

## RISIKO STATT SCHACH

Zwar sind Kriege selten Ursache von Bärenmärkten. Dennoch könnte der Ukraine-Konflikt der Auslöser für eine längere Phase der Unordnung bei Inflation und Zinsen sein. Die Zeiten werden weniger berechenbar und anspruchsvoller.

«**L**a Conquête du Monde» – so hiess das Brettspiel, das in den frühen Jahren des kalten Krieges von einem französischen Filmregisseur erfunden und später unter dem Namen «Risiko» weltbekannt wurde. Bis heute hat es einen festen Platz auf den Listen der beliebtesten Gesellschaftsspiele. Mehrere Spieler versuchen, Gebiete auf einer Weltkarte zu erobern, indem sie Truppen sammeln, strategische Entscheidungen treffen, sich mit anderen verbünden und abwechselnd mit Würfeln gegeneinander antreten. Es sind nicht zuletzt Elemente von Zufall und Fortüne, die dieses Spiel unberechenbar machen. Meist stehen sich lange Zeit waffenstarrende Armeen auf der Karte bedrohlich gegenüber, bis jemand das Risiko eines Angriffs wagt. Je mehr Spieler um den Tisch sitzen, desto komplexer die diplomatischen Verhandlungen und unübersichtlicher die Szenerie.

Die Idee einer Eroberung von Territorien mit militärischen Mitteln erschien den meisten von uns während rund 30 Jahren eher für Brettspiele gemacht und lediglich eine ferne Erinnerung an ein hochgerüstetes 20. Jahrhundert, das als überwunden galt. Zwar gab es grausame bewaffnete Konflikte in Südosteuropa, Zentralasien und Afrika,

doch war in diesen Fällen keine der grossen oder kleinen Atommächte der Welt Aggressor oder direkte Kriegspartei. Mit dem brutalen Überfall Russlands auf die Ukraine am 24. Februar 2022 hat sich dies geändert. Erstmals seit Jahrzehnten führt eine Atommacht einen offenen Angriffskrieg gegen ein benachbartes, souveränes Land. Insofern ist es wohl nicht übertrieben, von einer Zeitenwende zu sprechen, die uns noch lange beschäftigen wird.

### Das Ende der Berechenbarkeit

Bis zum Fall der Berliner Mauer 1989 war die Welt von den Grossmächten USA und UdSSR geprägt. Diese belauerten sich jahrzehntelang in einem Gleichgewicht des Schreckens, ohne dass es zum offenen Krieg kam. Die Weltpolitik glich einem Schachspiel zwischen Giganten – anspruchsvoll, aber meist berechenbar. Erst recht berechenbar wurde die politische Grosswetterlage, als die USA nach dem Zerfall der Sowjetunion die Welt zu dominieren begannen. Die Rahmenbedingungen für Firmen und Unternehmer wurden noch stabiler, offene Märkte konnten sich global ausbreiten. Dies schuf in vielen Ländern Wohlstand und reduzierte die Armut – aller Kritik an den sicher ernstzunehmenden Nebenwirkungen von Globalisierung und amerikanischer Dominanz zum Trotz.

Doch das Ende der Hegemonie der USA begann sich laut dem bekannten Politologen Francis Fukuyama bereits mit der Finanzkrise 2007 abzuzeichnen. 2014 hielt Präsident Obama in einer Rede fest, dass die USA nicht länger als Weltpolizist agieren wollten. Multipolarität wurde das neue



Schlagwort in der Geopolitik. Vor allem China und Russland streben inzwischen nach mehr Einfluss. Indien, wegen seiner Nichtunterzeichnung des Atomwaffensperrvertrags offiziell keine Atom-macht, hat die Aufrüstung in den letzten Jahren stark forciert. Europa ist politisch konfus, aber wirtschaftlich stark und verfügt mit Frankreich und Grossbritannien über zwei kleinere Atom-mächte.

Wie bei «Risiko» wird die Sache verworrener, je mehr Akteure am Tisch sind. Ökonomen wissen dank der Spieltheorie: Konfliktsituationen mit zwei Akteuren haben gute Chancen auf eine Lösung – vor allem, wenn diese Informationen austauschen können und sich immer wieder sehen (müssen). Mit jedem zusätzlichen Akteur aber steigt die Komplexität und das (mathematische) Optimierungsproblem exponentiell an. Ein besonders eklatantes Beispiel aus der Geschichte ist die Art und Weise, wie Europa 1914 in den ersten Weltkrieg stolperte – von Christopher Clark in seinem Buch «Die Schlafwandler» 2012 brillant dokumentiert.

