

1. Aufregende Tage?

Gewiss, politisch gesehen schaute man die letzten Tage und Wochen mit grösster Besorgnis nach Moskau. Hinter dem früheren Kampfpiloten Ruzkoi scharten sich die alte Nomenklatura, Veteranen, Nationalisten, Judenhasser, enttäuschte Jugendliche, der Mob schlechthin. So eindeutig zwar einerseits von allem Anfang an der moralische Vorrang Jelzins und weitgehend auch die faktischen Machtverhältnisse waren, so unklar und gespenstisch erwies sich andererseits das Chaospotential seiner Gegner. Da Russland nach wie vor eine hochgerüstete Nuklearmacht ist und Kernwaffen aller Kaliber (auch kleine und damit unter den Schwellen internationaler Involvierung einsetzbare) zuhauf vorhanden sind, ist das Weltinteresse durchaus erklärbar.

Man muss aber sehen, dass doch immense Unterschiede bestehen zu vergleichbaren früheren Krisen. Wer erinnert sich nicht an den "Gorbatschow-Crash" vom August 1991, als die Welt aufgeschreckt wurde von der Möglichkeit, dass altes Sowjetdenken wieder neue Realität werden könnte. Damals, 1991, war ja die Sowjetunion noch nicht völlig zerbrochen, der Warschauerpakt zwar durchlöchert, aber wegen der Präsenz von sowjetischen Truppen noch reparierbar. Gerade hatte die Welt erstmals einen für den Frieden in der Region und die Sicherheit des Rohölflusses gefährlichen Unruhestifter mit dem Plazet der Russen niedergekämpft, und nun musste mit der Möglichkeit gerechnet werden, dass solch globaler Konsens bereits wieder der Vergangenheit angehören würde.

Entsprechend waren die Reaktionen der für neue Risiken stets sehr sensitiven internationalen Finanzmärkte ausgefallen. US-Dollar und Schweizerfranken kletterten nach oben, die Aktienbörsen fielen innert kürzester Frist um 5 bis 10 Prozentpunkte. Und heute, im Jahr 1993? Kaum ein Aufflackern von Dollar oder Franken, kaum ein Zucken der Aktienindizes. Weshalb?

2. Diversifizierte Welt

Die Welt hat ihr Gesicht in den letzten paar Jahren eben völlig verändert. Oekonomisch gesehen war das bipolare Machtsystem so etwas wie ein Kartell. Was sich links und rechts der Blöcke rührte, war für das Gesamte völlig belanglos. Das Auf und Ab im Zusammenspiel der USA mit der Sowjetunion bestimmte so ziemlich alles, was in dieser Welt geschah, oft bis weit in die Innenpolitik an sich unbeteiligter Länder hinein, ja, es bestimmte sogar das intellektuelle Denken und Handeln.

Die Zeiten sind vorbei. Was in Moskau passiert, ist im Prinzip und abgesehen von einer (unwahrscheinlichen, weil

selbstmörderischen) nuklearen Weiterung nur noch von regionaler Bedeutung. Zwar wäre es bedauerlich, wenn der Reformprozess auf die eine oder die andere Weise zum Erliegen käme, und gewiss, einige Gläubiger (allen voran die Deutschen!) hätten etwelche Mühe damit, die globale Sicherheit würde dadurch aber kaum mehr stark tangiert. Was an russischem Militär übriggeblieben ist, ist faktisch strukturell nichtangriffsfähig. Ein Wiederaufbau der früheren Machtmittel wäre zwar möglich, benötigte aber Zeit und Ressourcen.

Das Kartell der zwei Blöcke ist von einem "Wettbewerbsmodell" abgelöst worden. Die Weltbedeutung des Ostens, aber auch der USA, ist stark gesunken. Was sich links und rechts der USA und Russlands rührt, ist nun von Belang. Die Finanzmärkte als aggregiertes Wissen und gehäufte Erwartungsbildung haben dies zur Kenntnis genommen. Damit erklären sich die geringen Ausschläge, und es darf die Prognose gewagt werden, dass diese Konstellation eine Weile noch andauern dürfte.

