



WEGELIN & Co.

PRIVATBANKIERS SEIT 1741

Anlagekommentar Nr. 277 vom 4. Juli 2011

Abgrund, Aussitzen, Adaptation: drei Szenarien

1. Kann es so weitergehen? Nein.

Szenarien sind Erzählungen über die Zukunft. Mit ihnen versuchen wir, das Künftige vorstellbar zu machen. Die simpelste Erzählung läuft darauf hinaus, dass alles so bleiben wird, wie es gewesen ist. In der kurzen Frist trifft dieses Szenario meistens zu, weshalb es sich auch grosser Beliebtheit erfreut, mittel- und langfristig jedoch führt es in die Irre. Nicht viel weniger simpel und in jedem einzelnen Fall auch zutreffend ist das Szenario, das auf John Maynard Keynes zurückgeht: „In the long run we are all dead – langfristig gesehen sind wir alle tot“. Es ist aber gleichzeitig auch kreuzfalsch, denn ausser bei einem Weltuntergang (ebenfalls ein Szenario ...) wird relativ selten gleichzeitig gestorben, so dass „es“ immer wieder weitergeht, völlig entgegen zu Keynes Prognose durchaus vital.

Wenn die Zeiten beziehungsweise die Geschehnisse nahelegen, dass der einfachen Extrapolation des soeben Gehabten selbst kurzfristig keine hohe Wahrscheinlichkeit zukommt und sie somit für unsere Entscheidungen irrelevant ist, dann müssen wir etwas reichhaltigere Zukunftserzählungen erfinden. Gleichzeitig gilt es aber auch, übermässige Komplexität zu vermeiden. Deshalb hat sich die Menschheit aus den Erfahrungen der paar hunderttausend Jahre ihrer Existenz einen archetypischen Schatz an Szenarien-Metaphern zurechtgelegt: Sintflut, goldenes Zeitalter, Odyssee, Purgatorium sind Begriffe, die sämtliche analytischen Beschreibungen in den Schatten stellen. Erfahrung und Vorahnung haben sich zu genetischer Prägung vereint, um uns auch in gefährlichen Zeiten handlungsfähig zu erhalten. Für eine Sintflut braucht es eine wasserdichte Arche, für eine Odyssee genügend Proviant und einen wachen Geist.

„Gefährliche Zeiten“ herrschen momentan, daran kann kein Zweifel bestehen. Die mit unglaublich viel billigstem Geld erzwungene Erholung der amerikanischen Konjunktur neigt trotz weiterhin unglaublich viel billigstem Geld zur Schwäche. Die Euro-Zone windet sich wie ein weidundes Tier, laufend infektiösen Staub aufwirbelnd, dass es zum

Lecken seiner Läsionen bald einmal die vielen Köpfe einer Hydra bräuchte und männiglich den Gnadenschuss erwartet. China scheint sich schwerzutun mit der Abkühlung von Konjunktur und überhitzter Investitionsfreude, die nebst Nützlichem gewiss auch viele untaugliche Projekte hinterlassen wird. Auf den arabischen Frühling will kein richtiger Sommer folgen, vielmehr ein sicherheitspolitischer Alptraum zwischen abgesetzten und verurteilten, abgesetzten und nicht verurteilten, nicht abgesetzten, dafür aber bombardierten, nicht abgesetzten und halbwegs tolerierten sowie nicht abgesetzten und mit aller Kraft unterstützten Potentaten. Das Problem: das vom Westen und von China so dringend benötigte Erdöl. Etwa 30 Prozent der jährlichen Produktion kommt aus dem arabischen Raum.

Was ist so gefährlich an diesen Zeiten? Dass in keinem der aufgezeigten Fälle – man könnte un schwer noch weitere beifügen – die Extrapolation des Gehabten eine sinnvolle Möglichkeit zu sein scheint. Oder weniger gestelzt gesagt: So kann es nicht weitergehen. Die Welt steuert auf *notwendige Entscheidungen* zu. Unsere Aufgabe ist es, herauszufinden, welche Wendungen sich anbieten, welche Wahrscheinlichkeiten ihnen zuzuordnen sind und welche Konsequenzen das alles für unsere eigenen (Vermögens-)Dispositionen haben könnte.

Vor knapp zwei Jahren unterzogen wir uns und damit natürlich auch unsere Leser einer ähnlichen Prozedur. Unter dem Eindruck der soeben halbwegs abgeklungenen Finanzkrise, dem schlagartigen Einbruch der globalen Handelstätigkeit und mit Blick auf die unsichere weitere Entwicklung kreierte wir damals drei Zukunftserzählungen: das „Schräge L“, den „Roten Abgrund“ sowie den „Goldenen Osten“. Wir wollen unsere neuen Szenarien an diese drei gehabten Geschichten anknüpfen und müssen deshalb noch einmal kurz auf sie zurückkommen.

2. Simultanes Eintreffen – mit Nuancen

Waren die drei Szenarien falsch? Selbstverständlich. Das sind Szenarien immer. Die echte Geschichte ist immer irgendwie anders und vor allem: verwickelter. Eigentlich dachten wir damals, die drei Zukunftserzählungen, nämlich „Schräges L“,

eine sanfte konjunkturelle Erholung bei gleichzeitigem Durchmogeln durch alle ungelösten Restanzen aus der Finanzkrise, „*Roter Abgrund*“, gleichbedeutend mit einer sich immer rascher drehenden, in ausweglose Schlünde mündenden Schuldenspirale westlicher Staaten mit einhergehender politischer Unrast, sowie „*Goldener Osten*“, das heisst ein ungebremses Binnenwachstum in Fernost bei gleichzeitig kräftiger Nachfrage nach westlichen Ausrüstungsgütern, würden sich gegenseitig mehr oder weniger ausschliessen. Idealerweise sollten Szenarien immer solcherart entwickelt sein, denn nur als echte Alternativen erzeugen sie genügend Gestaltungskraft für strategische Entscheidungen. Wir hätten uns aus rein sachlogischen Gründen damals kaum vorstellen können, dass mehr oder minder alle drei Szenarien miteinander, beziehungsweise vielleicht eher: nebeneinander, stattfinden könnten.

