

1. Welchen Einfluss politische Ereignisse auf die Finanzmärkte haben

Als im Hochsommer 1990 irakische Panzer die kuwaitischen Grenzen überrollten, reagierten die Finanzmärkte äusserst gereizt. Und als im August 1991 das damalige sowjetische Staatsoberhaupt Gorbatschow für drei Tage auf der Krim gefangengehalten wurde, stürzten die internationalen Börsen, kaum hatten sie sich vom Golfkrieg erholt, wiederum um 8 % ab.

Und heute, zwei Jahre später, scheinen ähnliche politische Ereignisse ziemlich unbemerkt an den Finanzmärkten vorbeizugehen. Vor rund zwei Wochen war der russische Präsident Jelzin in höchster Bedrängnis. Die (aus kommunistischer Vorzeit stammenden) "Volksdeputierten" strengten ein Amtsenthebungsverfahren gegen ihn an. Die Möglichkeit einer bewaffneten Auseinandersetzung um die Macht in dem, was vom Sowjetimperium noch übriggeblieben war, lag in der Luft. Der Zustand der Ungewissheit hält trotz einer seither eingetretenen Entspannung an. Die internationalen Finanzmärkte reagieren höchstens mit einem Achselzucken auf die brisante Situation.

Ebenso hat der Machtwechsel von den Sozialisten zu den Bürgerlichen in Frankreich keine grösseren Reaktionen an der Pariser Börse ausgelöst. Angesichts des liberalen, wirtschaftsfreundlichen Programms hätte man ein wenig mehr Euphorie erwartet.

Am Rande von Mitteleuropa tobt ein brutaler Bürgerkrieg, dessen Ende aufgrund der hohen Komplexität ethnischer Gegebenheiten nicht abzusehen ist. Die internationale Staatengemeinschaft laviert zwischen Nichtstun, langfädiger und erfolgloser Diplomatie, humanitären Aktionen und militärischem Eingriff und zeigt insgesamt ein Bild eklatanter Handlungsunfähigkeit. Die Finanzmärkte kümmert dies alles überhaupt nicht.

Zwischen der Situation bis vor gut zwei Jahren und heute sind mit anderen Worten grosse Unterschiede in bezug auf die Sensitivität der Finanzmärkte auf weltpolitische Ereignisse festzustellen. Erstarrte früher die Welt bei jeglicher politischen Sonderentwicklung, so können wir heute eine recht weitgehende Nonchalance beobachten.

Worin liegen die Gründe für einen solchen Wandel?

2. Verminderter Stellenwert der Politik

Die schon bei früherer Gelegenheit dargestellte Veränderung des internationalen Umfeldes weg von der Bipolarität und hin zu einer komplexen Multipolarität ist von den Finanzmärkten offensichtlich nachvollzogen worden. Unser Globus wird nicht mehr von zwei Machtblöcken regiert bzw. in Atem gehalten. Die Stabilität eines globalen Systems, bei dem sich praktisch alle wesentlichen Entscheidungen nach Gleichgewichtsüberlegungen zwischen den zwei Subsystemen richtete, ist vorderhand vorbei. Die Welt von heute ist bei weitem diversifizierter geworden. Was in Hinterpommern geschieht, kümmert in Afghanistan nicht, was in Afghanistan passiert, hat weder Einfluss in Südkorea noch in Kuba, was Castro tut oder nicht tut, ist in Chile absolut nebensächlich, und die Entwicklung in Chile führt nicht mehr zu Massendemonstrationen europäischer Friedensaktivisten und hat auch keinen Einfluss mehr auf einen Nachrüstungsbeschluss der NATO.

In diesem Sinne gibt es keine weltpolitischen Zusammenhänge mehr, und weil es sie nicht mehr gibt, haben politische Ereignisse generell an Bedeutung verloren. Das gilt nicht nur für die Finanzmärkte, die auf diffus wirkende und in grosser Menge eintreffende Ereignisse wenig oder nicht mehr reagieren, es gilt darüber hinaus auch für die Weltöffentlichkeit. Mithin ist der ganze politische Sektor bedeutungsloser geworden.