3. Demokratisierungsprozess in Gefahr. So what?

Um nicht falsch verstanden zu werden: Die Erkenntnis über die relative Verringerung der globalen Bedeutung von Auseinandersetzungen à la Moskau will nicht sagen, dass es nicht längerfristig von ausserordentlicher Wichtigkeit sein wird, ob dem Osten der Anschluss an die industrialisierte Welt einigermaßen gelingen wird oder nicht. Nicht zuletzt hängt davon ab, ob wirtschaftlich bisher völlig brachliegende Scholle nutzbar werde oder nicht, und dies dürfte gerade den Investor sicherlich interessieren.

In der Beurteilung der ganzen Prozesse liegen allerdings einige grosse Schwierigkeiten. Zum einen gibt es nur wenige wirkliche Ost-Experten. Die meisten stammen nämlich noch aus Zeiten der alten Sowjetunion, denken zuinnerst noch stets bipolar, und hatten zudem im Hinblick auf die Voraussage des Zerfalls ihres Studienobjekts völlig versagt. Soll man ihnen heute Glauben schenken, wenn sie von Petersburg bis Taschkent den Holocaust prophezeien, wenn sie hordenweise nach Europa einfallende Russlandmafiosi vorhersagen? Ohne der Verharmlosung anheim zu fallen: man könnte sich auch positivere Wendungen, und vor allem differenziertere vorstellen.

Zum andern ist es die Hochstilisierung des Demokratisierungsprozesses durch westliche Politiker, die zu Fehlbeurteilungen und völlig voraussehbaren Enttäuschungen führt. Demokratie ist eine Form der Entscheidungsfindung im Staat. Sie beruht auf der möglichst hohen Involvierung möglichst vieler Leute in die Belange des Staats. Dagegen kann sicher niemand etwas haben. Für die Reform des Sowjetsystems ist sie aber nicht einmal zweitrangig.

Viel wichtiger wäre doch - und davon spricht im Westen kaum jemand - eine rasche und durchgreifende Rechtsreform mit dem Ziel, dass den Russen endlich einmal die wesentlichsten Individualrechte zur Verfügung stehen. Die Freiheitsrechte, das Recht auf Eigentum, und vor allem: deren Durch-

setzbarkeit! Wo überall in der Welt wurde nicht die Demokratie, meist britischer Provenienz, eingeführt, und wo überall endete die Geschichte nicht mit herben Enttäuschungen, weil auf der Ebene der Individualrechte ein völliges Vakuum herrschte? Die vielen diktaturähnlichen "Demokratien" der dritten Welt sind nicht Folge eines mangelnden Demokratisierungsprozesses, sondern eine Folge der Geringschätzung eines auf die Rechte des Individuums ausgerichteten Rechtssystems.

4. Ohne Recht kein Erfolg

Das Problem ist von höchster ökonomischer Relevanz. Ein Zweig der Wirtschaftswissenschaft befasst sich mit der Frage, weshalb gerade und nur in der westlichen Hemisphäre in den letzten zweieinhalb Jahrhunderten eine so einzigartige wirtschaftliche Entwicklung stattfinden konnte. Ziemlich einhellig wird die Frage mit der Existenz individueller Rechte im Gefolge der bill of rights und der französischen Revolution beantwortet.

Für den längerfristig orientierten Anleger (z.B. Pensionskassen!) müssten solche Überlegungen eigentlich an der Tagesordnung sein: Wie entwickeln sich die Rechtssysteme in den verschiedenen Ländern und Regionen, wie steht es mit der Durchsetzbarkeit von Rechten, mit der Unabhängigkeit der Justiz? Zweifellos sind diese Elemente von viel grösserer Bedeutung für den wirtschaftlichen Erfolg oder Misserfolg als irgendwelche Weltbankfazilitäten, irgendwelche Handelsabkommen, irgendwelche Bevorzugungen durch Subventionen und Steuererleichterungen usw. - Was macht denn den wirtschaftlichen Erfolg einer Stadt wie Singapur aus? Weshalb konnte die rohstofflose Schweiz zu einem der reichsten Länder aufsteigen? Weshalb scheint der Reformprozess in Tschechien von Erfolg gekrönt zu werden?