Dieses simultane Eintreffen ist nun aber just der Fall und begründet letztlich auch die Notwendigkeit, dass wir heute, weil zu vieles noch nicht entschieden ist, aber zur Entscheidung drängt, nicht ohne weiteres zur einfachen Extrapolation übergehen können, sondern erneut nach – sich gegenseitig tunlichst ausschliessenden – Erzählungen suchen müssen. Auch sie werden wiederum „falsch“ sein. Aber vielleicht, hoffentlich, weniger falsch als die einfache Geschichtsforschreibung oder als gar keine Vorstellung.

Die Vermischung verschiedener Szenarien hat es mit sich gebracht, dass die eine oder andere Entwicklung etwas nuancierter ausgefallen ist. So trifft das „Schräge L“, das eher mühselige Aufrappeln nach der tiefen Rezession von 2008/09 zwar für viele Industrienationen zu, namentlich für die USA, Japan und einen Teil Europas, nicht aber für die uns besonders interessierenden Länder Deutschland und die Schweiz. Diese zwei sehr auf den Export ausgerichteten Volkswirtschaften profitieren seit geraumer Zeit von der ausgeprägten Investitionsneigung Chinas. Der starke Schweizerfranken vermochte den wirtschaftlichen Erfolg des Alpenlandes bis anhin nicht wesentlich zu bremsen; Zulieferfirmen mit Exportziel Europa (zumeist Deutschland) ächzen zwar unter den Auswirkungen des harten Frankens, von einem währungsbedingten Einbruch kann aber keine Rede sein. Auf dem Schweizer Arbeitsmarkt herrscht Mangel; wo noch vor einem Jahr mit Kurzarbeit operiert werden musste, wird heute Überzeit verordnet und müssen offenbar Lehrlinge im Ausland rekrutiert werden. Ja, in gewissen Bereichen dürfte die Schweiz einer Überhitzung zusteuern: So viele Baukräne wie heute hat man schon lange nicht mehr gesehen. Die Zinsen sind zu tief, Kapital ist zu billig.

Deutschland verzeichnet, ganz im Gegensatz zu den Neunzigerjahren des letzten Jahrhunderts, aber auch im Vergleich zur günstigen Weltkonjunkturlage von 2003 bis 2007, erstmals wieder ein echtes Binnenwachstum. Der Exporterfolg hat die Zuversicht nun auch im Innern geweckt, am besten sichtbar an den Konsumzahlen und im Bau. Endlich rechnet man seitens des Finanzministeriums wieder mit steigenden Steuererträgen. Die mit Sicherheit horrend teuer werdende Energiepolitik scheint die aufgekommene Freude noch nicht zu trüben. Vielleicht will auch ganz einfach das breite Publikum noch nicht so recht daran glauben, denn die derzeitige deutsche Politik ist ja zu raschen Wendungen imstande.

Doch auch der „*Abyssus Ruber*“, der rote Abgrund, ist mittlerweile um einige Nuancen reicher geworden. So stehen – nominell gesehen – Griechenland und andere wacklige europäische Schuldnerländer wie Irland, Portugal und Spanien zwar immer noch als sogenannt zahlungsfähig da. Die vorhergesagte Pleite konnte also recht lange hinausgezögert werden. Im Gegenzug wurde die ganze Rettungskolonie der Euro-Zone an den Rand des Abgrunds manövriert. Noch erstaunlicher und letztlich am bedrohlichsten ist aber gewiss der Umstand, dass die selbst für den abgebrühtesten Kommentator als Hort der Stabilität gewählten Vereinigten Staaten seit einigen Monaten unter strenger Beobachtung durch die Ratingagenturen stehen.

So ist des Dollars Schwäche zum rettenden Strohalm für den Euro geworden. Die von Währungsreserven (vornehmlich in US-Dollar ...) überquellenden Chinesen haben soeben der Euro-Zone ihre Hilfe zugesprochen. Insgesamt aber erscheinen die zwei vormals unangefochtenen Reservewährungen Dollar und Deutsche Mark in ihrer heutigen Verfassung nur noch als Abglanz aus einem fernen goldenen Zeitalter. Sie widerspiegeln den Verlust an Glaubwürdigkeit, den das bislang einseitig westlich geprägte und beherrschte Finanzsystem in den letzten Jahren erlitten hat. Und das ausgerechnet in der Zeitperiode, in welcher auf der realen Seite der Wirtschaft der Ferne Osten ohnehin den Westen zu überflügeln ansetzt. „*Abyssus Ruber*“ hat dem Eintreffen des dritten Szenarios „*Goldener Osten*“ massiv Momentum verliehen.