## Zentralbanken in der Zwickmühle

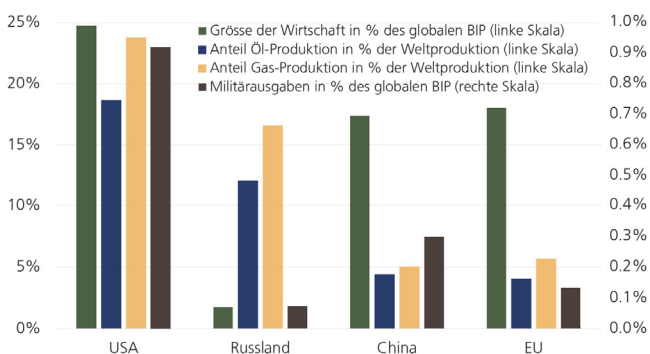
Bei aller Konsternation und Wut über den Krieg in der Ukraine haben wir den Eindruck, dass die Finanzmärkte seit Jahresbeginn stärker von etwas anderem bewegt werden, nämlich von Inflation und potenziellen Folgen für die Zinsentwicklung. Seit der Rückkehr der Inflation vor knapp einem Jahr wurden die Hoffnungen auf eine Beruhigung Monat für Monat enttäuscht. So dachte man Mitte 2021 noch, dass die Inflationsrate in den USA für 2022 bei etwas über 2% landen sollte, in der Eurozone bei etwa 1%. Bei Kriegsbeginn in der Ukraine lagen die Konsensprognosen gemäss Bloomberg für 2022 bereits bei über 6% (USA) respektive 5% (Eurozone). Dabei gab es in den ersten Wochen des Jahres 2022 nochmals einen Schub nach oben, was auch erklärt, warum die bisherigen Verluste an den Märkten bereits vor dem zumindest in seiner Dimension überraschenden Einmarsch Russlands in die Ukraine angefallen sind.

Unter erfahrenen Anlegerinnen und Anlegern ist bekannt, dass Kriege und politische Konflikte an den Börsen in der Regel nur kurze oder gar keine Rückschläge auslösen. Dies zeigt auch unsere Grafik auf der nächsten Seite für die letzten dreissig Jahre. Dabei fällt auf, dass selbst schlagzeilen-trächtige und tragische Zäsuren wie die Kriege im Mittleren Osten oder die Anschläge vom 11. September 2001 in den USA sich nicht als Wendepunkte hin zu einem Bärenmarkt entpuppt haben. Und blickt man noch weiter in die Vergangenheit, so gab es selbst während der Weltkriege Phasen, in denen an den Aktienmärkten erhebliche Marktgewinne zu verzeichnen waren. Auch wenn es zynisch erscheint: Konjunktur, Geldpolitik und Unternehmen prägen die Börse stärker als Kriege.

Aber wie ist dann die Lage mit Blick auf das Schlagwort einer «Zeitenwende» zu beurteilen? Da sind zunächst die unmittelbaren Auswirkungen auf die globalen Märkte, die sich primär aus Preisschüben für fossile Energien ergeben. Diese treffen auf eine Wirtschaft, die noch mit den Ausläufern der Corona-Pandemie (Stichwort: Lieferketten) und historisch hohen Schulden beschäftigt ist. Wer vor kurzem noch gehofft hatte, dass die Notenbanken eine Atempause erhalten würden, muss

### BEDEUTUNG DER ATOMMÄCHTE

#### USA SIND IMMER NOCH FÜHREND



Quelle: Weltbank; BP Statistical Review of World Energy 2021; Statista.

