

### 1.    **Das Diadochenmodell**

Lohnt es sich, das Geschichtsbuch zur Hand zu nehmen, oder lässt sich, da jede Situation immer wieder grundlegend neu und andersartig ist, aus dem Vergangenen gar nichts lernen? Ein alter Streit zwischen Historikern und Wissenschaftern anderer Fakultäten, der nicht in einem Anlagekommentar zu entscheiden ist. Dennoch: Man sucht in bezug auf die Beurteilung der heutigen Weltlage doch immer wieder nach geschichtlichen Aehnlichkeiten, Parallelitäten sogar, um dem Blick in die Zukunft zumindest einige Anhaltspunkte zu vermitteln.

Der Umgang mit einem zerfallenden Weltreich, der ehemaligen Sowjetunion, beschert allerorten zusehends stärkeres Kopfzerbrechen. Die Geschichtsbücher berichten in der Regel zwar mehr über den Aufbau und Glanz von grossen Reichen denn über deren Zerfall. Aber immerhin weiss man zum Beispiel recht viel über die Welt nach dem plötzlichen Tod Alexanders des Grossen im Jahr 323 v. Chr. Sein von Griechenland bis Indien reichendes Imperium zerfiel zunächst in drei grössere Teilreiche, die von den sog. Diadochen (Nachfolgern) regiert wurden. Den Seleukiden gehörte das Gebiet zwischen Syrien und dem Indus, Ptolemaios sicherte sich das damals reiche Aegypten, und Antigonos Gonatas beherrschte Griechenland und Makedonien. Daneben entstanden nach und nach auch noch einige kleinere Königreiche wie Rhodos und Pergamon. Die Diadochenkönige herrschten unumschränkt und unter Einsatz starker militärischer Mittel. Dennoch konnte sich unter ihnen die eigentliche hellenistische Hochblüte entwickeln. Ein Ende fanden die Diadochenreiche erst unter dem Druck des römischen Imperiums.

Aus diesem zugegebenermassen sehr verkürzten Blick in die Vergangenheit können zwei, drei nicht uninteressante Elemente herausgelesen werden:

- A    Der gebietsmässige Zerfall von Weltreichen ist etwas völlig Normales, wenn die wesentlichen Triebkräfte des Zusammenhalts untergehen.
- B    Nachfolgestaaten müssen zunächst ihr Selbstverständnis und ihren eigenen Zusammenhalt finden. Höhere politische Kultur (wie etwa demokratische Entscheidungsmechanismen) oder grosse Rücksichtnahme gegen aussen sind unwahrscheinlich.
- C    Turbulenzen bezüglich Gebietsansprüchen gehören zum politisch-militärischen Alltag, ebenso Sezessionen, die Gründung neuer Gebietskörperschaften oder der Untergang von Teilreichen.

D Trotz oder gerade wegen des Untergangs der alten, übergeordneten, auf die Länge nicht haltbaren Struktur können die neuen Strukturen mit der Zeit durchaus interessante, lebenswerte Gebilde werden.

Soweit das Diadochenmodell, das übrigens ohne weiteres auf ähnliche geschichtliche Ereignisse wie etwa den Niedergang des Pharaonenreichs, des alten Chinas, des römischen Imperiums, des osmanischen Reichs oder auch des Commonwealth Anwendung finden könnte.

## **2. Atombomba und internationale Gemeinschaft als grosse Unbekannte**

Der Schrecken, den der Eiferer Schirinowski nach seinem Wahlerfolg dem Westen und namentlich den Mitteleuropäern eingejagt hat, geht nicht so sehr auf den mit dem Diadochenmodell durchaus erklärbaren Willen nach Wiederherstellung alter imperialer Strukturen zurück. Jedermann weiss, dass Russland wegen seiner miserablen Wirtschaftslage und generell schlechten Verfassung, aber auch wegen des mittlerweile absolut ungenügenden konventionellen militärischen Potentials, für die nächsten paar Jahre strukturell nicht-angriffsfähig bleiben wird. Wären nicht die intakten Nuklearwaffen, so könnte man achselzuckend zur Tagesordnung übergehen.

Leider ist die Angelegenheit aber nicht so einfach. Das Atompotential, bisher im wesentlichen in der Hand zweier Gegenspieler durchaus verlässlicher Art, scheint nun zum gefährlichen Droh- und Erpressungsmittel von "Diadochen" zu werden. Das gab es damals, im Jahre 300 v. Chr. noch nicht: dass aus untergeordneter Position die ganze internationale Staatenwelt zum Zittern gebracht werden kann!