3. Realität geworden: Szenario „*Goldener Osten*“

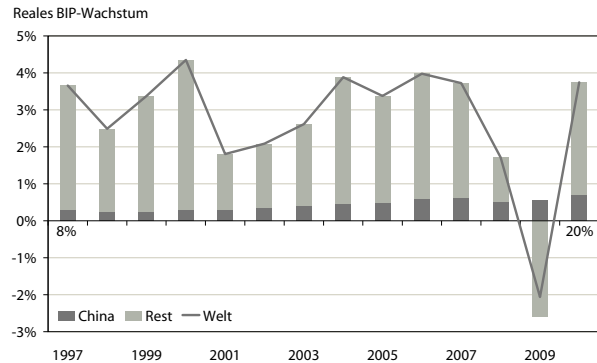
Das Szenario „*Goldener Osten*“ können wir deshalb getrost fallen lassen. China, Indien und die Entourage von Ländern, die mit diesen Riesen immer stärker in einer Art innerasiatischem Binnengeschäft verwoben sind, machen heute einen selbstverständlichen und auch immer selbständiger

werdenden Teil der Weltwirtschaft aus. Wenn wir künftig über die Weltkonjunktur sprechen, dann wird es haltlos sein, lediglich (wie bis anhin bei vielen Kommentatoren üblich) auf die USA zu schauen und auf Europa als deren Seitenwagen. Die USA sind zwar nach wie vor das politisch und militärisch mächtigste Land der Welt, die *wirtschaftliche Vorherrschaft* ist ihnen jedoch *abhanden* gekommen; noch verfügt der amerikanische Kapitalmarkt über eine überlegene Attraktivität, nicht zuletzt dank seiner hohen Liquidität. Regulatorische Risiken, welche letztlich auf eine Art Sonderbesteuerung von Kapitalmarktteilnehmern durch Anwaltskanzleien, Revisionsgesellschaften, Staatsanwälte, Gerichte und den Fiskus hinauslaufen, untergraben aber diese amerikanischen Vorteile laufend und mit zunehmend negativen Auswirkungen.

Derweil etablieren sich vormals den „Emerging Markets“ zuzurechnende Finanzmärkte, wie zum Beispiel jener Südkoreas, Singapurs oder Hong Kongs, zu wahren Anziehungspunkten für Kapital. Der relative Nachteil dieser Länder just im regulatorischen Bereich hat sich durch die Erosion von Eigentumsrechten und marktwirtschaftlichen Freiheiten im Westen verringert. Die Welt hat sich mit anderen Worten nicht nur auf der Seite von realen Gütern und Dienstleistungen gedreht, sondern auch und gerade beim Finanzsystem. Gute Nachrichten für all jene, denen eine diversifizierte Welt zupass kommt, schlechte Nachrichten für die bisherigen Monopolisten. Es könnte sein, dass sie es schon nicht mehr sind.

Dass wir die gewichtige Teilnahme Asiens als Gegebenheit und nicht mehr lediglich als mögliches Szenario behandeln müssen, sei mit einer Grafik zur Entwicklung der weltweiten Bruttowertschöpfung sowie mit einer anekdotischen Anmerkung unterstrichen. Bei der Entwicklung des chinesischen BIP fallen zwei Phänomene auf: einerseits die eindruckliche prozentuale Zunahme von 8 auf 20 Prozent Wachstumsbeitrag am Welt-BIP, andererseits die erstaunlich tiefe Volatilität des Wirtschaftswachstums. Ohne den chinesischen Beitrag wäre das Jahr 2009 noch katastrophaler ausgefallen! Ist solches auf die Länge durchzuhalten? Die skeptischen Stimmen mehren sich. Im wesentlichen wird sich die Frage stellen, wie China zu einem Gleichgewicht von Investition, Produktion *und* Konsum finden kann. Abrupte Entwicklungen wären fatal: So würde ein Einbruch der chinesischen Investitionstätigkeit lange Gesichter unter anderem in Deutschland und der Schweiz nach sich ziehen.

Chinas Stärke in Zahlen ausgedrückt



Bemerkung: Reales Welt-BIP in US-Dollars (2005)
Quelle: Landert Family Office

Die anekdotische Anmerkung betrifft ein Referat des chinesischen Gesandten bei der UNO in Genf, das dieser anlässlich einer Investorentagung unserer Bank zum Thema „Nachhaltigkeit“ gehalten hat. Vom sehr Vielen und häufig Unverständlichen, das bisher zum Thema CO₂ gesagt wurde, hoben sich die Ausführungen von Herrn He Yafei durch Prägnanz, aber auch klaren Mitbestimmungswillen hervor. Der in der Hierarchie offenbar ziemlich hoch einzuordnende Chinese sprach nicht nur makellosoes Englisch, sondern vor allem auch Klartext, wie man ihn von westlichen Politikern nur noch selten zu hören bekommt. „Der Westen braucht uns nicht zu belehren“, so nicht nur die Botschaft des Diplomaten, sondern eigentlich eine Tatsachenfeststellung. – Die Welt hat sich gedreht. Gewöhnungsbedürftig, aber nicht mehr zu leugnen.

Bleibt noch, zum Thema „Goldener Osten“ ein Wort zu *Japan* beizufügen. Entgegen landläufiger Meinung glauben wir *nicht*, dass die vergangenen zwanzig Jahre für dieses in verschiedener Hinsicht einzigartige (und deshalb auch schwer zu analysierende) Land als „*verlorene Jahre*“ bezeichnet werden dürfen. Gewiss, das Bruttoinlandprodukt stagnierte. Dies, obwohl die international tätigen Unternehmungen mit dem Rest der Welt nicht nur mithielten, sondern in vielerlei Hinsicht auch besondere Erfolge verzeichneten. So ist im Automobilbau Japan bezüglich Hybridtechnologie weit fortgeschritten, in der Robotik nimmt Nippon eine Spitzenposition ein. Die Stagnation Japans betrifft das Innenverhältnis. Just dort orten wir aber eine Chance, die in den kommenden Jahrzehnten wieder zu einem Vorsprung führen dürfte: Die japanische Gesellschaft hat sich auf das Demographie-Problem eingerichtet, besser als Europa, vor allem aber auch besser als die durch alternde Bevölkerung und Übergewicht geplagten USA. Die Kaffeemaschine, welche bei Nichtbenutzung durch einen alten Angehörigen den Verwandten eine SMS an den Arbeitsplatz schickt, mag als Spielerei

abgetan werden. Dahinter steckt aber die Idee einer nicht vergesellschafteten Verantwortung für die Pflege der Alten. Japan ist dem von „Entitlements“, Ansprüche an die Gesellschaft, übervollen Westen in Bezug auf die Demographiefrage um zehn, zwanzig Jahre voraus. Dass nun Pensionierte bei der Sanierung des havarierten Atommeilers Fukushima zum Einsatz gelangen, mag diese Erkenntnis noch unterstreichen. – Wir bleiben bei der früher geäußerten Meinung, nach dem ersten Schock werde es in der japanischen Wirtschaft zu einem positiven Fukushima-Effekt kommen.