3. Handlungsunfähigkeit allüberall

Dies widerspiegelt sich in der derzeitig vielfach zu beobachtenden, sehr weitgehenden Handlungsunfähigkeit von Regierungen. In Frankreich ist man in eine neue Runde der "cohabitation" eingestiegen. Ein mit grosser Macht ausgestatteter, aber alt werdender Präsident soll zusammen mit einer mit hohen Ambitionen antretenden, unter Erfolgszwang stehenden bürgerlichen Regierung das Land durch die Irrungen und Wirrungen europäischer Integrationspolitik steuern. In der Bundesrepublik Deutschland ist der Spielraum des Bundeskanzlers nach den unliebsamen Diskussionen um die Teilnahme an internationalen Aktionen in Jugoslawien nochmals geringer geworden. Angesichts der Rezession stehen schwierige Auseinandersetzungen mit den Sozialpartnern bevor, und allerorten verliert man aus finanziellen Gründen die Freude an der Wiedervereinigung definitiv. Gewichtige deutsche Steuerzahler verlassen das schlingende Schiff. Auch in Russland besteht so etwas wie eine "cohabitation" zwischen einem reformwilligen, aber ziemlich machtlosen Präsidenten und der wiedererstarkten, mittlerweile mafios gewordenen Nomenklatura. Im Hintergrund lauern der Militärapparat und das KGB, und niemand weiss, welche Rolle sie bei einem gewaltsamen Ausbruch der Auseinandersetzungen spielen würden. In Italien ist man nie ganz sicher, welche Minister wegen Bestechungsvorwürfen noch nicht in Untersuchungshaft sitzen. Von Handlungsfähigkeit kann keine Rede mehr sein.

Schliesslich sei dem Kommentarverfasser auch unbenommen, das ebenfalls unter den Obertitel "Handlungsunfähigkeit" einzureihende Schmierentheater (oder Trauerspiel) der Nachwahl in den Bundesrat der schweizerischen Eidgenossenschaft zu erwähnen. Dabei interessieren die im einzelnen getroffenen personellen Entscheide wenig, viel mehr aber die Art und Weise ihres Zustandekommens. Die an sich vorhandene bürgerliche Mehrheit in Parlament und Regierung hat sich dem Druck eines Kartells einiger wichtiger Medien und der vereinigten Linken praktisch widerstandslos gebeugt und zu allem Uebel noch zugelassen, dass die aufoktroyierte Bundesrätin mit dem Innenministerium betraut wird. Das Resultat wird eine Welle neuer Regulierungen und Einschränkungen des privaten Eigentums und der individuellen Freiheit sein und passt wie eine Faust auf's Auge angesichts der grossen wirtschaftlichen Probleme in unserem Lande. Aber es beweist, wie weit sich die "classe politique", beileibe nicht nur in der Schweiz!, vom effektiven politischen Handlungsbedarf abgekoppelt hat.

(Staatsbürgerliche Klammerbemerkung: Die Politik kann so unwichtig, wie sie im Moment offenbar genommen wird, sicherlich nicht sein. Gerade die Finanzmärkte könnten eines Tages nach langen Jahren der Unterbewertung politischer Fragen unangenehm überrascht aufwachen und merken, dass eine ihrer wichtigsten Grundlagen, nämlich die gesellschaftspolitische Stabilität, von Scharlatanen, Narren und Utopisten zerstört worden ist. Und was, im Kleinen und ganz speziell, für die Schweiz gilt, kann auch ganz allgemein für die Geschicke der Industriestaaten nicht falsch sein.)

4. Diversifikation notwendig - und nun auch möglich!

Die Folgerungen aus der Analyse dieser neuen Situation liegen auf der Hand. Wenn tatsächlich keine weltpolitische Kohärenz mehr besteht, also da und dort kleinere oder grössere Krisen entstehen können, ohne dass dies gewichtige Auswirkungen auf den Rest der Welt hätte, dann ist es nun auch möglich geworden, die längerfristigen Risiken besser zu verteilen. Für institutionelle Anleger wie Pensionskassen und Versicherungen ist dies von grösster Bedeutung. Ein institutionelles Vermögen ist vielfach sehr abhängig vom Gedeihen der im Hintergrund stehenden Unternehmung. Eigentum an Immobilien, die von Arbeitnehmern bewohnt werden, Darlehen an das eigene Unternehmen, aber auch eine ausschliessliche Anlage der Vermögenswerte in derjenigen Volkswirtschaft, in der die Unternehmung hauptsächlich tätig ist, können sich in schwierigen wirtschaftlichen Zeiten als äusserst problematisch erweisen. Ein anlagestrategisches Hinaustreten aus diesem eng vernetzten Kontext hingegen entschärft die Situation entscheidend.