5. Recht ist auch eine Strukturfrage

Nun wäre allerdings blind, wer den schleichenden Niedergang der Rechtsordnung in den westlichen Industrienationen nicht mitbeobachten würde. Es macht den Anschein, dass es zwischen Mittelalter, früher Neuzeit und Postmoderne nur eine ganz kurze Zeitspanne war, in der man unbewaffnet durchs Land und die Städte reisen konnte, in der Frauen nachts unbesorgt auf Begleitschutz verzichten konnten, in der kleinere, aber für die persönliche Sicherheit dennoch wichtige Rechtsbrüche wie Entreissdiebstähle geahndet wurden. An allen Ecken und Enden ist der moderne Sozialstaat gewachsen, nur bei Justiz und Polizei glaubte man sparen zu können.

Man kann die ökonomische Relevanz der Sicherheitsfrage nicht überschätzen. Mangelnde Gewissheit, morgen noch dasselbe zu besitzen wie heute, morgen noch genau so unbehelligt zu leben wie heute, morgen den Rechtsanspruch von heute durchsetzen zu können: wo die Gewissheit fehlt, da entstehen enorme volkswirtschaftliche und soziale Kosten. Mangelnde Rechtssicherheit ist in höchstem Masse unsozial, weil Begüterte immer einen Weg finden, sich zu schützen und sich durch-

zusetzen. Mangelnde Rechtssicherheit ist volkswirtschaftlich wachstumshemmend, weil sie möglichen Investitionsanreizen die Spitze bricht.

Interessant, wie wenig man darüber von den verbal so revitalisierungsfreudigen Politikern hört. Offensichtlich sind ihnen Strukturprogramme, die aktives staatliches Eingreifen erfordern und mithin den Einflussbereich der classe politique erhöhen, bei weitem sympathischer. Was nicht weiter verwundert.

6. Strukturprobleme noch und noch

Schon verschiedentlich haben wir davon gesprochen, dass die gegenwärtige Rezession nicht allein auf zyklische Einflüsse zurückzuführen sei. Es genüge m.a.W. zur Erklärung des anhaltenden wirtschaftlichen Formtiefs nicht, die nach der Ueberhitzung der späten Achtzigerjahre eingeleitete Hochzinsphase für die nachfolgende Abkühlung verantwortlich zu machen. Vielmehr lägen strukturelle Probleme vor.

Was heisst das aber konkret? Die Sicherheitsfrage ist sicher eine der wichtigsten strukturellen Fragestellungen. Einer der wesentlichsten Wettbewerbsvorteile des zivilisierten Westens zerfällt. Es gibt aber noch weitere. So wurden wir ziemlich unvermittelt im Gefolge des Endes des bipolaren Systems mit einem reichlichen Angebot an billigen Arbeitskräften konfrontiert. Billig; das heisst einmal billig per se, aber eben auch billig in bezug auf sozialstaatliche Abgaben und Auflagen (Nachtarbeitsverbot!). Kürzlich teilte uns ein deutscher Industrieller mit, er schaue mit grösster Gelassenheit den nächsten Tarifverhandlungen mit den Gewerkschaften entgegen; jeglichen Forderungen käme er problemlos entgegen - die Produktion werde er nämlich ohnehin nicht mehr in Deutschland vornehmen, und dann würden die Gewerkschaftsforderungen nicht mehr ins Gewicht fallen.

Das Beispiel spricht Bände. Ob man es sympathisch findet oder nicht: Mit den hohen Kosten für Arbeitskraft können viele Industrie- und zunehmend auch Dienstleistungszweige nicht mehr mithalten. Die Produktion wird ausgelagert. Arbeitslosigkeit ist, ökonomisch gesehen, unter anderem auch eine Preisfrage. Ein erhöhtes Angebot drückt letztlich immer die Preise nach unten.