4. Absturz: noch nicht erfolgt, aber ...

Wenden wir uns, unter Kenntnisnahme des Faktums der Welt-Erweiterung durch die fernöstlichen Nationen, nun dem naheliegendsten Szenario zu, dem „Roten Abgrund“. Es wird, mit den besprochenen Nuancen zwar, weitgehend unverändert aus unserem zweijährigen Repertoire übernommen. Die Erzählung für „Abyssus Ruber 2.0“ lautet folgendermassen:

„In der Finanzkrise wurde bekanntlich deutlich, dass eine Anzahl westlicher Banken, darunter vor allem auch grosse Konglomerate sowie staatsnahe Institute, im wesentlichen eine dysfunktionale Geschäftstätigkeit aufwiesen, indem sie margenarme, *angeblich risikolose* Transformationsfunktionen mit absurd hohem Verschuldungsgrad auf eigene Rechnung wahrgenommen hatten. Nachdem als Kreditsubstrat amerikanische Hypothekarschulden nicht mehr zur Verfügung standen, begann man sich auf *angeblich risikolose* Staatsschuldner zu konzentrieren. Dabei standen die landeseigenen Notenbanken und die Europäische Zentralbank (EZB) zu Gevatter, indem sie dieses Kreditsubstrat bereitwillig zur Belehnung entgegennahmen. Anstatt am für die Volkswirtschaft wichtigen Kreditgeschäft für den Privatsektor zu verdienen, konnten die besagten Institute über den beschriebenen Carry-Trade die Wunden der Finanzkrise auszuheilen beginnen. Das Geschäft mit *angeblich risikolosen*, grosszügig belehnten Staatsschulden griff um sich. Insbesondere deutsche und französische Banken bauten Klumpenrisiken mit Schulden europäischer Staaten auf, die EZB als ultimative Gläubigerin ebenso. Ihre Bilanzsumme verfünffachte sich zwischen 2008 und Ende 2010. Schlimmer noch: Der deutsche Ökonom Hans-Werner Sinn vermutet Mitte 2011 zusätzlich noch rund 380 Milliarden Euro gefährdetes Staatsschuldensubstrat („Target-2-Kredite“) im Umfeld von EZB und nationalen Notenbanken.

Angeblich risikolos: Bis zur Finanzkrise gab es innerhalb der Eurozone zwischen den einzelnen Schuldernationen kaum nennenswerte Risikoprämien. Griechenland und Portugal und Irland

und Spanien und Italien konnten während sehr langer Zeit zu denselben Konditionen Geld leihen wie die besseren Schuldner Deutschland, Holland oder Frankreich. Erst im Verlauf des Jahres 2009 kamen im Markt handfeste Zweifel an der Schuldfähigkeit der betreffenden Länder auf. Die Länder der Euro-Zone und die EZB reagierten mit gross angelegten Finanzierungshilfen auf die Krise, nannten dies „Rettungsschirm“ beziehungsweise „Hilfspaket“, zunächst für Griechenland, später für Irland und Portugal, zielten dabei aber vor allem auf die eigenen Banken ab. Den betreffenden Ländern wurden und werden laufend Austeritätsprogramme abgenötigt, um die Märkte doch noch von der Ernsthaftigkeit der Bemühungen zu überzeugen. Die ultimativ höchste monetäre Instanz, der Weltwährungsfonds (IMF), dem man soeben gleich auch noch die Finanzministerin von Frankreich als Nachfolgerin für den ausgerutschten Chef Dominique Strauss-Kahn anbefohlen hat, wird tief ins europäische Staatsschuldengeschehen involviert. Der IMF darf das laut Satzungen zwar eigentlich gar nicht, doch der Ernst der Lage gebietet Pragmatismus.

Indes, die Märkte zeigen sich von allen Bemühungen wenig beeindruckt. Der Grund liegt in der Weigerung der zuständigen Organe, die strukturellen Mängel der Einheitswährung zuzugeben und auf eine diese Strukturfehler bereinigende Lösung hinzuarbeiten. Nebst dem namentlich in Griechenland zu beobachtenden und als Zielobjekt der Austeritätspolitik heraufstilisierten Schlendrian wird zum Missfallen der Märkte die unüberbrückbare Heterogenität der Länder der Euro-Zone totgeschwiegen. Die durchschnittliche Korrelation des Wirtschaftswachstums der verschiedenen Länder der Euro-Zone beträgt für den Zeitraum von 1980 bis 2010 knapp 0,6. Länder wie Griechenland oder Portugal pflegen einen völlig von der Euro-Zone abgekoppelten Zyklus. Zwar hat sich dank der massiven Zinshilfen seit der Einführung des Euro ein etwas grösserer Gleichschritt ergeben. Von Homogenität kann aber keine Rede sein. Dies zeigt sich insbesondere auch an den Produktivitätsdifferenzen, welche strukturschwächere Länder praktisch zur Wettbewerbsunfähigkeit verurteilen. Die Märkte bezweifeln deshalb zurecht, dass sich die schuldenschweren Länder ohne die klassischen Sanierungsmittel des Schuldenschnitts und der Abwertung retten können.