Aehnliches gilt selbstverständlich auch für den privaten Anleger, wobei der Diversifikation in bezug auf Direktanlagen Grenzen gesetzt sind. Als Ersatzlösungen kommen Anlagefonds und derivative Produkte (wie der von & Co. zusammen mit dem Schweizerischen Bankverein vor kurzem

emittierte "South-East-Asia-GROI") in Frage. Der Entscheid zur Diversifikation spielt sich auf strategischer Ebene ab; es handelt sich um eine längerfristige Angelegenheit. Operative, das heisst kürzerfristige Ueberlegungen haben sich in diese strategischen Bahnen einzuordnen.

5. Facts versus stories

Es ist interessant, wie unabhängig von politischen Einzelkonstellationen sich auch die globale wirtschaftliche Situation entwickelt. Die Politik kann höchstens ver- oder entschärfend einwirken. So ist das Abgleiten Europas in eine sehr schmerzvolle Rezession vor dem Hintergrund der Europa-Euphorie abgelaufen, so musste vor zweieinhalb Jahren der Amerikaner zur Kenntnis nehmen, dass der glorreiche Sieg amerikanischer Truppen gekoppelt war mit einem wirtschaftlichen Desaster zuhause. Man tut deshalb gut daran, bei wirtschaftlichen Lagebeurteilungen in erster Linie auf Daten und Fakten zu schauen und nicht auf irgendwelche "stories", wie sie uns all die Wirtschaftsmagazine und Börsenbriefe auf-tischen.

Zur Beurteilung der gegenwärtigen Rezession und der Wahrscheinlichkeit, des Zeitpunktes und des Ausmasses einer Erholung sei an einige solcher Fakten erinnert. Das Wirtschaftswachstum in den Industrieländern betrug in den 60er-Jahren knapp 5 % (real), in den 70er-Jahren etwa 3,6 % und nach 1980 noch 2,9 %. Gemessen an diesen Zahlen erscheinen uns die Projektionen für ein Wachstum von deutlich über 3 % in den Jahren nach 1994 doch sehr optimistisch. Sie entsprechen aber dem Konsens der Konjunkturfachleute.

Wenn dann zudem davon die Rede ist, dass sich die Staatsdefizite in mittlerer Frist, relativ zum Brutto-sozialprodukt, verringern werden, die Arbeitslosigkeit ihren Höchststand erreicht habe, angesichts der wieder anziehenden Konjunktur auch erneut mit steigenden Zinsen zu rechnen sei, obwohl die globale Inflation nur 3 - 4 % betragen werde, dann sind einige zusätzliche Blicke auf die Faktenlage gewiss berechtigt.

Was ist von sinkenden Staatsdefiziten zu halten, wenn all-orts, namentlich aber in den USA, die Ansprüche an den Staat steigen und zusätzliches Staatswachstum generiert wird? Es kann nicht genug darauf hingewiesen werden, dass es letztlich nicht so sehr auf die Art ankommt, wie der Staat seine Ausgaben finanziert, also über erhöhte Steuern und Abgaben oder über zusätzliche Schuldenaufnahmen, sondern auf die Höhe der Staatsausgaben im Verhältnis zum ganzen Bruttosozialprodukt. Höhere Staatsausgaben wirken nur sehr kurzfristig stimulierend, später sind sie, da der Staat in der Tendenz zu mehr Ineffizienz neigt als der Privatsektor, eindeutig wachstumshemmend.

Auch in bezug auf die Arbeitslosigkeit bzw. eine Stabilisierung der Quoten sind Zweifel angebracht. In den Industriestaaten ist Arbeit über Gesamtarbeitsverträge oder Mindestlohn-garantien sehr stark zugunsten des Arbeitsplatz-besitzers kartellisiert (vgl. dazu NZZ vom 27./28.3.93). Die

Situation wird sich für die Industrieländer deshalb noch verschärfen, weil sich Schwellenländer nicht an diese Kartellnormen halten und dort die Arbeitskräfte deshalb markant billiger sind.

Das Nächste wird dann der Ruf nach Handelsbeschränkungen sein. Man hört ihn schon relativ penetrant aus den USA und aus Frankreich; praktiziert wird Protektionismus aber faktisch von allen Industrienationen gegenüber den alten und neuen Billigländern. Man bevorzugt es offenbar, den soeben frei gewordenen Osten mit Riesenbeträgen an Unterstützungsgeldern zu alimentieren. Wenn nur keine Produkte von dorther kommen! Kann aber in einem solchen widrigen Umfeld wirklich ein weltweiter Aufschwung Fuss fassen?

