

1. Vom Vierjahreszyklus zum Medienspektakel

Nach den ersten 100 Tagen seiner Amtsdauer hat man dem amerikanischen Präsidenten Clinton vorgehalten, er setze noch immer eher seinen glamourösen Wahlkampf fort und vernachlässige das - gezwungenermassen zeitweise auch unpopuläre - Regieren. Nun ist man sich zwar von amerikanischen Präsidenten in bezug auf ihre Liebe zur publicity ja einiges gewöhnt. Man erinnere sich nur an die oft leidenschaftlichen Appelle Reagan's an die Nation, durch die er den demokratisch dominierten Kongress in die Ecke spielen konnte. Nun verfügt Clinton aber auf dem Capitol über eine solide Mehrheit, und dennoch fühlt er sich bemüsst, jedes kleinste Schrittchen vor den Medien zu rechtfertigen. Das Stimmungsbarmometer der Beliebtheitsquote wird ängstlich beobachtet und beginnt, die Inhalte der Regierungspolitik mitzubestimmen.

Man hat in der neueren Public-Choice-Literatur den Demokratien westlichen Zuschnitts immer wieder vorgeworfen, aufgrund des Vierjahres-Wahlzyklus analoge Zyklen in bezug auf die Maximierung der Wählergunst hervorzurufen. In der Tat werden ja selbst in der Schweiz bei weitem die meisten Subventionen, Impulsprogramme und andere Wohltaten unseres Staatsapparates jeweils in den letzten Sessionen vor den National- und Ständeratswahlen beschlossen. Im Extremfall kann diese auf die Wiederwahl ausgerichtete politische Nutzenoptimierung zu einem wirtschaftlichen Stop-and-Go im Vierjahresrhythmus führen. Wenn die Notenbank mit von der Partie ist, d.h. ihre Unabhängigkeit vom tagespolitischen Prozess nicht gewährleistet ist, dann wird auch die Geldmengenzpolitik von Wahlüberlegungen mitbestimmt, und es wird versucht, rechtzeitig auf das Ende der Amtsperiode mindestens einen Wiederaufschwung der Wirtschaft zu produzieren.

In einzelnen Ländern hat man durch die Verlängerung der Amtsdauer oder durch Phasenverschiebungen zwischen Parlaments- und Präsidentenwahlen diesen Mechanismen die Spitze zu brechen versucht. Heute zeigt sich aber, dass bei weitem unseligere Mechanismen in den demokratischen Staatssystemen zu greifen begonnen haben. Die Fristigkeit von Wahltermin zu Wahltermin hat sich unter dem prädominanten Einfluss der Medien auf eine Fristigkeit von nur noch wenigen Tagen verschoben. Die Politik in der heutigen Demokratie bewegt sich von Skandal zu Skandal, von Medienereignis zu Medienereignis, und entsprechend optimieren die Teilnehmer in diesem System auch ihren Nutzen nur noch auf kurze Zeit hinaus. Konzeptlosigkeit, Desinteresse gegenüber - längerfristigen wirksamen - Grundsätzen (Ordnungspolitik!) und Erratik in den zu treffenden Entscheiden sind die Folge davon.

2. Strukturelle Gewalt ohne Korrektiv

Der französische Verteidigungsminister Léotard hat nach dem tragischen Freitod des vormaligen Premierministers Bérégovoy den Medien einen "neuen Faschismus" vorgeworfen, der in einem "Holocaust" enden werde. Bérégovoy war anscheinend an einem aufgebauchten Skandalchen um einen vergleichsweise harmlosen Begünstigungsfall bzw. an der Unmöglichkeit, sich nach den verlorenen Wahlen diesbezüglich wirksam zur Wehr zu setzen, zerbrochen. Es braucht möglicherweise ein solch tragisches Ereignis, um Reflexionen über das Wesen und Funktionen der Demokratien im Umfeld der mächtig erstarkten "vierten" Gewalt im Staate, der Medien, auszulösen. Mit dem Wort "Faschismus" hat Léotard zwar einen Missgriff in die Kiste des zu vermeidenden politischen Vokabulars getan, aber er hat etwas an sich Richtiges angetönt und gemeint: nämlich die subtile strukturelle Gewalt eines Systems, das wegen des täglich sich manifestierenden Verkaufsdrucks (oder wegen der erwünschten Einschaltquoten) auf eine möglichst rasche Abfolge medienwirksamer Ereignisse angewiesen ist und deshalb nach entsprechenden Stories sucht oder solche sogar selber produziert. Das System bewirkt eine Verkürzung des für den Politiker relevanten Entscheidungszeitraumes auf nur noch wenige Tage.