Gleichermassen bezweifelt auch die Öffentlichkeit in den betreffenden Ländern immer mehr den Sinn der Massnahmen. Auf Kapitalflucht, Wegzug der Reichen und Jungen folgen Unruhe und Umsturz. Was die Euro-Zone immer vermeiden wollte, den Domino-Effekt, wird infolge ausgebliebener Sanierung nun zur Tatsache. Auf die Zahlungsunfä-

higkeit der kleineren Länder folgt jene der zwei grösseren Staaten Spanien und Italien, und da diese Länder gewichtige Garanten im Europäischen Rettungsfonds hätten sein müssen (Italien: 80 Milliarden Euro für den EFSF, Spanien deren 52 von insgesamt 440 Milliarden Euro Garantiesumme), gerät das ganze Rettungskonstrukt aus den Fugen. Politische Unruhen suchen nach Zusammenbrüchen einiger Grossbanken auch Deutschland und Frankreich heim; wegen Uneinigkeit über die Zukunft des Euro kommt es zu einem Eklat zwischen Paris und Berlin. Die europäische Friedensordnung steht am Abgrund.

Derweil hat sich an den weltweiten Bondmärkten ein unaufhaltbar erscheinender Zusammenbruch ereignet. Nebst aller Unbill aus der Euro-Zone sind sich die Marktteilnehmer nämlich auch noch bewusst geworden, dass die äusserst kurzfristige Laufzeitenstruktur von US-Treasuries zu einer unerträglichen Belastung des Kapitalmarkts bei der Refinanzierung geführt hat. Sowohl die EZB als auch das Fed müssen wohl oder übel die Zinsen erhöhen. Die projizierten Zinslasten für die öffentlichen Schuldner lassen selbst die Unbekümmerten erstarren. Es wird nach und nach klar, dass während allzu langer Zeit eine – beileibe nicht nur die kleinen Schuldernationen betreffende! – faktische Insolvenz als vermeintliches Liquiditätsproblem bekämpft worden war.“

5. Lohnendes Warten und Hoffen

Die zweite Story basiert auf der Beobachtung, dass sich während der Finanzkrise die Beinahe-Pleiten von grossen Banken mit genügend grosszügiger Liquiditätshilfe durchaus bekämpfen liessen. Dies lässt sich *ad libitum* fortsetzen:

„Abgesehen von Lehman Brothers, einem ungewollten Unfall, und von jenen Instituten, welche solventen Banken zwangsweise einverleibt worden waren, konnten sich die allermeisten Häuser in der Zwischenzeit erholen. Dies dank nach wie vor rekordtiefer Zinsen und der Möglichkeit, sich bei den Notenbanken problemlos zu refinanzieren. Die konstant positive Zinskurve lässt einmal mehr die quasi *risikolose* Fristentransformation zu.

In Notenbankkreisen ist die Einschätzung der eigenen Glaubwürdigkeit so gross, dass man sowohl die auf dem Programm „Quantitative Easing 1“ als auch die auf dem nachfolgenden „QE 2“ beruhende Vervielfachung der eigenen Bilanz durch Aufkauf von inländischen Anleihen beziehungsweise die resultierende Verwässerung des Eigenkapitals als problemlose Nebenerscheinung hinnimmt. Den Kursverlust gegenüber Gold oder der Fluchtwährung Schweizerfranken steckt man mit dem Hinweis weg, da seien ohnehin nur Spekulanten am

Werk. Irgendwann gelte es, ihnen mittels einer Tobin-Steuer, also einer fiskalischen Bestrafung unbotmässiger Transaktionen, das Handwerk zu legen. Die Entwürfe für einen entsprechenden Beschluss der G20 liegen längst vorbereitet in den Schubladen, man wartet nur noch einen besonders schlimmen Spekulationsfall ab, um diesem Markteingriff vor dem Publikum genügend Momentum zu verleihen.

Selbstverständlich nimmt man die Staatsschuldenkrise in Europa mit etwelcher Sorge zur Kenntnis, ist allerdings der Ansicht, dass bei Vermeidung jeglichen Anscheins eines Staatsbankrotts mittels genügend grosszügig ausgelegter Rettungsschirme dem Problem beizukommen sein müsste. Den Kritikern, die solches Vorgehen als masslos bezeichnen und vor inflationären Folgen warnen, wird der Vorwurf entgegengehalten, dass sie mutwillig an den Errungenschaften der Einheitswährung rüttelten und letztlich die Friedensordnung in Europa in Frage stellten. Es brauche lediglich während genügend langer Zeit genügend Wirtschaftswachstum, dann ergebe sich die Sache sozusagen von selbst. „Regenerierendes Aussitzen“, so lautet unser zweites Szenario deshalb.

Die Befürchtungen, aufgrund der kurzfristigen Laufzeitenstruktur für die Ausstände des amerikanischen Schatzamts sei mit Stresserscheinungen am Kapitalmarkt zu rechnen, werden als übertrieben bezeichnet. Wenn man den Wortlaut der jüngsten Rede des Fed-Gouverneurs Ben Bernanke genügend genau gelesen habe, dann sei klar, dass sich die amerikanische Notenbank zur Refinanzierung bestehender Treasury-Schulden alle Möglichkeiten offengehalten habe. Insofern könnte, so einige Experten, von einer Art „QE 3“ gesprochen werden. Als besonders günstig wird der Umstand erachtet, dass auf globaler Ebene die *deflationären Kräfte* nach wie vor *dominieren* und somit trotz den unangenehmen Erhöhungen der Rohstoffpreise keinerlei Inflationsdruck aufzukommen vermag. Der *Fortführung der Tiefstzinspolitik* steht somit nichts im Wege, zumal die „Kerninflationrate“, die zwar mit der vom Durchschnittsamerikaner gefühlten Teuerung an der Benzinzapfsäule wenig zu tun hat, auf tiefem Niveau verharrt. Den Statistikern sei Lob und Dank. Zum „Aussitzen“ gehört auch ein gerüttelt Mass an Perzeptions-Tuning.

