsere Dispositionen Sinn machen, oder die wenigstens als Geschichten ein wenig Unterhaltungswert hergeben.

3. Szenario I: das angenehme „schräge L“

Es steht ausser Frage, dass die Finanzkrise nicht nur einer Implosion des auf Überschuldung und Hyperaktivismus beruhenden Bankensystems gleichkam, sondern dass die lange Dauer völlig problemloser Finanzierungsverhältnisse auch auf der realen Seite Verzerrungen geschaffen hatte, die in der weltweiten Rezession nun korrigiert werden.

Am augenfälligsten wird das Phänomen einer solchen Verzerrung mit realen Konsequenzen sowie die Notwendigkeit einer realen Korrektur derzeit gewiss am Beispiel von Dubai. Dort sind die Folgen zu tiefer Schwellen für die Finanzierung von Projekten offensichtlich. Wer in aller Welt sollte denn an einem Ort, in welchem man sich während höchstens sechs Monaten im Freien aufhalten kann und in dem buchstäblich alles künstlich angelegt ist, die Tausenden von Büros, Hotelsuiten, Penthouses bevölkern und dafür Unsummen von Geld hinblät-

tern? Leerstände waren doch schon immer vorprogrammiert! Mit Kredit, sagt man, gewinnt man Zeit. Mit zuviel Kredit entstehen in zu kurzer Zeit zu viele unüberlegte Projekte. Das ist das Problem der zu hohen Verschuldung. Das war im amerikanischen Immobilienbereich so, das war in Dubai so, und das ist so in den Bilanzen verschiedener, vor allem europäischer Banken, die munter mit Dubai-Risiken vollgestopft worden waren. (Von den derzeit geschätzten 113 Milliarden Dollar Dubai-Risiken entfallen gemäss einer Schätzung von Morgan Stanley deren 87 auf europäische Institute, davon 50 auf britische. Wie war doch das mit den Granaten, die angeblich nie am selben Ort einschlagen?)

Der Finanzhype fand – und findet an bestimmten Orten der Welt immer noch – seine Entsprechung im Überschwang der Realwirtschaft. Diese Sicht der Dinge erklärt denn auch den zeitweisen Atemstillstand der globalisierten Wirtschaft, manifest geworden an den scharf eingebrochenen Frachtraten gegen Ende des Jahres 2008. Die Finanzkrise war Anlass, dass übermässige Luft aus der Weltwirtschaft entweicht, und weil solches schlagartig erfolgt, war und ist auch eine grössere Anzahl von Kollateralschäden unvermeidlich. Im grossen und ganzen aber *ändert sich*, abgesehen von dieser tektonischen Verschiebung nach unten, *am Grundgefüge* der Wirtschaft *wenig*, was bedeutet, dass ab etwa 2010, auf tieferem Niveau zwar, unvermindert weitergearbeitet werden kann. Der konjunkturelle Verlauf würde also einem schräggestellten „L“ gleichen: scharfer Abbruch, sanfte Erholung.

Auch die Rollen zwischen den einzelnen Wirtschaftsblöcken verändern sich nur unmerklich und ohne zusätzliche reale Krisenerscheinungen. Zwar wird in der Tendenz der amerikanische Konsument weniger wichtig werden, ist aber als Bezüger von Waren aus Fernost nach wie vor die dominante Kraft. Das zeigt sich nicht zuletzt an den immer noch deutlichen Handelsbilanzüberschüssen der asiatischen Länder gegenüber den USA. Europa wird seine lukrativen Aktivitäten im Export von Investitionsgütern wieder aufnehmen können. Jede in diesem Bereich tätige Unternehmung, die mit Kosteneinsparungen ihre Produktivität erfolgreich steigern konnte, kann auf diesem tieferen Umsatzniveau weiterexistieren; die Margen ziehen nach geraumer Zeit infolge erhöhten Nachfragedrucks wieder an. Insofern erscheinen auch die in den Aktienkursen vorweggenommenen Gewinnprojektionen nicht unrealistisch.