Oekonomisch gesehen handelt es sich beim Nuklearproblem um eine "Externalitätenfrage". Bis zum Zusammenbruch der UdSSR war es so, dass aufgrund der Gegenschlagskapazität und des Gegenschlagswillens die "Kosten" des Einsatzes von Atomwaffen völlig internalisiert waren. Wer Atomwaffen eingesetzt hätte, wäre von Atomwaffen zerstört worden. Deshalb waren ja die vierzig Nachkriegsjahre politisch so stabil. In der neuen weltpolitischen Konstellation sieht das insofern anders aus, als nicht mehr so völlig klar ist, ob der regionale Einsatz von Atomwaffen dermassen prohibitive Preisfolgen nach sich ziehen würde. Wird die internationale Gemeinschaft genügend glaubwürdig sein, durch Gegenschlagskapazität und -entschlossenheit die Externalisierung der Kosten des Atomwaffeneinsatzes zu verhindern?

## **3. Mangel an strategischen Konzepten**

Die Frage ist sehr entscheidend für die internationale Entwicklung der nächsten Jahrzehnte. Nicht nur in der russischen Politwirrnis gibt es Leute, die nukleare Expansionsträume haben. Nordkorea, Pakistan, Irak, Iran, Israel und Südafrika stehen ebenfalls auf der Liste der Atomwaffenstaaten. Das "Diadochenmodell" für die Nachfolge in der ehemaligen UdSSR würde in seiner relativen Friedlichkeit

nur funktionieren, wenn in dieser Frage absolute Klarheit geschaffen würde.

Sehr ermutigend stehen die Zeichen nicht. Die UNO hat in den letzten Konflikten (Jugoslawien, Somalia) an Ansehen eingebüsst. Clintons kürzlicher Auftritt in Moskau war nicht unbedingt überzeugend. Die amerikanische Aussenpolitik scheint einmal mehr dem Fehler zu unterliegen, mit "Appeasement"-Ideen und unklaren Signalen es allen, sogar den Altkommunisten und Ex-KGBlern, recht machen zu wollen. Auch die Kontrolle der Atomfabriken in Nordkorea lässt auf sich warten.

Falsche Rücksichten und schwache Zusprüche sind in einer so vitalen weltpolitischen Frage fehl am Platz. Gerade heute wäre es dabei ja keineswegs undenkbar, dass eine starke und einige internationale Gemeinschaft mit all ihren Instrumenten (UNO, Weltbank, IMF, NATO usw.) hierin klare Verhältnisse schaffen würde. Was fehlt, sind strategische Konzepte und eine deutliche, ehrliche, von legitimen (Ueberlebens-) Interessen geprägte Aussenpolitik.

#### **4. Konzeptarmut des Kleinstaats**

Was im Grossen gilt, hat leider auch seine Gültigkeit im Kleinen. Was in der Schweiz fehlt, sind strategische Konzepte und eine deutliche, ehrliche, von legitimen Interessen geprägte Politik. In einer Welt, in der ein Land wie die Schweiz nicht mehr einfach nur eingebettet ist in eine militärische und wirtschaftliche Ueberstruktur (NATO, EG, OECD usw.), sondern in der man unter anderem auch den Umgang mit einer Vielzahl von Diadochenreichen üben sollte, herrscht eine Mentalität von Apathie, Desinteresse und teilweise überheblichem Besserwissen vor.

Das Erschreckende daran ist, wie wenig bewusst es der Oeffentlichkeit und namentlich der Mehrheit der Medien noch immer ist, dass sehr viele unserer sozialstaatlichen Errungenschaften in bezug auf ihre Finanzierbarkeit sich in äusserst prekärem Zustand befinden und dass längerfristig nur ein gesundes Wirtschaftswachstum den Bestand sichern kann. Und die Politik spricht noch immer von Leistungsverbesserungen bei der AHV ...! In den bernischen Verwaltungszentren brütet man noch immer über weiteren Verfeinerungen des regulatorischen Netzes. In Bundes-, Kantons- und Gemeindeverwaltungen sitzen noch immer viele Beamtinnen und Beamte, die es als ihr höchstes Ziel ansehen, die "böse Wirtschaft" zu bevormunden und zu behindern.