Auch wenn klar ist, dass sich die tektonischen Platten in der Geopolitik verschieben und vor allem China aufholt: Die USA bleiben – zumindest vorläufig – führend, wie auch unsere Grafik zeigt. Die Bedeutung Russlands beschränkt sich dagegen auf fossile Energien und Militär. Dies und die Erwartung, dass der Konflikt auf die Ukraine begrenzt bleiben wird, erklärt auch, warum der grosse Einbruch an den globalen Finanzmärkten bislang ausgeblieben ist. So legte der globale Aktienindex MSCI World seit Kriegsbeginn gar leicht zu.



nun mit anhaltenden Preissteigerungen rechnen. Gleichzeitig ist die Wirtschaft abhängig von billigem Geld, ein Entzug wird schmerzhaft. Anders als in den letzten Jahren (oder gar Jahrzehnten) können die Zentralbanken auf Krisen kaum mehr mit einer weiteren Geldflut reagieren. Sie sind jetzt in der Zwickmühle, die sie schon länger fürchten mussten. Gut möglich, dass der Ukraine-Krieg nun Auslöser (nicht Ursache!) für eine längere Phase der Unordnung in der globalen Geldpolitik ist, in der ständig wechselnde und widersprüchliche Signale bei Inflation und Zinsen für Unsicherheit und Volatilität sorgen. Und eine tendenziell steigende Inflation ist für Anleger, gerade auch für jene mit Bankguthaben und Obligationen, keine gute Nachricht.

KRIEGE UND WELT-AKTIEENMARKT SEIT 1990 (MSCI WORLD)

## KAUM REAKTIONEN



Quelle: Bloomberg. Abgebildet ist der Beginn ausgewählter Ereignisse.

In einer längerfristigen Perspektive kommen wohl Zeiten auf uns zu, in denen die Welt mehr dem eingangs beschriebenen «Risiko» ähnelt, mit mehreren kompromisslosen Akteuren. Der Krieg in der Ukraine ist dabei Symptom und Fanal einer sich schon länger abzeichnenden Entwicklung von Deglobalisierung und Missachtung internationalen Rechts. Auf der Welt gibt es viele potenzielle Konflikte mit einer ähnlichen Konstellation, der brisanteste ist sicher jener um Taiwan – nicht umsonst ist China die bislang grösste Unbekannte im Krieg um die Ukraine. Unsere Bank hat es bereits im Strategieplan von 2018 so formuliert: «Geographie wird wieder relevanter – das Vermögen sollte so verwaltet werden, dass auch im Falle extremer politischer Entwicklungen Substanz erhalten bleibt».

## Anspruchsvolleres Handwerk

Vermögensverwaltung ist Risikomanagement, erst recht in Zeiten hoher Unsicherheit. Das heisst nicht zuletzt, Verluste zu vermeiden, die sich nicht aufholen lassen. Was das bedeutet, sehen wir derzeit bei russischen und ukrainischen Vermögenswerten: Währungen, Obligationen, Aktien, Beteiligungen und Immobilien haben buchstäblich über Nacht einen Grossteil ihres Wertes verloren – wohl für sehr lange Zeit oder gar für immer. Vor diesem Hintergrund stellt sich in Zukunft vermehrt die Frage, wie es um Rechtssicherheit, den Respekt für Privateigentum und das politische Umfeld steht, in denen Anlagen juristisch und geographisch verortet sind. Diversifikation ist in unberechenbaren Zeiten zwar besonders relevant, sie muss aber auch besonders sorgfältig umgesetzt werden – optimal und bewusst statt maximal oder gedankenlos.

Krisenzeiten bringen immer auch Opportunitäten mit sich. Dies sollte aber nicht zu Aktivismus führen, zumal Angst rasch in Gier umschlagen kann. So erscheint es zumindest fraglich, ob jetzt wirklich der beste Zeitpunkt für einen Einstieg in Öl- oder Rüstungsaktien ist. Auf Dauer machen gerade die vermeintlich offensichtlichen Anlagen oft am wenigsten Freude – man denke nur an die einst so gefragten Impfstoffaktien. Auch mag manch einer angesichts von Krieg und Krise versucht sein, zum «richtigen» Zeitpunkt in die Märkte ein- und auszusteigen. Ein solches «Market Timing» funktioniert nach aller Erfahrung nicht. Im Gegenteil: in der Krise ist das Risiko von Fehlentscheidungen gar noch höher. Von grösseren Eingriffen in die Anlagestrategie raten wir deshalb ab.

Alles in allem stellen wir fest, dass extreme Entwicklungen auch weiterhin nicht sehr wahrscheinlich, aber auch nicht komplett unmöglich sind. In jedem Fall werden die Zeiten unruhiger: Zufall, Fortüne und mögliche Grossrisiken nehmen zu, die Dinge werden weniger berechenbar. Umso wichtiger ist eine einfache, verständliche, transparente und flexible Vermögensverwaltung. Unsere Tätigkeit wird anspruchsvoller – sie bleibt aber ein Handwerk, am besten solide und unaufgeregt.