Für inflationären Druck reicht die Wirtschaftsentwicklung auf diesem tieferen Umsatzniveau und angesichts der Produktivitätssteigerungen aber nicht aus. Im Gegenteil, auf der Welt sind nach wie

vor riesige Überkapazitäten vorhanden, die jedem ernsthaften Preisdruck nach oben vorzeitig ein Ende bereiten. Weil in diesem moderaten Szenario kaum politischer Druck zu vermehrt protektionistischen Praktiken aufkommen kann, spielen auch regionale oder sektorielle Rigiditäten nur eine untergeordnete Rolle. Das bedeutet denn auch, dass die Notenbanken die Zinsen weiterhin und für längere Zeit tief halten können. Das Ende des „quantitative easing“, der extremen Liquiditätsversorgung des Systems durch eine Nullzinspolitik und durch eine Bilanzaufblähung seitens der Notenbanken, liegt noch in ziemlicher Ferne. Und da alle wesentlichen Notenbanken im System, das heisst das amerikanische Fed, die EZB und die Bank of England, alle mehr oder weniger dieselbe Politik verfolgen, gibt es auch keine schlagartigen Verschiebungen im Währungsgefüge.

Das Bankensystem profitiert in hohem Masse von der beschriebenen Geldpolitik der Notenbanken. Im wesentlichen können die Finanzkonglomerate sich zum Nulltarif verschulden und unter Eingehen von Kleinrisiken (sic!) über eine Mengenstrategie mühelos satten Ertrag erwirtschaften. Wer noch aufzuräumen hat, kann dies in Ruhe tun, alle ändern können bereits wieder zur gehabten Frivolität von übertriebenen Boni und politischer Arroganz zurückkehren.

Und Dubai? Und die von IMF-Direktor Strauss-Kahn kürzlich genannten noch einmal so vielen Milliarden an Abschreibungen, die im weltweiten Bankensystem notwendig sein werden? In einem Auf und Ab von Bangen und Hoffen schlingelt man sich durch; da und dort hilft wieder einmal eine der vorhandenen tiefen Taschen wie beispielsweise die Abu Dhabi Investment Authority, um eine Rückkehr in die Akutphase der Finanzkrise zu verhindern. Die westlichen Nationen, finanziell stark belastet aus der Finanzkrise hervorgegangen, beginnen sich demgegenüber mit dem neuen Schuldenniveau zu arrangieren. Da die Nominalzinsen vorderhand noch tief bleiben, hält sich der Zinsendienst in Grenzen. Durch fortwährendes Aufblähen der Notenbankbilanzen können auch die notwendigen Auktionen des Schatzamts immer wieder relativ mühelos über die Bühne gebracht werden.

Keine Frage: Bei diesem „Normalszenario“ handelt es sich um eine *Fortschreibung der Entwicklung* von 2009 in eine *etwas bessere Zukunft* hinein. Es steht in keinem wesentlichen Widerspruch zur Preisentwicklung an den Aktienmärkten; auch die tiefen Obligationenrenditen sind bei einem nicht allzu schräg nach oben geneigten „L“ nicht unbeeinträchtigt.

4. Szenario II: der rote Abgrund

Der steigende Goldpreis und die im Zuge der Dubai-Krise in die Höhe geschleunigten Kreditrisikoprämien für Staatshaushalte sind die ersten Anzeichen einer unaufhaltsamen Spirale, die im Abgrund des Untergangs der westlichen Industrienationen, in der Vernachlässigung ihrer ordnenden Funktionen im Innern und im Äussern, im Durcheinander von immer illusionärer werdenden Versprechungen an die Sozialpartner und effektiv nicht mehr vorhandener Kapitaldeckung, in verschärftem Protektionismus, ja, in der Neigung zu Enteignungen und zur Gewalt endet. *Abyssus ruber*, der rote Abgrund. Hervorgerufen durch die eklatante Zunahme der ohnehin schon zuvor fast hoffnungslos hohen Verschuldung der USA, Japans, Grossbritanniens, Deutschlands und anderer europäischer Länder im Zuge der Finanzkrise.