Dabei sind es beileibe nicht allein die Löhne, die zu den hohen Arbeitskosten führen, sondern insbesondere auch die vielen sozialstaatlichen Einrichtungen. Ohne diese irgendeiner Wertung zu unterziehen, muss man sehen, dass deren Abwesenheit bei Mitbewerbern einen Kostenvorteil verschafft. Es ist unschwer vorauszusehen, dass die in Zeiten hohen Wirtschaftswachstums aufgebauten Systeme in den nächsten Jahren unter Veränderungsdruck geraten werden. Die politische Auseinandersetzung wird mit härteren Bandagen ausgetragen werden.

Auch das ist nicht zuletzt für den Investor von grosser Bedeutung. Soziale und politische Unrast sind ungute Zeichen.

7. Umverteilungsdemokratie

Der kürzliche kleinere Umbau des Krankenkassenwesens in der Schweiz hat sehr deutlich gezeigt, wohin es führen kann, wenn sich ein Parlament auf eine Lösung einigen soll: Allen wird ein bisschen gegeben, allen ein bisschen genommen, aber so, dass es möglichst noch unter der referendumserzeugenden Schmerzgrenze liegt. Das Resultat ist dann im wesentlichen - ein neues Strukturproblem. Mit der gleichen Grundprämie für Mann und Frau hat man ein neues Umverteilungsvehikel geschaffen, das arm und reich genau gleich einbezieht. Und so darf nun also die Dame vom Zürichberg auf eine tiefere Krankenkassenprämie hoffen.

Die von der Lobby- und Umverteilungsdemokratie geschaffenen Sozial- und Subventionswerke leiden unter dem immanenten Mangel, dass sie nicht wirklich sozial sind, also die ärgste Not zu lindern suchen, sondern dass kreuz und quer Geld hin- und hergeschoben wird. Dabei werden Anreize ausgelöst, die in jeder Hinsicht negativ sind.

8. Free Lunches überall

Kürzlich führte der Bulletin-Verfasser ein Gespräch mit einem Strassenarbeiter, der gerade daran war, die unappetitlichen Ueberreste eines Gelages von Alkoholikern beiseite zu räumen. Dabei wurde er von diesen in gröbster Weise ausgeschimpft. Woher er noch die Kraft aufbringe, zu arbeiten. Was er vom Einsatz der örtlichen Polizei halte. Undsoweiter. Es gibt doch, namentlich in den unteren Einkommensklassen, irgendwo einen Punkt, wo der Anreiz zum Arbeiten vom Anreiz einer Arbeitslosenentschädigung überholt wird. Ein Thema, das in weiten Kreisen tabu ist, weil die Arbeitslosen ja ausnahmslos "Arme" sind.

Im Gesundheitswesen, im Arbeitsmarkt, im Erziehungswesen, in der Landwirtschaft, in der Bodenpolitik, bei der Wohnungsmiete haben wir Strukturen geschaffen, die zwar vordergründig immer darauf abzielen, soziale Auffangpositionen zu begründen, die aber häufig als Hauptwirkung eine völlige Zerstörung des ökonomischen Preisgefüges haben. Wer einmal die Krankenkassenprämie (als eine Art Steuer) bezahlt hat, für den steht das Gesundheitswesen als free lunch offen. Preise erfüllen mit ihrer Signalwirkung wichtige ökonomische Steuerungsfunktionen. Fehlen sie, so sind Fehlallokationen Tor und Tür geöffnet.

Noch einmal: Die Kritik an den Sozialwerken hat nichts mit Rücksichtslosigkeit gegenüber sozial Schwächeren zu tun. Weil es eben die Sozialwerke auch nur beschränkt damit zu tun haben. Und zudem: Der gesellschaftspolitische Stabilisierungseffekt von Sozialwerken westlichen Zuschnitts darf sicherlich auch nicht verkannt werden. Nur: die mit zunehmender Alterung einhergehenden sklerotischen Verknotungen ergeben eine denkbar schlechte Wettbewerbsposition gegenüber neuen Konkurrenten, die ohne viel Altlasten antreten können. Der Wettbewerb der Systeme wird die westlichen Sozialwerke einholen.