Zurück zu Europa: Hier erfährt die Idee der Vereinheitlichung des Währungsraums regelrechten Schub. Die Staatsschuldenkrise hat ja geradezu beispielhaft aufgezeigt, dass bezüglich Harmonisierung der Wirtschafts-, Sozial- und Steuerpolitik noch vieles im Argen liegt. Eine Zentralisierung der Entscheidungen sowie die Gewähr, dass dem „Sozialdumping“ durch Definierung sozialpoliti-

scher Mindeststandards ein Riegel geschoben werden kann, beflügelt die Anhänger einer homogenen Euro-Zone. Es wird im übrigen aufs Heftigste bedauert, dass das Vereinigte Königreich diesen Anstrengungen ablehnend bis passiv gegenübersteht. Von der Schweiz erwartet man den Nachvollzug der sozialpolitischen Mindeststandards und fordert eine Angleichung der Steuerpolitik an das europäische Niveau. Das Rosinenpicken müsse ein für allemal ein Ende finden; das Alpenland könne nicht einseitig von der europäischen Schuldensanierung profitieren.

Was die durch die Vereinheitlichungspolitik verursachten Wohlstandsverluste und Kostensteigerungen für europäische Produkte betrifft, ist man zuversichtlich, durch gezielte Brandmarkung von Sozialdumping in Schwellenländern den Güter- und Dienstleistungsmarkt soweit zu disziplinieren, dass dieses Marktversagen obrigkeitlich eliminiert werden kann. Mit Protektionismus habe das selbstverständlich nicht im Geringsten etwas zu tun. Da die solchermassen stipulierte Hinwendung zu „europäischen Gütern aus europäischer Produktion für europäische Konsumenten“ doch nach und nach inflationäre Folgen nach sich zieht, wird in Brüssel die provisorische Installierung einer Preisüberwachung in Erwägung gezogen. Die europäische Notenbank wird den Leitzins erst erhöhen, wenn sich dieses Mittel der Inflationsbekämpfung als ungenügend erweist.“

6. Unterschätzte Feedbackmechanismen

Beim dritten Szenario dürfte man Gefahr laufen, missverstanden zu werden. Dies in zweierlei Hinsicht: Erstens könnte diese Zukunftserzählung den Anschein erwecken, lediglich Kompromiss zwischen dem Szenario „Abgrund“ und „Aussitzen“ zu sein, mithin keine echte Alternative darzustellen. Zweitens könnte der Verdacht aufkommen, es gehe hier um reines „Durchwursteln“, und dieses könnte sich sogar als erfolgreich erweisen. Wir sind dezidiert anderer Ansicht: Durchwursteln wäre kein Szenario. Die Befreiung der (westlichen) Welt von einem Übermass an Verschuldung, das De-Leveraging, ist unumgänglich. Bei Szenario 1 erfolgt dies in einer tiefen politischen und gesellschaftlichen Krise und damit einhergehenden Konfiskationen, bei Szenario 2 mittels Zeitgewinn und darin eingebauter wirtschaftlicher Erholung. Szenario 3, die „Rapid Adaptation“, will auf ein Phänomen hinweisen, das es in dieser Verbreitung und Intensität noch nie zuvor gegeben hat und das über das Potential verfügt, eine eigenständige Geschichte zu gestalten:

„Noch nehmen wir nur bruchstückhaft zur Kenntnis, welche immensen Veränderungen die modernen Kommunikationsmittel nach sich ziehen.

Wenn wir über „Facebook“ und „Twitter“ reden, dann denken wir fälschlicherweise nur an den mutmasslich ziemlich irrelevanten Austausch zwischen Teenies. Was wir übersehen: welche Gestaltungskraft mittlerweile diese und andere „Social Media“ in Bezug auf die öffentliche Meinungsbildung erlangt haben. Es braucht nicht „Wikileaks“ zu sein, um Missstände oder Fragwürdiges aufzudecken – nein, die öffentliche Debatte über alles Mögliche und Unmögliche findet laufend auf breiter Basis statt. Längst sind die Zeiten vorbei, in welchen gnädige Redaktoren über Leserbriefspalten der öffentlichen Meinung eine kleine Chance einräumen konnten (oder auch nicht). Die öffentliche Meinung hat sich auf weltweiter Basis emanzipiert.

Systemtheoretisch bedeutet dies, dass die relativ wenigen, weil seit langen Jahren eingespielten und damit auch höchst beeinflussbaren, gesellschaftlichen *Feedback-Schleifen* ständig ergänzt, wenn nicht sogar ersetzt werden durch faktisch viel wichtiger werdende, sehr direkte Beeinflussungsmechanismen. Vor Monatsfrist wagten wir eine in diese Richtung zielende Interpretation der panarabischen Aufstände. Wie von unsichtbarer Hand geleitet, erfolgten bekanntlich an ziemlich unzusammenhängenden Orten vergleichbare Aufstände, denen nach wie vor eines gemeinsam ist: die breite Abstützung durch eine erstaunlich gut informierte Masse. Das ist neu. Früher war die Masse tumb.

Heute wagen wir – innerhalb einer Zukunftserzählung ist das wohl legitim – noch einen Schritt weiterzugehen. Bekanntlich brüten wir seit Monaten über dem Phänomen, dass es in der europäischen Schuldenkrise sozusagen zwei Wirklichkeiten, sozusagen Parallelwelten, gibt: die eine, beschönigende, von Brüssel und Luxemburg und Frankfurt und Berlin sorgsam gepflegte Sicht, dass mit den europäischen Stabilitätsanstrengungen das Staatsschuldenproblem gelöst werden könne; die andere, marktbasierende, realistische Sicht von trotz allen Stabilitätsanstrengungen exorbitant hohen Zinsen für die hochverschuldeten Länder sowie Credit Default Swap (CDS)-Prämien, welche unverändert von hohen Wahrscheinlichkeiten für den Bankrott nicht nur eines, sondern mehrerer Staaten ausgehen. Hier ist ein von aller Schönrederei völlig unbeeinflusster Feedback-Mechanismus am Werk.