Die zusätzliche Verschuldung entpuppt sich im wesentlichen als unproduktiv, diene sie doch lediglich der Erhaltung der notorisch ineffizienten Strukturen im Finanzsystem, der Zementierung der durch die implizite Staatsgarantie gegebenen Pfründe für die grossen Finanzkonglomerate, der Fortschreibung verzerrender Effekte im Immobiliensektor und der kurzfristig orientierten Gesichtswahrung in der Industriepolitik (Automobilhersteller!).

Politische Fehler, namentlich auf Seiten der USA, verschärfen die Situation insofern, als es nebst allen ohnehin schon bestehenden Bedenken bezüglich der Schuldensituation Amerikas zu Massnahmen kommt, die ausländisches Kapital mehr und mehr davon abhalten, US-Schulden zu finanzieren. Der den schon sehr abschreckenden Plänen zur Reform des „Qualified Intermediary“-Systems nachgeschobene „Foreign Account Tax Compliance Act of 2009“ und der durch das amerikanische Erbschaftssteuerrecht gegebene Einbezug von ausländischen Besitzern an amerikanischen Wertschriften in eine Steuerpflicht mit hohen Progressionssätzen beginnen langsam, aber sicher die Finanzierungsbasis der Amerikaner zu erodieren. Der US-Dollar gerät zunehmend unter Druck, zumal auch gewichtige Stimmen im amerikanischen Inland wie der Bond-Spezialist Bill Gross und der Aktien-Guru Warren Buffett zu vermehrter Diversifikation geraten haben. An einem bestimmten Punkt der Währungserosion und unter dem Eindruck eines Crashes an den Obligationenmärkten – man akzeptiert weltweit die Bonität von Staatsschuldnern nicht mehr – müssen die Amerikaner zur absoluten Unzeit die Zinsen erhöhen.

Derweil wird die Welt von der *konjunkturellen Entwicklung* herb *enttäuscht*. Was man als Stabilisierung auf tiefem Niveau bezeichnet hat, entpuppt sich lediglich als Plateau vor einem nächsten Ab-

grund. Die Stimulierungspakete für Automobilkäufer und für Eigenheimbesitzer erweisen sich als teure Strohfeuer, mithin als eigentliche Fehlinvestitionen. Der US-Immobilienmarkt stürzt um weitere 20 Prozent ab, GM muss seine Produktion definitiv einstellen. In Europa werden namentlich die mittelständischen Unternehmungen, die sich in der ersten Phase der Krise so tapfer gehalten haben, regelrecht auf dem linken Fuss erwischt, haben sie doch gerade dazu angesetzt, die Produktion wieder hochzufahren. Angesichts der ohnehin schon angespannten Finanzsituation dieser Unternehmungen lassen sich Konkurse nicht mehr abwenden. Erratische Aktionen der Politiker sind nicht zu vermeiden, der Druck der Strasse auf die Wirtschaft nimmt zu und führt in vielen Fällen zu Gewaltexzessen.

Der Leuchtturm des Jahres 2009, die Volksrepublik China, erlebt 2010 eine der gefährlichsten innenpolitischen Krisen. Durch das Versiegen amerikanischer Importe müssen wesentliche arbeitsintensive Betriebe stillgelegt werden; es gelingt nicht, die Heerscharen von Arbeiterinnen und Arbeitern in andern Teilen Chinas zu absorbieren. Soziale Unrast ist die Folge und gefährdet immer mehr das zarte Pflänzchen eines aufstrebenden Mittelstandes. Ungewissheit lastet seither wie eine bleierne Wolke über dem asiatischen Koloss.