Von den Strukturschwächen im regulatorischen Bereich, etwa dem Bauwesen, war hier schon öfters die Rede. An sie sei lediglich erinnert.

9. Deshalb lässt der Aufschwung auf sich warten

Hätte man es bei der gegenwärtigen Rezession allein mit einem zyklischen Auf und Ab zu tun, dann wären jene Prognosen berechtigt, wie sie gerade jüngst wieder die Runde machten. Dass nämlich aufgrund der deutlichen Zinssenkung der letzten Monate und eines markanten Anstiegs der vorauslaufenden Indikatoren ein Aufschwung in greifbare Nähe gerückt sei. Schön wär's. Unter der Voraussetzung, dass unter diesen vorauslaufenden Indikatoren die Geldmenge und der Aktienindex miteinbezogen sind, stimmen die Aussagen bei einer nicht nur zyklisch bedingten Rezession just nicht.

Die USA haben es vorgezeigt: Seit mehr als drei Jahren werden die Zinsen gesenkt, die kurzfristigen Sätze stehen bei nunmehr noch 2 1/2 %, die Geldmenge M1 nimmt jährlich um 15 % zu - und das alles hat zu einem mickrigen Wirtschaftswachstum von 1 bis 2 % in geführt. Der Obligationenmarkt, seit 3 Jahren haussierend (Kursgewinn der letzten 12 Monate: +20 %!), bestätigt dieses anämische Geschehen, müsste doch eine wachsende Kreditnachfrage sofort höhere Renditen nach sich ziehen. Nichts von alledem. Weshalb? Auch in den USA ist die Krise nur sehr bedingt eine zyklische gewesen; nach wie vor krankt Amerika an seinen strukturellen Schwächen (Infrastruktur, Erziehungswesen, Gesundheitswesen, Steuersystem).

Es ist davon auszugehen, dass auch bei uns ein solcher Krebsgang eintritt. Immerhin ist die schweizerische Geldmenge M1 innert Jahresfrist um 15 % gestiegen. Die Kreditfähigkeit der Banken ging aber nochmals zurück. Das Zinsniveau (zwischen 3 3/4 % für 12-Monate-Festgelder und 4 1/2 % für Obligationen bzw. 6 % für Kredite und Hypotheken) ist nicht mehr prohibitiv für den investierenden Schuldner. Und dennoch: die Investitionen, namentlich auch im Bausektor, bleiben gering. Die strukturellen Probleme überschatten alles.

Mit Sicherheit wird auch in Deutschland die Reise nicht so schnell wieder aufwärts gehen. Zum einen führt die Deutsche Bundesbank nach wie vor eine relativ restriktive Geldpolitik, zum andern sind die strukturellen Schwächen in diesem Land geradezu eklatant. Die Fehler bei der - zugegebenermassen von aussen auferlegten - Hast der Wiedervereinigung kommen nun so recht zum Tragen. Durch die Währungsunion wurde der ehemaligen DDR jegliche Chance auf Konkurrenzfähigkeit gegenüber der alten BRD genommen. Tiefe ostdeutsche Produktivität, mit westlichem Lohnniveau vermischt: das konnte nicht gut gehen! Arbeitslosenzahlen von mehr als 15 % sind die Folge.

Die Deutsche Treuhand entpuppt sich mehr und mehr als Verhöckerin von unrechtmässig erworbenem Gut und zieht mafiaähnliche Kreise an. Im übrigen erweist sie sich als Fass

ohne Boden. Diese Probleme, zusammen mit allen andern Strukturproblemen westlicher Machart, werden noch lange belastend wirken.