Darin liegt vermutlich der Schlüssel für das Verständnis der ansonsten geradezu unverständlichen Konzept- und Ideenlosigkeit unserer Regierungen zu eigentlich allen wesentlichen Fragen unserer Zeit. Die Reaktion der Fernsehstationen von heute abend und der Zeitungen von morgen früh sind im Kalkül der Politiker wichtiger geworden als irgendwelche längerfristige Ueberlegungen. Diese drastische Verkürzung des für Entscheidungen relevanten Zeitraumes führt zu längerfristig suboptimalen Resultaten. Das kann am Beispiel eines in der Schweiz anstehenden Volksentscheides gezeigt werden. Die Möglichkeit, mittels Volksinitiativen bereits rechtskräftige Beschlüsse der Bundesversammlung ausser Kraft zu setzen, wie wir es mit den beiden Armeeabschaffungsvorlagen vom Juni gerade durchzuexerzieren eingeladen sind, weist gerade im Hinblick auf die Frage der Fristigkeiten des relevanten Zeitraums interessante Facetten auf. Es ist ja nicht von der Hand zu weisen, dass wir für die nächsten paar Tage, Monate, vielleicht Jahre weder dringend neue bzw. erneuerte Waffenplätze noch teure Flugzeuge brauchen. Nun sind sowohl Waffenplätze wie eine ganze Flugwaffe Investitionen mit ausgesprochen langfristigem Charakter. Die Gefahr besteht deshalb auch hier, dass unter dem Druck der strukturellen Mediengewalt die Fristigkeit des Kalküls im Volk herabgesetzt wird und das gegenwärtige Bundesdefizit, die momentane Arbeitslosigkeit und der "Milchzehner" längerfristigen Sicherheitsüberlegungen gegenübergestellt werden und möglicherweise obsiegen.

Weder die Politologie noch die moderne Staatsrechtslehre haben das Problem der Fristigkeit des relevanten Entscheidungszeitraumes unter dem Einfluss stets noch wachsender Mediengewalt in seiner höchst brisanten Tragweite erkannt,