Und so weiter. Es bereitet nicht eben Freude, sozusagen als Kossalik die künftigen Schlachten von Stalingrad zu beschreiben. Aber Hand aufs Herz: Ist das alles und noch viel Schlimmeres denn wirklich auszuschliessen? Ein russischer Zukunftsforscher prognostizierte vor einiger Zeit einmal den Zerfall der USA und die Möglichkeit Russlands, Alaska zurückzuerkämpfen. Einmal abgesehen von der Möglichkeit, dass Frau Sarah Palin auf diese Weise russische Staatspräsidentin werden könnte – selbstverständlich erscheinen solche Szenarien oft als abstruse Spintisiererei. Allein, die Weltgeschichte ist voll von eigentlich nur irrationalen Vorgängen. Man kann aus unserer Sicht deshalb nicht genügend über die Folgen „roter Abgründe“ nachdenken. Es gibt sie, ja, geschichtlich gesehen gibt es fast ausschliesslich nur sie. Übrigens: *Abyssus abyssum invocat* – ein Fehler zieht den anderen nach. Auch Sprichwörter gehören zum überlieferten Schatz der Menschheit, wie die Mythen und Geschichten.

5. Szenario III: der goldene Osten

Für diese Geschichte knüpfen wir wiederum beim gestiegenen Goldpreis an. Dessen Preisanstieg rührt von heimlichen, doch stetigen Goldkäufen der Zentralbanken Chinas und Indiens her, die das Übermass an Währungsreserven in Dollar zu diversifizieren trachten, doch nicht nur das, die vielmehr

die Lancierung einer asiatischen Alternative zur bisher monopolistischen Reservewährung US-Dollar vorbereiten. Die Unterlegung einer solchen Währung mit möglichst viel Gold ist das eine, die Vorbereitung eines Marktes für chinesische Treasury-Bills über den Finanzplatz Hong Kong das andere. Die Chinesen, im Westen als blosser Nachahmer krass unterschätzt, haben nämlich als genaue Beobachter und hervorragende Wirtschaftswissenschaftler erkannt, weshalb der Euro seinen Platz als ernstzunehmende Reservewährung nie erstreiten konnte: weil ihm ein liquider Markt an risikolosen Papieren fehlt. Mit Hong Kong verfügen sie über eine versatile Plattform, sowohl ausgerichtet auf Finanzierung nach Innen, zugunsten der Investitionen in Mainland China, als auch nach aussen, zum globalen Finanzuniversum hin, das bekanntlich nach Diversifikationsmöglichkeiten dürstet, denn die zu Nullzinsen erhältlichen US-Treasury-Bills sind auf die Dauer doch etwas gar unattraktiv.

Derweil erfreuen sich die wesentlichen *Länder des Ostens* eines robusten *Aufschwungs*. Indien, dem schon immer durch eine starke Binnenwirtschaft geprägten Subkontinent, gelingt die Entkrustung wesentlicher interner Handelshemmnisse. Dank seinem angelsächsischen Hintergrund wird es mehr und mehr zum Klon Europas mit deutlich jugendlicherer Ausprägung. Infolge der geringen Verschuldung ist es den indischen Unternehmungen möglich, im angelaufenen Innovationsschub nicht nur mitzuhalten, sondern da und dort die Vorreiterrolle zu übernehmen.

China, das während langen Jahren als letzte Bastion des Realsozialismus seine Arbeiterschaft ausgesogen und mit den von ihr produzierten billigen Gütern die Welt und vor allem die USA überschwemmt hatte, begann im Jahr 2008 damit, über enorm ehrgeizige und extrem schnell durchgezogene Infrastrukturprojekte das auf der höchsten Ebene des Staates akkumulierte Volksvermögen zu verteilen. Die Millionen von Ingenieuren, Handwerkern, Arbeitern und Hilfskräften bringen es zu einem kleinen privaten Wohlstand und steigen in eine Art Mittelklasse auf. Deren Grösse entspricht anzahlmässig ungefähr der Bevölkerung der USA oder Europas. Gleichzeitig beginnen die Chinesen, vorsichtig die Umrisslinien eines sozialen Auffangnetzes zu knüpfen. Die Sparquote der Chinesen sinkt im Gleichschritt zu diesen Bemühungen; der Chinese ist beim Konsum angelangt. Das Regime, nominell kommunistisch, de facto eine Oligarchie mit monarchischen Zügen, kann sich dank des Wachstums, der einzigen Bestimmungsgrösse für politische Stabilität in China, ohne grössere Probleme halten.