Wenn nächstes Jahr in der Schweiz die Mehrwertsteuer eingeführt wird, so sieht das eidgenössische Finanzdepartement allen Ernstes für die ausländischen Kunden von Schweizer Banken eine Besteuerung der Vermögensverwaltungstätigkeit vor, obwohl bekannt ist, dass die EG in Rücksichtnahme auf die Konkurrenzfähigkeit der Finanzplätze Luxemburg und London darauf explizit verzichtet! Das ist "Interessen"-Politik von Altachtundsechzigern und mithin Gegnern des Finanzplatzes Schweiz in ungefährdeten Beamtenstellungen. Ungeachtet einer sicherlich eintretenden Schädigung des na-

mentlich für den Fiskus so wichtigen Finanzplatzes feiern alte Schemen fröhlich Urständ.

### **5. Zeit wird knapp**

Die Arbeitslosigkeit hat in der Schweiz, wie auch in den übrigen Ländern Europas, Rekordhöhen erreicht. Das schweizerische Arbeitslosenversicherungssystem behandelt "frische" Arbeitslose sowohl finanziell wie auch regulatorisch grosszügig, indem die Annahme "unpassender" und schlechter bezahlter Arbeit weitgehend nicht verlangt werden kann. Nach zwei Jahren hören die Zahlungen der ALV aber auf, und dann muss die Fürsorge der Gemeinden zu greifen beginnen. Ist man sich landauf, landab dieser kommenden Belastung der Gemeindeétats wohl bewusst?

Viele unserer löblichen Einrichtungen sind zu sehr auf eine wirtschaftliche Schönwetterlage eingestellt, also auf ein reales Wachstum des Sozialprodukts. Länger dauernde, nicht lediglich zyklisch erklärbare Rezessionen enden im finanzpolitischen Chaos. Das gilt über die ALV hinaus für die AHV, für das Krankenversicherungswesen, für den Staatshaushalt ganz allgemein.

Die Krise ist struktureller Natur. Strukturen: Das sind die industriellen, das sind die Dienstleistungsstrukturen, das sind aber auch und vor allem die staatlichen Rahmenbedingungen. Die Zeit wird knapp. Die Schweiz (und übrigens nicht nur die Schweiz ...) muss sich dringend auf die wesentlichen Standbeine des Gedeihens besinnen. Die Pflege des Finanzplatzes gehört dazu genausgleich wie eine neu zu erlangende Effizienz des Sozialsystems oder die Wahrnehmung der wirtschaftlichen Interessen nach aussen.

Was zu tiefer Sorge Anlass gibt, ist der Umstand, dass sich die Strukturen der Wirtschaft unter dem Erfolgsdruck sehr viel schneller verändern als jene des Staats- und Verwaltungsapparats. Die Bevormundungs-, Machbarkeits- und Weltverbesserungsmentalität scheint dort erst durch einen Generationenwechsel zu eliminieren sein. Das würde aber noch zehn, zwanzig Jahre bedeuten! In der Zwischenzeit wird sich die Wirtschaft arrangiert haben. Anderswo auf der Welt. Die Entwicklung ist in vollem Gange.

### **6. Tiefe Zinsen als Positivum**

Die beschriebene strukturelle Krise ist nun allerdings begleitet von einer globalen monetären Entwicklung, die zumindest von der Geldseite her die Aussichtslosigkeit bezüglich Veränderung veralteter und maroder Strukturen weitgehend in den Schatten stellt. Betrachtet man nämlich die globale Zinsentwicklung etwas aus Distanz, so kann man unschwer einen längerfristigen Trend zu tieferen Zinsen seit dem Jahre 1982 beobachten. Das Zinsniveau am Geldmarkt war damals bei etwa 16 % (global), heute ist es bei 4 %. Tiefere Zinsen bedeuten tiefere Refinanzierungskosten für die Unternehmungen und, damit zusammenhängend, einen höheren Wert der Aktiven. Wer Angst vor der anhaltenden Börsenhausse hat, muss sich dieser Grundentwicklung bewusst sein.

Möglich wurde die Entwicklung nur durch die Bewältigung des Inflationsproblems der Siebzigerjahre - wobei "Bewältigung" möglicherweise ein unrichtiger bzw. übertriebener Ausdruck ist, weil er die ausschliessliche und gezielte Herbeiführung dieses Zustands - etwa durch die Notenbanken - suggeriert. Wahrscheinlicher ist jedoch, dass eine Vielzahl verschiedener Faktoren den Wegfall ernsthafter Inflationsgefahren herbeigeführt hat, so unter anderem der beschleunigte Zerfall der Rohstoffpreise. Unter Ausklammerung des Rohöls haben sich die Rohstoffpreise seit 1948 real nicht erhöht, sondern reduziert! Viele Rohstoffe werden von den Herstellerländern geradezu "verschenkt"; Lohnkosten sind in der Rohstoffproduktion vielerorts beinahe ein Fremdwort. Ist es das Auseinanderfallen von Rohstoffkartellen, ist es die Bevölkerungsexplosion in rohstoffproduzierenden Ländern, sind es feudale Strukturen im Arbeitsprozess? Tatsache ist jedenfalls, dass auf absehbare Zeit keine wesentliche Inflationsgefahr von den Rohstoffpreisen her droht.