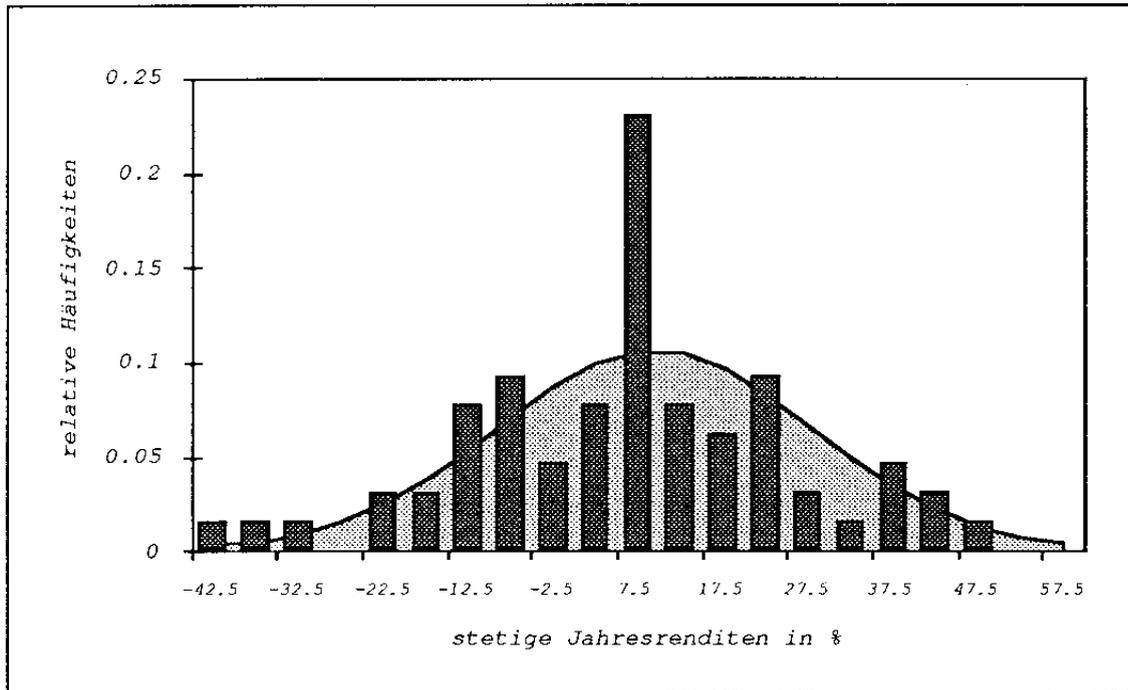
geschweige denn bearbeitet. Instrumente des Demokratieschutzes und als Korrektiv für die strukturelle Mediengewalt sind inexistent. Für den am politischen Geschehen Interessierten und mithin auch für den in längerfristigen Zeiträumen denkenden Wirtschaftenden gilt es festzuhalten, dass die aufgezeigte Problematik die Voraussehbarkeit des staatlichen Handelns zusätzlich erschwert und dass die Wirtschaft dadurch belastet wird. Zudem ist davon auszugehen, dass die Stillung aller kurzfristigen Hungergefühle und die möglichst verzugslose Befriedigung aller möglichen Bedürfnisse in der Tendenz eher zu mehr als zu weniger Staatswachstum führt als eine längerfristig orientierte Ordnungspolitik.

3. Der Zeithorizont als Problem - auch des Investors

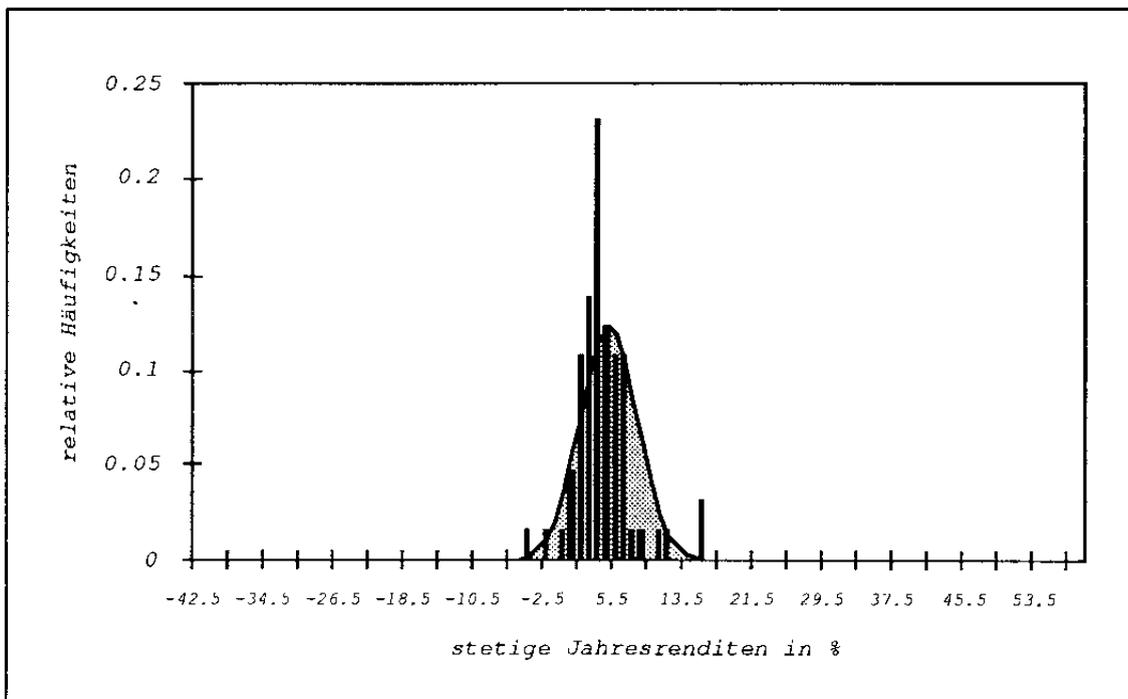
Eine Verkürzung des für Entscheidungen relevanten Zeithorizontes ist nun allerdings nicht nur in der Politik, sondern und gerade auch in Finanzbelangen zu beobachten. In Amerika, wo ein Heer von Finanzanalysten hinter jeder auch noch so nebensächlichen Zahl herrennt, die eine Unternehmung verlauten lässt, spricht man von einem regelrechten Wettbewerbsnachteil gegenüber beispielsweise den japanischen Unternehmen, die bei weitem längerfristiger denken und handeln. Amerikanische Unternehmer sind gezwungen, den Zwischenabschluss für ihren nächsten Medienauftritt zu optimieren. Auch in der Schweiz hat mittlerweile eine Finanz-Boulevardpresse Fuss gefasst. Es ist eine Frage der Zeit, dass auch bei uns Vierteljahresabschlüsse wichtiger scheinen als langfristige Ertragspotentiale.