Das nähere (Hong Kong, Taiwan, Südkorea) und fernere Umfeld (Indonesien, Philippinen, Australien, Neuseeland) profitiert vom chinesischen Aufschwung und der nachhaltig erscheinenden östlichen Stabilität in hohem Masse. Die ganze Region richtet sich auf die nun zur Realität gewordenen Gewichtsverschiebung in der Welt ein. Inwieweit allerdings auch sicherheitspolitische Schritte erfolgen, um die Dominanz der Amerikaner in dieser Weltgegend zu vermindern, bleibt noch offen.

Europa und die USA haben mit einem konjunkturellen „Double-Dip“ zu kämpfen. 2010 bricht die Wirtschaft ein zweites Mal ein, weil die Benachteiligung der westlichen Industrienationen wegen der hohen Staatsverschuldung und den überschuldeten Sozialsystemen nun offenkundig wird, Reformkräfte sich aber immer noch nicht richtig formieren können. So hat die neue Koalition in Deutschland den Steilpass des Stimmbürgers grandios verpasst und kämpft mühselig um Steuererhöhungen, anstatt dass sie das Land und seine Bürger endlich von der Last übertriebener Solidarität befreit hätte. Der Stern des amerikanischen Präsidenten ist längst verblasst; aus der erhofften Leader-Figur ist ein nicht mehr ganz ernstzunehmender Cheerleader mit wenig und ermüdetem Publikum geworden. Vom Asien-Boom profitieren nur jene Unternehmungen, die auch nach der ersten Phase der Rezession noch über genügend finanziellen Spielraum verfügten und denen es gelang, Banken zur Finanzierung notwendiger Investitionen zu gewinnen.

Denn eines hat sich gezeigt: Die Welt hat sich nicht nur wirtschaftsgeografisch verändert, vielmehr hat die Rezession von 2008/2009 auch eine weitere *technologische Revolution* nach sich gezogen. Kein Sektor, kein Markt, in dem noch dieselben Produkte in denselben Strukturen hergestellt oder vertrieben werden könnten. Vom Automobilbau über die Energiegewinnung und die Medien bis hin zu Finanzdienstleistungen haben die flexiblen, rasch agierenden Marktteilnehmer Terrain gewonnen, währenddem die alten Dinosaurier höchstens noch ihre Agonie zelebrieren.

6. Unentschieden

Welche Geschichte ist Ihnen am liebsten? Die dritte, weil sie von Optimismus und Fortschrittsglaube förmlich trieft? Moment mal – haben Sie sich schon überlegt, wie in einem solchen Szenario Ihre höchst persönliche Situation aussehen würde? Haben Ihre Kinder schon Mandarin erlernt? Haben Sie sich auf die relative und wohl auch absolute Reduktion der westlichen Wirtschaftstätigkeit eingestellt? Mithin sich von den Aussichten, von den auf Wachstum basierenden Sozialversicherungssystemen zu profi-

tieren, bereits verabschiedet? Haben Sie Ihre Lebensweise auf den absehbaren Vermögensverlust umgestellt? Und wie sieht Ihr Portefeuille mit Finanzanlagen aus? Ist die neue Welt genügend darin vertreten? Hat Ihr Berater die Notwendigkeit hoher Finanzkraft in seiner Aktienauswahl berücksichtigt? Wie gedenken Sie mit der Ablösung des US-Dollars als einziger Reservewährung umzugehen?