6. Kritischer als der Konsens

Unsere Prognose für die Weltwirtschaft ist also deutlich negativer als der Konsens der Konjunkturforscher. Dementsprechend sehen wir positiverweise aber bis auf weiteres auch keine grösseren Reflationierungsgefahren, und unsere Zinsprognose liegt, sieht man einmal vom US-\$ ab, klar tiefer.

Oft wird gefragt, ob denn der immense Bedarf an Geldmitteln durch die öffentliche Hand nicht zinstreibend sei und der Zinssenkungsrunde ein baldiges Ende verschaffe. Am Beispiel der Schweiz sei gezeigt, dass dies nicht zutrifft, wenn die Geldnachfrage des privaten Sektors entsprechend gering ist. Nach unseren Berechnungen hat die Kreditvergabe im Inland 1989 noch 52 Mrd. Franken betragen, 1992 handelte es sich noch um ganze 8 Mrd. Die Gesamtbeanspruchung von Kapital- und Kreditmarkt belief sich 1989 auf 101 Mrd. Franken, 1992 war es gerade noch die Hälfte. Das bedeutet nichts anderes, als dass der Rückgang des Geldbedarfs im privaten Sektor (Firmen und Haushalte) den Geldhunger der öffentlichen Hand bei weitem kompensiert hat.

Diese Aussage bedeutet allerdings nicht, dass durch die öffentliche Hand nicht doch eine Ausgrenzung der Privatschuldner stattfindet ("crowding out"). Die Problematik spielt sich auf dem Niveau der Kreditwürdigkeit ab. Nach wie vor gilt der Staat als sicherer Schuldner, und so werden eben Bundesfestgelder am PTT-Schalter gegenüber Kassaobligationen von Regionalbanken bevorzugt; der als weniger kreditwürdig eingestufte Schuldner muss mehr für sein Geld bezahlen. Am momentanen Zinsniveau bzw. am Trend zu Zinssenkungen ändert dies jedoch nichts.

In der Schweiz war die Zunahme der nominellen Geldmenge M1 mit 6 % im Januar 1993 erstmals höher als die Zunahme der Kreditvergabe. Das deutet auf eine reichlichere Geldversorgung durch die Schweizerische Nationalbank und auf das konjunkturelle Tief hin. Wir gehen aber nicht davon aus, dass die SNB den Geldhahn wie 1987 öffnen, sondern nehmen an, dass das Geldmengenwachstum nach wie vor unter Kontrolle gehalten wird. Konjunkturell sind vorderhand wenig Impulse zu erwarten, und insbesondere die Bauwirtschaft, die der Entwicklung normalerweise ohnehin hintennachhinkt, wird noch ein bis zwei schwierige Jahre zu überstehen haben.

7. Deutschland: tieferer Sturz als erwartet

Diese Aussagen bezüglich Zinsentwicklung und Geldmengenspolitik kann man weitgehend auf die Situation in der Bundesrepublik Deutschland übertragen. Interessant ist, wie sich die Prognosen der Auguren in den letzten 6 Monaten verändert haben. Bis Mitte letzten Jahres ging die Mehrheit noch von einem Wachstum des Bruttosozialprodukts von etwa 2,5 % für 1993 aus. Mittlerweile sind sie bei -1 % angelangt. Der Auftragseingang in der deutschen Industrie im letzten Quartal 1992 war mit -14 % gegenüber dem Vorjahresquartal noch nie so schlecht. Die Deutsche Bank rechnet für das laufende Jahr mit einem Wirtschaftswachstum von -1.8 %. Dies entspricht etwa auch unseren Erwartungen.

Die Deutsche Bundesbank könnte gezwungen sein, ihre Geldpolitik noch stärker zu lockern. Neuerliche Turbulenzen im europäischen Währungssystem würden diesen Prozess sogar beschleunigen. (Frankreich hat momentan 5 % höhere Realzinsen als Deutschland, und dies nur, um den Franc auf dem anvisierten Niveau zur DM zu halten. Lange kann das nicht mehr gehen!).

Ein Zinsniveau von 5 1/2 bis 5 3/4 % für längerfristige, erstklassige DM-Anleihen ist nicht unrealistisch, obwohl dann gewisse untere Grenzen im historischen Vergleich durchstossen würden. Die Rezession war in den letzten vierzig Jahren aber auch noch nie so schwerwiegend.