Was ist von Kurzfristigkeit bezüglich Anlagen zu halten? Die moderne Finanzmarktforschung hat erkannt, dass die Märkte dermassen effizient geworden sind, dass die momentanen Preisbildungen die im Markt vorhandenen Erwartungen aller Teilnehmer aggregieren. Jede Bewertung einer Obligation, jeder Wechselkurs zweier Währungen, jede Aktienpreisbildung ist das Resultat solch angehäufter Erwartungsbildung. Weil dies so ist, ist es auch extrem unwahrscheinlich, durch "Besserwissen" - Finanzanalyse, Stockpicking, Charttechnik und dergleichen - den Markt zu schlagen. Das wenige, was man wirklich über Anlagemedien wie Aktien und Obligationen weiss, ist deren Verhalten im Verlaufe der vergangenen Zeitperioden. So kennt man beispielsweise die Durchschnittsrendite von Aktien und Obligationen und die Häufigkeit der Abweichung von diesem Mittelwert (vgl. die grafischen Darstellungen) und kann daraus schliessen, dass es in der Vergangenheit ungleich attraktiver gewesen ist, Aktienbesitzer zu sein, dass man dabei zeitweise aber auch bei weitem grössere Verluste entgegennehmen musste als der Obligationär.

Hat man, vereinfacht gesagt, genügend Zeit und keine Abhängigkeit in bezug auf das tatsächliche Eintreffen von Vermögenserfolgen, dann kann man Aktionär sein. Fehlen Zeit und finanzieller Spielraum, dann empfiehlt sich dies nicht, selbst wenn einem "todsichere" Börsentips gegeben werden.



Mit Investitionen im **Schweizer Aktienmarkt** liess sich von 1926 bis 1990 eine durchschnittliche Rendite von etwa 7.5 % erzielen. Chance und Risiko schwankten zwischen +57,5 % und -42,5 %. Quelle: [unvollständig] & Co., sowie der Pictet-Rätzer-Aktienindex von 1926 bis 1990.



Für **Obligationenanlagen** liegt die Durchschnittsrendite bei etwa 3,5 %, die "Absturzgefahr" ist aber auch deutlich geringer. Quelle: [unvollständig] & Co., sowie der Pictet-Rätzer-Obligationenindex von 1926 bis 1990

Es ist daher abwegig, eine einzegültige, in sich abgeschlossene Anlagepolitik zu vermitteln. Viel zu viel hängt von den immer verschiedenen individuellen Bedürfnissen der Anleger ab und insbesondere davon, wieviel Zeit zur Realisierung von Anlagezielen zur Verfügung steht. Was wir im -Anlagekommentar vermitteln, sind deshalb auch stets nur Bandbreiten für die verschiedenen Anlageinstrumente, und es kann im übrigen nicht genug auf die Notwendigkeit der individuellen Beratung hingewiesen werden.