Abyssus ruber, roter Abgrund – kein Mensch kann es sich wünschen! Doch weil es im Bereich des Denkbaren liegt: Sollte man nicht wenigstens ein wenig Vorsorge leisten, um nicht völlig ungeschützt dazustehen, wenn es doch eintreffen würde? Schwierig, denn es könnte sowohl in eine tiefe Depression oder aber auch in eine Inflation, ja eventuell in eine Hyperinflation münden. Die Antworten darauf in Bezug auf Anlagen sind gegenläufiger Natur: Im einen Fall ist Liquidität das beste Rezept, im andern Fall gerade nicht. Das Szenario des roten Abgrunds ist zudem fast zwingend mit Enteignungen und möglicherweise mit physischer Gefährdung verbunden; die Möglichkeiten für individuelle Vorsorge sind sehr begrenzt. Der Wahl des Wohnorts kommt höchste Bedeutung zu. So konnte sich die Schweiz durch vergleichbare Abgründe der Weltgeschichte dank ihres bürgernahen Systems (und der damit verbundenen Beschränkung der Politiker zu extremen Aktionen) hindurchmanövrieren. Aber wird, will sie das auch künftig tun können? Wären Dubai oder Singapur allenfalls Alternativen? Oder eher Neuseeland?

Die Gedanken enden fast zwangsläufig beim „Normalszenario“, bei der Fortschreibung des Gehabten, obwohl wir wissen, dass es so nicht stattfinden wird. Es braucht viel, vermutlich allzu viel, bis man zum Punkt kommt, die wohlige Wärme des Gewohnten aufzugeben. Das ist auch begreiflich, vor allem wenn es um reale Fragen wie die Wahl des Wohnorts oder des Firmensitzes oder die Platzierung einer Produktionsstätte geht. Denn die Kosten, die Zelte abzurechen, sind enorm hoch, zumal die Unsicherheitsfaktoren des Neuen ja ebenfalls hoch sein können. Physische Präsenz ist ein Langfristprojekt, und man tut deshalb gut daran, die Nachhaltigkeit von Standorten an weltgeschichtlichen Dimensionen zu messen.

Anders sieht es aber in Bezug auf den beweglichsten aller Vermögensteile aus, das Finanzvermögen. Unter der Voraussetzung, dass man renditemässig nicht den letzten Rappen aus den Anlagen herauspressen will (oder aufgrund der Lebensumstände muss), ist man eigentlich ziemlich frei, *szenarienorientierte Dispositionen* vorzunehmen. Das betrifft, zum Beispiel, einmal die Frage, wo die

Vermögensverwaltung stattfinden soll. Die *verschiedenen Rechtssysteme* auf der Welt sind in verschiedener Weise verlässlich in Bezug auf Angriffe auf das Privateigentum. Im Hinblick darauf lohnt es sich, die Geschichte zu studieren. Nebst der pogromartigen Enteignung gibt es ja auch noch die facettenreichen fiskalischen Konfiskationsarten oder die möglichen Gefährdungen durch ein übertrieben bestücktes Rechtssystem mit allzu viel gierigen Anwälten und willfährigen Gerichten. Wenn sich die Anzeichen mehren, dass die Welt in Richtung des schlimmsten Szenarios abgleiten würde, raten wir dringend, die geografische Situation der Vermögensverwaltung zu überprüfen. Eine *Diversifikation* über verschiedene Rechtssysteme hinweg wäre möglicherweise nicht die dümmste Idee.

Bedeutend weniger kostspielig sind alle Massnahmen, die auf Portfolio-Ebene vorgekehrt werden können. Die Wahrscheinlichkeit, dass sich die Welt gewissermassen dreht, dass also der Ferne Osten an wirtschaftlicher Bedeutung hinzugewinnt, dass aber auch Länder Lateinamerikas wie Brasilien oder Chile über die kommenden Jahre deutlich zulegen werden, veranschlagen wir als relativ hoch. Entsprechend wird es notwendig sein, dass sich diese Entwicklungen in den Vermögensanlagen widerspiegeln. Dabei ist selbstverständlich darauf zu achten, dass die meist noch wenig liquiden und Begeisterungstürmen und Enttäuschungswellen besonders ausgesetzten neuen Märkte nicht unbezogen Aufnahme in den Portefeuilles finden, sondern dass die *Frage der Werthaltigkeit* gerade hier besonders insistent gestellt wird.