—  
IA, 31.03.2022



## WERTE SIND PREKÄR

**J**a, wir alle haben uns getäuscht. Dass «es» wieder geschehen würde. In Europa. In dieser Brutalität. So unsinnig, hinterhältig, gemein. Ich selber muss bekennen, dass ich ganz konkret falsch lag in meiner Erwartung eines höchstens sehr begrenzten Feldzugs. Das Kräfteverhältnis sprach ganz klar gegen einen flächenmässig derart ausgreifenden Angriffskrieg der Russen; der mühselige Verlauf gibt mir indirekt recht. Aber was hilft's?

Gewiss, unter den Putin-Verehrern gibt es üble Figuren. Aber ist es vertretbar, dass man ihretwegen nun auf Errungenschaften der Aufklärung wie Eigentumsгарantie oder rechtliches Gehör oder unabhängige Richter verzichtet?

Wir täuschten uns auch in etwas Zweitem: der Widerstandskraft der Ukrainer. Es macht die Angehörigen dieser bislang marginal wahrgenommenen europäischen Nation zu sympathischen Helden. Wenngleich ihr relativer Erfolg die europäische Sicherheitslage kurzfristig prekärer macht als umgekehrt. Aber plötzlich wird uns allen klar: Hier wird für die Freiheit und das Selbstbestimmungsrecht gekämpft. Nicht nur der Ukrainer, sondern von uns allen, den Kindern der Aufklärung. Es sind unsere Werte, die akut angegriffen wurden.

Nur: Dann sollten wir diese Werte auch ohne Wenn und Aber leben. Gewiss, vieles machen wir richtig. Wir bieten den geflüchteten Frauen und Kindern aus dem Osten ohne viel Aufhebens Herberge. Weil sie schuldlos bei uns angekommen sind und weil sie auch wieder nach Hause wollen. Und wir unterstützen, nach Massgabe der Möglichkeiten, den ukrainischen Widerstand.

Gleichzeitig werden aber auch in bedenklichem Masse Grenzen überschritten, wo das nicht nötig

wäre. Anstatt dass Deutschland unter Inkaufnahme erheblicher Probleme die einzig wirksame Sanktion des schnellstmöglichen Stopps der Erdgas- und Erdöllieferungen aus und der Zahlungen nach Russland verfügen würde, hat man sich an den Devisenreserven der Russen vergriffen. Zuletzt tat man das mit den afghanischen Reserven, um die Taliban vom internationalen Bankensystem abzuschneiden. Früher war ein solcher Schritt absolut tabu, und darauf beruhte das Vertrauen in das internationale Finanzsystem und den US-Dollar als Welthandelswährung. Gutgemeinte Piraterie, die aber rasch einmal kontraproduktiv werden könnte, vor allem, wenn es für alles Mögliche und am Ende für Petitesse zur Usanz würde.

Sodann macht man nun Jagd auf die «Oligarchen». Gewiss, unter den Putin-Verehrern gibt es üble Figuren. Aber ist es vertretbar, dass man ihretwegen nun auf Errungenschaften der Aufklärung wie Eigentumsгарantie oder rechtliches Gehör oder unabhängige Richter verzichtet? Verraten wir dann nicht genau jene Werte, deren Missachtung wir dem russischen Potentaten vorwerfen?

«Not kennt kein Gebot» wird seit der «Not» der Covid-Pandemie etwas gar leicht ausgesprochen, und die sensationslüsternen Medien erfreuen sich natürlich jeder Hatz, jener auf Schuldige, aber leider auch jener auf Unschuldige. Das kann so nicht weitergehen.

Denn seien wir illusionslos genug: Was heute die samt und sonders so bösen «Oligarchen» sind, könnten morgen plötzlich die Reichen oder die Schweizer oder die alten weissen Männer sein.

Der Kampf um Freiheit im Osten Europas ist sehr bedeutsam und bewundernswürdig. Der Kampf um Freiheit und Grundwerte im Westen muss erst noch beginnen. Schlimm wäre, wenn wir uns in uns selber täuschen würden.

—

KH, 31.03.2022