4. Rezession in verschiedenen Grautönen

Das wirtschaftliche Umfeld der letzten zwei, drei Monate hat sich durch eine Bestätigung der schon früher gemachten Feststellungen ausgezeichnet. Zunächst erwies sich im realwirtschaftlichen Umfeld der lange herbeigesehnte Aufschwung in den USA als merklich weniger kräftig, was sich denn auch sofort in einer Tieferbewertung der US-Valuta niederschlug. Die eigentlich einzig besseren amerikanischen Zahlen ergaben sich in der Lagerhaltung, währenddem der Konsum, die Bauwirtschaft und die industrielle Produktion nach wie vor schwach tendieren. Wir interpretieren die sporadisch eintreffenden positiveren Zahlen vorderhand noch nicht als Ende der Rezession, sondern lediglich als fast zwangsläufige Auswirkung der drastischen Tiefzinspolitik.

Unsere pessimistischen Erwartungen für die Wirtschaft der Bundesrepublik Deutschland haben sich mittlerweile mehr als bestätigt. Während in den ehemaligen DDR-Ländern die Wiedervereinigung (dank sehr gehaltvollen Subventions-spritzen) ihre positiven Wachstumsauswirkungen zeitigt, ging das Bruttoinlandprodukt im Westen im 1. Quartal dieses Jahres (annualisiert) um 2,5 % zurück. Am meisten gelitten haben die industrielle Produktion und im besonderen die Autoindustrie (-18 % im Vergleich zum Vorjahr!); die Konsumzahlen tendierten seit dem zweiten Weltkrieg noch nie so schwach. Einzig der Dienstleistungssektor hält sich noch recht gut über Wasser.

Die Rezession grassiert in praktisch allen Ländern Europas. Die deutsche Hochzinspolitik hatte den Ländern des europäischen Währungssystems (EWS) keine rechtzeitige geldpolitische Abkoppelung erlaubt. Die Auswirkungen sind, namentlich in Skandinavien, ausserordentlich schmerzhaft, lösen sie doch nicht nur wirtschaftliche Anpassungsprozesse aus, sondern rufen sie auch nach Reformen der (viel zu teuren) Sozialsysteme. England profitiert bis auf weiteres von der Abwertung des Pfundes und erfreut sich deutlich positiverer Produktions- und Konsumzahlen als der Rest Europas.

In der Schweiz hat die Arbeitslosenrate erstmals die 4 %-Quote überschritten. Entsprechend tief tendieren die Konsumentenstimmung und die Produktionszahlen. Vom Bausektor sind praktisch nur negative Meldungen zu hören. Die Kassen der öffentlichen Hand sind leer; für antizyklisches Verhalten besteht wenig bis überhaupt kein Spielraum. Dank des dichten sozialen Netzes sind die Auswirkungen der Rezession im breiten Publikum zwar spürbar, aber noch erträglich. Man darf sich allerdings über die Finanzierbarkeit der sozialen

Werke bei länger anhaltendem negativem oder schwachem Wachstum keinen Illusionen hingeben.

5. Rezession: zyklisch oder strukturell oder beides?

Es sind vermutlich zwei Dinge, die in der gegenwärtigen Wirtschaftssituation zusammenkommen und die die Wahrscheinlichkeit eines baldigen und raschen Aufschwungs gering machen: Einerseits sind es zyklische Einflüsse (erst Inflation, dann restriktive Geldmengenpolitik, hohe Zinsen, rückläufige Kreditnachfrage, tiefere Investitionsbereitschaft, schliesslich Rezession), andererseits aber zusätzlich auch strukturelle Probleme der westlichen Industrienationen, nämlich ein relativ hohes Lohnniveau bei gleichzeitig sehr hohen Sozialausgaben, und das zu einer Zeit, in der sich Millionen und Abermillionen neuer Arbeitskräfte in den ehemaligen Ostblockstaaten zur Verfügung stellen und in der bisher als unsichere Investitionsstandorte geltende Schwellenländer aufgrund der neuen Weltlage plötzlich an Attraktivität gewinnen. Man kann heute kaum noch ein Gespräch mit Industriellen führen, ohne dass nicht irgendwann die Rede auf Produktionsverlagerungen ins Ausland käme. Dabei handelt es sich nicht um Nachwehen des schweizerischen EWR-Neins. Deutsche Industrielle reden nämlich genau gleich, und man sucht nach Standorten in sogenannten "guten" Billiglohnländern ausserhalb der EG.