Schwieriger wird sich der Rückzug aus den gewohnten und zum Teil auch bewährten Anlagen des Terrain einbüssenden industrialisierten Westens gestalten. Vielfach wird aber ein solcher, namentlich bei Aktienanlagen von international gut diversifizierten Unternehmungen, gar nicht notwendig sein. Der geografische Diversifikationseffekt von BASF-, Holcim-, Nestlé-, oder Royal Dutch Shell-Aktien ist beträchtlich. Anders sieht dies aber auf der Seite der festverzinslichen Werte aus. Die als „Sicherheitsteil“ verstandenen Obligationen lauten sehr oft auf staatsnahe Unternehmungen mit längerfristig zum Teil fragwürdigen Geschäftsmodellen, man denke beispielsweise an gewisse deutsche Landesbanken oder an Unternehmungen der öffentlichen Versorgung. Ihre wirtschaftliche Leistungskraft ist geografisch oft schlecht diversifiziert; mithin hängen sie auf Ge-deih oder Verderben vom politischen Umfeld ab. Unter eigentlich allen drei Szenarien erscheinen sie als gefährdet. Der „Sicherheitsteil“ in den Vermögensanlagen gehört deshalb reflektiert, zumal die

Zinsen ja so tief sind, dass Kapitalgewinne auf diesen Positionen kaum mehr denkbar sind. Wir vermuten, uns bei den Nominalwerten in *Talebs viertem Quadrant* zu befinden.

Gold? Ohne jegliche Absicht, der Gefahr des Backtradings, das heisst der unfairen Bezugnahme auf eine erfolgreiche Empfehlung, zu erliegen, müssen wir auf unsere Überlegungen aus dem Jahr 2006 zurückkommen. Damals empfahlen wir, eine strategische Position Gold in der Höhe von 5 bis 10 Prozent des Gesamtvermögens sozusagen als „Notgroschen“ zu halten und, um ihn von künftigen Dispositionen zu verschonen, möglicherweise sogar in einem separaten Portefeuille zu isolieren. Daran ist grundsätzlich festzuhalten, auch wenn der Goldpreis heute ungleich höher liegt. Gold oder, als gedankliche Fortentwicklung unser Realwert-Portfolio („Realo“), haben Versicherungscharakter und sollen in diesem Sinne verstanden und behandelt werden. Nicht deren Wert ist entscheidend, sondern ihr Vorhandensein.

Der Philosoph Feyerabend hätte die Forderung, dass zwischen den Szenarien entschieden werden muss, ja auch nur, dass man ihnen Eintretenswahrscheinlichkeiten zuordnen möchte, als „öde“ bezeichnet. Nach Mandelbrot und Taleb wissen wir, dass dies nicht nur „öde“, sondern falsch sein könnte, und gerade wenn alle Welt es in derselben Weise tut, ist es falsch. Die auf solchen (und auch weiteren denkbaren!) Szenarien beruhenden Dispositionen sind nicht eindeutiger Natur. Anstelle einer Markowitz-Optimierung treten Konzepte mit bewusst eingebauten Ineffizienzen und *Reserven*. Der Methodenpluralismus hinterlässt Spuren. Unser Beruf als Berater in diesem Dschungel von Szenarien, möglichen Massnahmen und verschiedenen Denkmodellen wird ungleich anspruchsvoller als zuvor.

Bleibt noch, den „Schwarzen Schwan“ noch einmal kurz anzutippen, die nicht zu vernachlässigende Möglichkeit der totalen Katastrophe auf persönlicher Ebene also. Wie gesagt, hatte Feyerabend eine Antwort darauf: „Was zählt, sind einige Freunde da und dort – das ist alles.“ Wohl nicht zuletzt deshalb hat die Menschheit in ihrer Jahrtausende langen Geschichte Abschnitte im Jahr geschaffen, die dazu geeignet sind, diese letzte Rückversicherung der Freundschaft zu pflegen. In diesem Sinne wünschen wir frohe Weihnachtstage.

KH, 7.12.2009