Damit ein Feedback aber wirksam ist, muss er auf *adaptationsfähige* und *-willige Objekte* treffen. Hierin liegt nun das wirklich Interessante und Neue an Szenario 3: Die Objekte passen sich an! So vermied es bis anhin die Euro-Zone zwar geflissentlich, den Begriff „Umschuldung“ zu verwenden. Seit einigen Wochen ist aber von

„Reprofiling“ der griechischen Staatsschulden die Rede. Darunter wird genau das Gleiche wie „Umschuldung“ verstanden. Bis anhin vermied es die Euro-Zone mit allen Kräften, die Zahlungsunfähigkeit, den „Default“, Griechenlands als Faktum hinzunehmen. Alle Anstrengungen zielen just in die andere Richtung, und dies mit gutem Grund, weil dadurch ja urplötzlich eine Menge von Bewertungsdifferenzen namentlich in Bankbilanzen bereinigt werden müssten. Anstelle von „Default“ spricht man seit einigen Wochen dafür von einer „freiwilligen Teilnahme“ privater Gläubiger (damit sind vorab Banken gemeint) an einem „Reprofiling“. Phantastisch! Wenn der Staat von „Freiwilligkeit“ spricht, dann ist de facto ohnehin das Obligatorium gemeint. Oder anders gesagt: Ohne dass es so gesagt wird, vollzieht die Euro-Zone derzeit den Konkurs Griechenlands.

Nun wird man einwenden, diese klammheimliche Adaptation der Euro-Zone erfolge nicht rasch genug, und hinreichend sei sie auch nicht. Das trifft durchaus zu. Die Systeme (darunter namentlich jene, die alles getan haben, um sich demokratischer Beeinflussung zu entziehen) müssen erst noch die Adaptationsfähigkeit erlernen. Die Tatsachen sprechen aber für sich: Die Anpassung findet statt. Darauf aufbauend könnte man den folgenden weiteren Verlauf der Erzählung erfinden: Bis zum Herbst 2011 haben die europäischen Banken das Impairment (die Bewertungsberichtigung) für die Schulden Griechenlands, Portugals und Irlands „freiwillig“ vollzogen; am Markt und damit in jenen Bilanzen, welche auf Marktwerten beruhen, fand der Abschreiber bekanntlich schon früher statt und ist längst verdaut.

In der Zwischenzeit etabliert sich in der EU unter dem Druck emanzipierter italienischer und spanischer Internetforen eine Kraft, welche eine „realitätsbezogene“ Agenda fordert. Darunter wird im Klartext eine Währungsteilung entlang des Produktivitätsgefälles in der EU gefordert. Obschon von den Hauptstädten und selbstverständlich von Brüssel vehement verworfen, nistet sich der Gedanke bald einmal im öffentlichen Diskurs ein. Wie im gehabten Fall der Zinsdifferenzen und CDS-Prämien hochexponierter Schuldnerländer beginnen die Finanzmärkte, die Aufteilung der Euro-Zone vorwegzunehmen. Die Volatilität des Euro gegenüber anderen Währungen nimmt weiter zu, an den Obligationenmärkten kommt es zu Verwerfungen, währenddem interessanterweise italienische und spanische Aktien zu einer Hausse ansetzen. Im Frühling 2012 präsentiert der Vorsitzende der Euro-Gruppe Juncker die Wortkreation „dualharmonisches Europa“.

Die „Adaptation“ macht weder Halt vor den expliziten Schulden Europas noch vor dem innereuropäischen Produktivitätsgefälle, sondern nimmt sich auch und vor allem der durch demographische Gegebenheiten und haltlose Versprechungen des politischen Systems entstandenen impliziten Verschuldung an. Unter dem Titel „Aktives Alter“ werden die westlichen Pensionssysteme grundlegend entschuldet, mit dem Begriff „Schlanke Gesundheit“ das öffentliche Gesundheitswesen auf ein finanzierbares Mass zurückgestutzt. Die USA verzichten mittels eines Kongressbeschlusses mit dem Namen „Capital Market Advocacy Program (CMAP)“ auf den im Jahr 2010 verabschiedeten und zur Einführung im Jahr 2013 vorgesehenen kapitalmarktfeindlichen „Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA)“. Der Welt geht es im Jahr 2014 deutlich besser, als es 2011 noch zu befürchten war.“

Zu rosig? Illusionär? Vermutlich ja. Aber die Idee, dass allen gegenläufigen Beteuerungen zum Trotz unter dem neuerdings viel höheren Druck der Internet-Öffentlichkeit (einer Art Neuausgabe der direkten Demokratie ...) relativ bald auf das relativ Richtige eingeschwenkt wird, hat etwas Bestechendes. Eine zentrale Messgrösse, ob wir mit diesem Szenario rechnen können, stellt für uns das Zinsgefüge dar. Werden sich die Obligationenmärkte angesichts der Tatsache, dass die Notenbanken ihr Vertrauenspotential in gefährlicher Weise aufs Spiel gesetzt haben, innert nützlicher Frist durchsetzen? Die Wiedererlangung der Glaubwürdigkeit kann *nur* auf dem Wege deutlich *höherer Zinsen* erfolgen. Aufgrund der fahrlässig kurzen durchschnittlichen Laufzeit vieler öffentlicher Schulden müsste die zu erwartende Belastung des Kapitalmarkts eigentlich recht bald eine solche Adaptation auslösen, wenn der Spielraum der Notenbanken zur Schaffung zusätzlicher Liquidität erschöpft ist.