6. Zinsrückgang: das Ende kommt auch einmal

Die Entwicklung der Zinsen der verschiedenen Valuten entspricht im wesentlichen diesen realwirtschaftlichen Entwicklungen bzw. den Reaktionen der Notenbanken auf die Konjunkturdaten. In den USA notieren die Geldmarktsätze auf dem tiefsten Niveau seit dreissig Jahren; die Zinskurve war im ganzen Jahrhundert noch nie so positiv; Treasury Bills weisen mittlerweile eine negative Realverzinsung auf (d.h. die Inflationsrate ist 1993 (annualisiert) mit 4,3 % höher als die Verzinsung der T-Bills mit momentan etwa 2,9 %). Man kann sich nur schwer vorstellen, dass für das Fed in dieser Situation noch viel Spielraum für eine weitere konjunkturelle Geldmengenspritze vorhanden wäre, ohne dass das auf inflatorische Signale äusserst sensible System der Bondmärkte nicht sehr nervös reagieren würde. Das Zinssenkungspotential dürfte m.a.W. ausgereizt sein.

Die Deutsche Bundesbank verfolgt in der ihr eigenen Konstanz ein schrittweises zinspolitisches Lockern. An den Obligationenmärkten wurden wahrscheinliche, weitere Zinssenkungen bereits vorweggenommen; erstklassige DM-Papiere mit einer Laufzeit von 8 bis 10 Jahren rentieren heute noch etwa 6,5 % (Mai 1992: 8,3 %). Die kurzfristigen Geldmarktsätze notieren mit 7,3 % noch relativ hoch. In diesem Bereich besteht noch ein wesentliches Zinssenkungspotential. In den früheren Zyklen ging der Diskontsatz immer auf unter 3 % zurück.

Die Zinssituation im Schweizerfranken, seit letztem Herbst nach einer Phase von mehr als drei Jahren erstmals nicht mehr invers, hat sich im letzten Monat etwas konsolidiert. Für einen weiteren Zinsrückgang (in wohl nicht mehr überwäl-

tigendem Ausmass!) müssten neue und deutliche Signale aus Deutschland eintreffen.

Aufgrund der rezessiven Situation sind auch in Ländern wie Italien und Spanien die hohen Zinssätze nicht mehr lange durchzuhalten. Investitionen in Lira- oder Peseta-Bonds steht jedoch die erhöhte Volatilität dieser Währungen entgegen. Für den französischen Franken schätzen wir das Abwertungspotential dagegen vorderhand als gebannt ein; FF-Obligationen dürften über ein durchaus attraktives Kurspotential verfügen.

7. Zinsen mit time-lag

Die Darstellung des Zinsumfeldes wäre allerdings gefährlich unvollständig, wenn nicht einmal mehr darauf hingewiesen würde, dass Kapital- und Geldmarktzinsen das eine, Kreditzinsen das andere sind. Was nützt es dem deutschen Gewerbetreibenden und Kleinindustriellen, wenn der Staat und einige Triple-A-Schuldner noch etwas mehr als 6 % bezahlen müssen, er selber für Bankkredite aber nicht unter 10 % wehkommt? Zur Beurteilung der Chance eines Wiederaufschwungs sind die Kreditzinsen mit Sicherheit relevanter. Zwischen dem Rückgang von Kapitalmarktzinsen und den für die breite Volkswirtschaft wichtigen Kreditzinsen vergeht in der Regel einige Zeit; Zeit, in der sich das Finanzsystem mittels einer erhöhten Zinsmarge sanieren kann. Dies wurde vor ein, zwei Jahren in den USA durchexerziert, es spielt sich momentan in der Schweiz ab, und dasselbe dürfte sehr bald in der BRD passieren. (Das ist u.a. auch der Grund, weshalb man bei Zinsabschwüngen sogenannten "zinssensitive" Aktien besonders empfiehlt, also Banken, Versicherungen und dergleichen.)