8. USA: die Medizin hilft (teilweise)

Für die USA ergibt sich ein etwas differenzierteres Bild, als nach der dreijährigen Stimulationspolitik nun einige Wirtschaftsbereiche effektiv etwas besser arbeiten. Dies trifft insbesondere für den Firmensektor und den Finanzbereich zu, da die Refinanzierungskosten gering sind. Problematisch ist nach wie vor der Immobilien- und der Bausektor. Die Rate der Leerstände von Bürogebäuden hat 20 % noch nicht unterschritten. Die Konsumausgaben sind im Vergleich zu früheren Aufschwüngen weniger treibende Kraft, wobei sicher ins Gewicht fällt, dass in der Rezession weniger als früher gespart wurde oder werden konnte.

Wir glauben nicht an eine deutliche Lokomotivfunktion der USA für die globale Konjunktur unter diesen Prämissen. Hingegen ist zu erwarten, dass das Fed allfällige fiskalpolitische Verschärfungen durch eine weiterhin grosszügige Geldpolitik kompensieren wird. Die Gefahr für drastische Zinserhöhungen ist deshalb vorderhand nicht allzu gross, gegen unten besteht aber auch wenig Spielraum mehr.

9. Währungen: kein Grund für grosse Umschichtungen

An sich würde der zeitliche Vorlauf der USA im Konjunkturzyklus für den US-\$ sprechen: bessere Konjunktur, höhere Produktivität, günstige Währung. Der Zinsnachteil gegenüber den europäischen Währungen und insbesondere gegenüber der DM setzt den Kursverbesserungen jedoch stets eine Obergrenze. Kurzfristig ist also eher mit einer Seitwärtsbewegung zu rechnen, von Änderungen in der deutschen Bundesbankpolitik hingegen dürfte der Dollar profitieren.

Das Verhältnis SFr. - DM ist insofern recht stabil, als die zugrundeliegenden Wirtschaftsdaten auch weitgehend dieselben sind. Eine sehr plötzliche Wende in der Politik der Bundesbank würde diese Stabilität in Frage stellen und die Schweizer Währung begünstigen. Wir erhöhen den DM-Block in unseren Portefeuilles deshalb nicht mehr, verkaufen angesichts des Zinssenkungspotentials aber auch keine DM-Anlagen.

10. Aktienbörsen: Jubel in der Rezession?

Die Entwicklung des Börsengeschehens hängt im wesentlichen von vier Faktoren ab: vom allgemeinen Zinsniveau (was erbringt eine Aktienanlage im Verhältnis zu alternativen Zinsanlagen?), von der im Markt vorhandenen Liquidität, von den zu erwartenden Gewinnen der Unternehmen und von den Währungsaussichten. Der wichtigste Faktor ist vermutlich das monetäre Umfeld.

Die momentane Situation in der Schweiz und in anderen europäischen Ländern zeichnet sich durch einen positiven geldpolitischen Einfluss aus. Sehr grosse Fragezeichen sind hingegen in bezug auf die Unternehmungsgewinne am Platze, und dies macht es denn auch sehr schwierig, bei der zwar sehr positiven Grundstimmung den Aktienanteil markant zu erhöhen. Was, wenn die Rezession gewisse Unternehmungen in den Abgrund stösst oder zumindest in tiefrote Zahlen? Die Beispiele der deutschen Chemie oder von Volkswagen sprechen Bände. Man kommt also nicht darum herum, die Auswahl vorsichtig zu treffen. Nicht falsch liegt man voraussichtlich, wenn man Finanzwerte bevorzugt, also Aktien von Unternehmungen, die sehr sensitiv auf geldpolitische Änderungen reagieren.

Wie verletzlich das Kursniveau von Aktien in schwierigem wirtschaftlichem Umfeld sein kann, zeigte vor dem letzten Wochenende Wall Street. Der Dow Jones Index sank aufgrund - eigentlich nicht völlig unerwarteter - schlechter Arbeitsmarktzahlen um mehr als 80 Punkte. Enttäuschungen jedwelcher Art sind geeignet, Höhenflüge nicht nur der amerikanischen Börse abrupt zu beenden. Deshalb bleiben wir auch bei unserem recht hohen Anteil an ungleich sichereren Obligationenanlagen in unseren Portefeuilles.