Aehnlich zu beurteilen ist die Lohnsituation, die sich namentlich in den letzten paar Jahren sehr beruhigt hat. In den USA nahmen die "weekly earnings" während der letzten zwei Jahre nominell gerade noch um je etwa 2,5 % zu. Dies entspricht einem realen Nullwachstum. Das Hinzukommen riesiger Arbeitsmärkte im Osten hat ähnliches in Europa bewirkt. Sodann muss auf die momentan und vermutlich noch einige Zeit vorhandenen Ueberkapazitäten hingewiesen werden, auf die nach wie vor geringe Kreditstätigkeit der Banken (in Europa verharret sie auf einem Rekordtief, in den sich konjunkturell erholenden USA ist sie im Vergleich zu früheren Aufschwüngen noch stets sehr gering). Die europäische Baukonjunktur mit Ausnahme der deutschen ist nach wie vor schwach.

## **7. Und die Expansion der Geldmenge?**

Im Lichte dieser realwirtschaftlichen Daten und Fakten stellt sich die Entwicklung der Geldmenge als teilweise erratisch und schwer interpretierbar dar. Seit 1981 waren in den USA vier Geldmengenschübe (gemessen an M1) zu verzeichnen, mit wenig oder gar keinen Auswirkungen auf die nachfolgende Inflationsrate. Die seit nunmehr drei Jahren praktizierte, sehr grosszügige Geldpolitik des Fed hat bislang auch nicht in hoher Inflation geendet, wie dies oft befürchtet worden war.

Der Schlüssel zum Verständnis liegt vermutlich im Einbezug der grösseren Geldmengenaggregate in die Ueberlegungen sowie in der Berücksichtigung der Umlaufgeschwindigkeit (Velozität) des Geldes. Da nach wie vor, auch in den USA, die Kreditnachfrage grosso modo stagniert, bewegen sich die letztlich die Realwirtschaft besser reflektierenden Geldmengenaggregate M2 und M3 noch stets auf tiefem Niveau. Die Velozität ist seit einigen Jahren rückläufig. Das bedeutet, dass pro Einheit Bruttosozialprodukt mehr Einheiten Liquidität notwendig sind und eine Geldmengenausweitung sich vice versa weniger schnell und stark auf eine Ausweitung des BSP auswirkt. Dadurch vermindert sich der Inflationsdruck zusätzlich.

Uebermässige Bedenken einzelner Notenbanken bezüglich weiterer Zinssenkungen bewirken zweierlei: erstens ein zu langes Hochhalten der Realzinsen und damit eine Verlängerung und Verschärfung der Rezession, zweitens eine wahrscheinlich ungewollte Erstarkung der eigenen Währung. Das hohe Niveau des Schweizerfrankens gegenüber der DM und dem US\$ lässt sich auf diese Weise erklären.

#### **8. Umkehr des Zinstrends in den USA? Und in Europa?**

Diese zugegebenermassen etwas technischen Ueberlegungen führen nun zum wichtigen Schluss, dass aufgrund der Inflationssituation, der tiefen Kapazitätsauslastung, der eher mässigen Kreditnachfrage, der rückläufigen Velozität und der Unwahrscheinlichkeit, dass das Fed je einmal in aktiver Währungspolitik macht, kaum mit einem namhaften Anstieg der US-Zinsen über die nächsten Monate zu rechnen sein wird. Es sei denn, man werde von unerwartet hohen Wachstumswahlen im Frühjahr überrascht, was wiederum angesichts der Kreditnachfrage aber eher unwahrscheinlich ist.

Die schwierige Budget-Situation der öffentlichen Hand bedeutet für die Wirtschaft im Klartext, dass kaum Wachstumsimpulse von der fiskalischen Seite zu erwarten sind. Auch dieser Faktor spricht eher gegen eine baldige und markante Aenderung in der Geldpolitik des Fed.