Wir erachten es im übrigen für verfehlt, aufgrund des starken wirtschaftlichen Abschwunges und der vorsichtigen Lockerung der Geldpolitik ohne weiteres zu folgern, der nächste Aufschwung stehe unmittelbar bevor. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass namentlich die Bauwirtschaft (und mithin ein wichtiger Teil der gesamten Volkswirtschaft!) stets erst 1 1/2 bis 2 Jahre nach der Wende in der Notenbankpolitik bessere Zahlen erarbeiten konnte. Ein Aufschwung braucht seine Zeit.

8. Sachwerte: im Kommen?

Das rechtzeitige Anbinden langfristiger Obligationenzinsen, das Investieren in Finanzwerte: wer im letzten halben Jahr mit dabei war, ist als Anleger nicht schlecht gefahren. Allerdings muss man sich im klaren sein, dass ein Zinsrückgang auch wieder einmal vorbei sein wird und dass irgendwann die realwirtschaftliche Faktenlage sich wieder melden wird. Erste Anzeichen sind bereits sichtbar geworden. Der Anstieg des Goldpreises in den letzten Wochen, ein eigentlich allerorts unerwartetes Phänomen, deutet auf Zweifel des Finanzsystems an der Fähigkeit von Notenbanken und Politik hin, aus der heutigen Krise längerfristig ohne Inflationierung herauszukommen. Wohlverstanden: Nichts weist momentan auf irgendwelche inflationäre Gefahren hin. Die Rohstoffpreise notieren auf Tiefstwerten, Arbeitskraft ist

weltweit im Ueberangebot, die Notenbanken scheinen ihre Geldmengenpolitik unter Kontrolle zu haben. Dennoch bleiben Zweifel, denn die gewaltige Neuverschuldung der meisten Staaten (man denke nur an Deutschland) bei gleichzeitigen Strukturproblemen lassen Ungutes erahnen: Wann je in der Geschichte hat ein Staat solche Probleme *nicht* über die Notenpresse gelöst?

Es zeichnet sich deshalb eine erhöhte Nachfrage nach sogenannten Sachwerten wie Gold, Silber, aber auch Aktien mit ausgesprochenem Sachwertcharakter ab. Die Finanzmärkte als aggregiertes Wissen und langfristiges Erwarten aller Marktteilnehmer reagieren eben schon lediglich auf Entwicklungsmöglichkeiten. Auch wir schliessen längerfristig ein Reflationierungsszenario nicht aus.

9. Unsere Anlagepolitik

Unsere momentane Anlagepolitik geht dahin, dass wir nebst einem soliden Stock an SFr.-, DM-, hfl- und FF-Obligationen mit einer durchschnittlichen Laufzeit von 5 bis 7 Jahren im Aktienbereich die Schweizer Börse favorisieren und hier in erster Linie in Finanzwerten (v.a. Banken) investieren. Dasselbe gilt für Deutschland. Daneben bauen wir sachte eine Position von Sachwertaktien (Immobilienfonds, Bauwerte, Minen, Oelaktien, Drilling) auf.

Unsere Edelmetallposition hielten wir während der Schwächephase des Goldes weitgehend in den werterhaltenden Gold-GROIs, die im Juni 1993 jedoch auslaufen. Es kann nun durchaus sinnvoll sein, als Ersatz wieder physisches Gold, Goldoptionen oder auch Goldminenaktien zu erwerben. Dabei muss man sich der Marktenge und der Volatilität dieser Werte aber bewusst sein.

Währungsmässig bleiben wir bei der starken Gewichtung des Schweizerfrankens und des DM-Blocks (DM, FF, hfl) und vice versa bei der Untergewichtung des US-Dollars. So lange die amerikanische Valuta dermassen stark von positiven oder negativen Meldungen über Konjunkturdaten abhängig ist und die negative Zinsdifferenz zu den europäischen Währungen hoch bleibt, übertreiben wir bezüglich unserer US-\$-Exposition nicht.