10. Alles hat zwei Seiten

Wenn das Gesagte zutrifft, dann sind die Konsequenzen für die Anlagepolitik recht rasch gezogen. Das Hinauszögern eines Aufschwungs wegen aller struktureller Probleme wird die private Kreditnachfrage tief halten. Ein baldiger Anstieg des Zinsniveaus ist deshalb sehr unwahrscheinlich. Vielmehr: die sinkende Tendenz sollte, auch im Schweizerfranken, anhalten. Es ist angesichts der sehr prekären Situation der staatlichen Haushalte kaum denkbar, dass namhafte fiskalische Stimulationen stattfinden können. Für Strukturveränderungen und Deregulierungen wird der politische Wille vielerorts fehlen. Das alles verstärkt noch die Wahrscheinlichkeit einer längerdauernden lockeren Geldpolitik der Notenbanken. Sie sind die einzigen, die, wenn schon, etwas zur Verbesserung des Wirtschaftsgeschehen beitragen können. Da von der Inflationsseite angesichts der global tieferen Preise für Arbeit und Rohstoffe kaum Gefahr droht, dürfte eine solche Geldpolitik fürs erste auch unproblematisch sein.

Nach allen Erfahrungen aus den USA wird von einer solchen Geldpolitik in erster Linie der Bankensektor profitieren. Die zum Teil angeschlagene Ertragslage und die nicht allorts über alle Zweifel erhabenen Kreditpositionen können durch die tiefen Refinanzierungskosten saniert werden. Dies ist positiv zu werten, denn nur ein gesundes Finanzsystem kann einem späteren Aufschwung zum Durchbruch verhelfen.

11. Banken, Banken und - Banken

Konsequenterweise setzen wir in unsern Portefeuilles auch primär auf Finanzwerte, wobei Banken vor den Versicherungen eindeutig den Vorrang haben. Versicherungen profitieren nämlich nur bedingt von tieferen Zinsen, da sich schon bald einmal ein Problem bei den Finanzanlagen ergeben könnte: tiefere Obligationencoupons, tiefere Hypothekar- und Mieterträge werden die Finanzerträge schmälern. Versicherungen, welche den Zinssenkungstrend nicht sehr gut erkannt hatten, müssen mit einer solchen Situation rechnen.

Wir sind der Ansicht, dass die sehr positive Tendenz an der Schweizer Börse monetär bedingt durchaus noch eine Weile anhalten kann. Das Schwergewicht bei Banken ergänzen wir mit Versicherungswerten, der Chemie und einigen wenigen zyklischen Titeln. In Deutschland, wo die Börse nun eben so recht zu einem Satz nach oben angesetzt hat, setzen wir unser Schwergewicht ebenfalls bei den Finanzwerten.

Im Obligationensektor kann man mit langlaufenden Papieren immer noch Geld verdienen, da tiefere Zinsen den Kurswert nach oben drücken. Allerdings gehören Kurssteigerungen von bis zu 20 % der Vergangenheit an. Man wird sich der Zeiten noch lange und gerne erinnern ...

12. Für den Dollar war's noch stets zu früh

Aus politischen Gründen halten es verschiedene europäische Länder, darunter namentlich die Franzosen, noch stets für nötig, die Ankoppelung ihrer Währungen an die DM aufrechtzuerhalten. Das kostet Währungsreserven und beschert den Ländern zu hohe Zinsen. Die neue Bandbreite im EWS von $\pm 15\%$ wird nicht ausgenützt. Die Unsicherheit im EWS wird aber schwinden, wenn die deutschen Zinsen bei etwa 5% angelangt sind und sich damit der Spielraum der übrigen EG-Mitglieder für Zinssenkungen erhöhen wird. Weil dies mittelfristig absehbar ist und der Aufwertungsphase des Schweizerfrankens ein Ende setzen würde, möchten wir unsere Position in SFr. nicht aufstocken und bleiben neutral.

Der US-Dollar hat unter den enttäuschenden Wirtschaftszahlen gelitten. Bei der Publikation besserer Zahlen kann er kurzfristig durchaus wieder etwas höher tendieren. Auf längere Frist gesehen ist unsere Lust für den Greenback jedoch sehr beschränkt. Wir sehen das Handelsbilanzdefizit, eine ungenügende Sparquote ... Abgesehen davon: in was sollte man schon investieren?