Und in Europa? Bei rekordhoher Arbeitslosigkeit, tiefer Kapazitätsauslastung, höchst geringem fiskalischem Spielraum, sehr tiefen Wachstumserwartungen für die einstige Konjunkturlokomotive Deutschland und stets noch sinkenden Inflationserwartungen sehen wir auch heute noch Raum für weitere, wenn auch nicht mehr so spektakuläre Zinssenkungen wie 1993. Die Märkte werden gewisse "Schallgrenzen" nicht sehr bereitwillig nehmen (4 % im SFr., 5 % in der DM), der Trend nach unten wird aber anhalten.

#### **9. Wie lange bleibt der SFr. so stark?**

Die in den letzten Monaten und Wochen zögerlicher gewordene Bereitschaft der Schweizerischen Nationalbank zu weiteren Zinssenkungsschritten hat den Schweizerfranken namentlich gegenüber der DM und anderen Eurowährungen aufs Jahresende hin erstarken lassen. Die Exportindustrie hat darunter zu leiden, wobei ein starker Franken mehr und mehr nur noch kleine und mittlere Unternehmen trifft. Multinationale Unternehmen wie die Chemischen oder wie Nestlé und Holderbank werden von einem starken SFr. kaum mehr beeinflusst, da ohnehin zur Mehrheit im Ausland produziert wird.

Eine Rückkehr zur explizit aktiven Währungspolitik durch die SNB ist sehr unwahrscheinlich. Die Turbulenzen im Osten sprechen weiterhin eher für die Valuta des kleinen Neutralen und gegen die Währung der mitteleuropäischen BRD. Mit andern Worten rechnen wir mit einer anhaltenden Stärke des Schweizerfrankens. Grössere Umdispositionen in die Schweizer Währung hinein halten wir allerdings auf dem heutigen Niveau für nicht mehr sehr sinnvoll.

Und ein Umsteigen in den US-\$? Ja, wenn auch nur mit gedämpften Erwartungen. Die USA (und Grossbritannien übrigens

auch) sind zyklisch den europäischen Ländern voraus, und Währungen von Ländern mit höherem Wachstum sind in aller Regel attraktiver. Die beschriebene monetäre Situation legt aber nahe, dass kaum riesige Sprünge oder gar Turbulenzen angesagt sind. Vorbehalten bleiben natürlich weltpolitische Widerwärtigkeiten aus den Diadochenreichen der Ex-UdSSR ...

#### **10. Aktien: Das Spiel ist pfiffiger geworden**

Von der monetären Seite (Zinstrend, Inflationsrate) spricht nichts gegen weiterhin positiv tendierende Aktienmärkte. Weiterhin haben vermutlich nicht wenige Grossanleger einen über längere Zeit hin gesehen zu kleinen Aktienbestand in ihren Portfeuilleen. Bei nochmals sinkender Festgeld- und Obligationenrendite werden sich diese Anleger ein weiteres Mal nach Anlagealternativen umsehen müssen; es bleibt ihnen eigentlich nur der Aktienmarkt übrig.

Allerdings gibt es mittlerweile auch einige Anzeichen für eine Ueberhitzung des Geschehens, namentlich an der Schweizer Börse. Wenn nämlich, völlig unbesehen jeglicher fundamentalen Qualität, Aktien von Unternehmen mit bestenfalls geringen Gewinn- und Ueberlebensaussichten zusammengekauft werden, dann hat ein Markt einen gewissen Reifegrad erreicht. Auch die geradezu unübersehbar gewordene Flut von Optionsanleihen weist auf mehr Volatilität als in den vergangenen Monaten hin. Jemand muss (und will!) die Optionen ja auch schreiben.

Wir halten uns im wesentlichen an die Aktien derjenigen Unternehmen, bei denen die Wahrscheinlichkeit von Gewinnenttäuschungen gering sein wird. Dazu gehören die Grossbanken, Vermögensverwaltungsbanken, die multinationalen Industriewerte. So pfiffig das Spiel momentan auch sein mag: verlieren wollen wir es nicht!

Nach wie vor etwas "zurückgeblieben", unter dem Eindruck der politischen Entwicklungen in Osteuropa sowie den hausgemachten Problemen bei weitem auch weniger stetig ist der deutsche Aktienmarkt. Im nördlichen Nachbarland konzentrieren wir uns einerseits auf Standardwerte, empfehlen vorsichtigen Investoren andererseits den Kauf eines Index-Produkts mit einem limitierten Verlustrisiko bei allfälligen Frosteinbrüchen.