7. Ist guter Rat teuer?

Bleibt, den drei verschiedenen Zukunftserzählungen eine Wahrscheinlichkeit zuzuordnen. Ein gefährliches Unterfangen, zumal auch ein auf mittlere und längere Fristen ausgerichteter Kommentator vor Tagesschwankungen nicht ganz gefeit ist. Realistischerweise müssen wir wohl davon ausgehen, dass Szenario 2, die Fortsetzung der Liquiditätsschwemme zwecks Zeitgewinn und Problemerledigung mittels Wachstum, weiterbetrieben wird. Die institutionellen Anreize weisen fast ausschliesslich in diese Richtung, darunter der bei einem Scheitern oder vorzeitigen Übungsabbruch drohende Gesichtverlust. Da das Szenario aber unseres Erachtens auf einer Reihe illusionärer Annahmen beruht – darunter ganz gewiss die

absurd gewordene Idee vom „risikolosen Schuldner“ Staat – muss eigentlich fast täglich mit dem Abgleiten des Finanzsystems in eine neuerliche Krise im Sinne des „Abgrunds“ gerechnet werden. Szenario 2 trägt die Achillesferse von Szenario 1 unweigerlich mit sich. Demgegenüber könnte sich das Szenario 3, die erstaunliche und erstaunlich rapide Adaptationsfähigkeit, relativ eigenständig entwickeln, ja mehr noch: Man könnte sich noch mitten in Szenario 2 wähnen, während immer mehr Evidenz für die Adaptationsfähigkeit an die Oberfläche tritt. Nicht nur mit Begriffen à la „Reprofiling“ oder „freiwillige Teilnahme“, sondern mit Fakten wie einem deutlichen Zinsschritt nach oben.

Für den Anleger präsentiert sich die Lage nicht besonders komfortabel. Beginnen wir bei den *Aktien*. Im Szenario „Abgrund“ werden sie zwar nominellen Kursturbulenzen ausgesetzt sein, könnten aber möglicherweise aufgrund des Realwertgehalts eine der wenigen Rettungsmöglichkeiten darstellen. Szenario 2 könnte demgegenüber ein ewig erscheinendes, zielloses Auf und Ab wie während den letzten 20 Jahren in Japan bedeuten. In Szenario 3 werden die Aktienmärkte zur Durchsetzung der öffentlichen Meinung „gebraucht“. Bei ruppiger Volatilität wären insgesamt deutliche Höherbewertungen zu erwarten, denn die strukturellen Probleme, welche die Aktienmärkte in den letzten Jahren immer wieder belastet haben, würden ja nach und nach aus dem Wege geräumt.

Im *Währungsbereich* präsentiert sich die Lage nicht wesentlich besser. Weil das Eintreten des Szenarios „Abgrund“ für die Euro-Zone doch deutlich konkreter ist als für den US-Dollar, müsste davon ausgegangen werden, dass in der Krise allen strukturellen Schwächen des Greenbacks zum Trotz die ultimative Fluchtwährung die amerikanische wäre. In Szenario 2 schaukeln sich die beiden Währungen vermutlich eher gegenseitig nach unten; Szenario 3 lässt dagegen ein Wiedererstarken der Währungen der westlichen Welt und damit auch eine Retablierung der Glaubwürdigkeit der Kapitalmärkte zu.

Im *Zinsbereich* würde der „Abgrund“ am Ende zu einem abrupten Zinsanstieg in den verbliebenen Währungen führen, währenddem beim Liquiditätswunder im Szenario 2 die Zinsen selbstredend über alle Laufzeiten tief blieben. Für Szenario 3 ist ein Zinsanstieg dagegen konstitutives Element.

Was tun? Guter Rat ist vielleicht gar nicht so teuer. So lange dem „Abgrund“ nicht eine verschwindend geringe Eintretenswahrscheinlichkeit zugesprochen werden kann, bleiben wir bei unserer Empfehlung, im Sinne einer Versicherung bis zu etwa dreissig Prozent eines Vermögens bewusst realwertorientiert investiert zu haben. Negativ ausgedrückt bedeutet dies in diesem Teil des Vermögens einen bewussten Verzicht auf Versprechungen aller Art, sei es durch Staaten, Banken, Versicherungen, Notenbanken oder andere Instanzen, die sich durch das Abgeben von Versprechungen definieren. Maschinen zur Herstellung von Eiscrème, Telefonnetze, Minen, Öl- und Gasfelder sind handfesterer Natur.

In den Szenarien 2 und 3 gehen demgegenüber die Instanzen, die Versprechungen abgeben können, nicht unter. Entsprechend „klassischer“ darf auch die Vermögensallokation sein. Wenn es den Notenbanken gelingt, ihre Glaubwürdigkeit trotz unvermindert hoher Liquiditätsvergabe aufrechtzuerhalten, dann können sogar weiterhin noch mittel- bis längerfristige Obligationen ihren Dienst tun, zumal alles andere im festverzinslichen Bereich ja kaum rentiert. Für Szenario 3 könnte dieser Obligationenteil jedoch allenfalls durch Aktien mit hoher Dividendenrendite ersetzt werden, vorausgesetzt, man erträgt die der „Adaptation“ inhärente Holprigkeit des Prozesses.

Wie auch immer: Wenn es um Entschuldung, um De-Leveraging in beschriebenem Ausmasse geht, dann kommen die wesentlichen Risiken für das Vermögen ohnehin nicht von irgendwelchen durch Feinsteuerung der Allokation beeinflussbaren Kursverluste daher, sondern durch versteckte oder auch offene *Konfiskation*. Echte Vermögensberatung bezieht dieses widerliche Teilszenario mit ein. Solcherart Rat wäre dann vielleicht etwas teurer, das entsprechende Handeln ohnehin.

KH, 4.7.2011