

## 1. Vertrauen ist alles

Das Gespräch unter Freunden am Mittagstisch kreiste kürzlich um das Phänomen des sogenannten WIR-Geldes. Für Nicht-Schweizer oder auch Leser, denen gewisse Usanzen im gewerblich-mittelständischen Geschäftsverkehr eher fremd sind: WIR ist eine Genossenschaft mit Sitz in Basel und wurde 1934 im Lichte der Wirtschaftskrise als Selbsthilfeorganisation von gewerblichen Kreisen gegründet. An Zahlungsstatt können bei der Genossenschaft Guthaben begründet werden, und aus dieser Art Giro-System wurde nach und nach ein kleines Finanzsystem mit "Buchungsaufträgen", denen gewissermassen die Bedeutung von Geld zukommt. WIR-Geld wird mit höheren oder tieferen Abschlägen gehandelt, und alle möglichen Dienstleistungen bieten sich zur Annahme von WIR anstelle von harten Schweizerfranken an.

Die Angelegenheit wäre nicht der Rede wert, wenn nicht am Sandkastenbeispiel WIR gezeigt werden könnte, welche Elemente denn dazu beitragen, dass Zahlungsmittel auf die Länge Bestand haben oder auch nicht. So unbedeutend gesamthaft gesehen der WIR-Anteil am Zahlungsverkehr unseres Landes ist, so erstaunlich ist andererseits die Beständigkeit des Quasi-Geldes. Dessen Annahme geschieht zwar oft eher nolens als volens, und man ist darauf bedacht, die Guthaben so schnell als möglich wieder loszuwerden. Dennoch genügt offenbar das Vertrauen in die Solvenz der Genossenschaft und die Wirtschaftskraft ihrer Mitglieder, dass nicht Kursverluste dem Phänomen bei ersten Anzeichen einer Rezession ein Ende bereiten.

Vertrauen heisst das Stichwort, und am erwähnten Beispiel kann gezeigt werden, dass Vertrauen nicht unbedingt oder in erster Linie glasklarer Organisationen, straffer Regulierung, mächtiger Institutionen oder gar gezielter Interventionen bedarf. Vielmehr gibt es offenbar auch Vertrauen in ein System verschlungener Checks and Balances, in ein System mehr oder weniger stabiler Gleichgewichte, in ein Konglomerat von einzeln gesehen äusserst schwachen Elementen, die durch eine Vernetzung aber eine gewisse Stärke erlangen.

Die Geschehnisse an den Finanzmärkten in den vergangenen Monaten können wohl mit "Vertrauenskrise" am besten zusammengefasst werden. Der vorliegende Anlagekommentar befasst sich deshalb mit der Frage des Vertrauens in Währungen, in Notenbanken, in Regierungen, in Börsen und in derivative Märkte. Man könnte es dem Leser wie dem Verfasser sehr einfach machen und in dasselbe Horn blasen wie all jene Kommentatoren, die im Angesicht der Turbulenzen den Teufel des Systemzusammenbruchs an die Wand malen und nach Kontrollinstanzen aller Art förmlich schreien. So einfach ist aber die Angelegenheit eben nicht. Wir kommen nicht

darum herum, uns mit der Frage des Vertrauens in das prinzipiell Unkonstruierte, aber sich Selbstorganisierende, in die Märkte zu befassen.

## 2. Dollarkrise: Vertrauenskrise

Eigentlich hätte seit den frühen Februartagen der US-Dollar gegenüber den europäischen Währungen zulegen müssen. Zumindest wenn man davon ausgeht, dass das Gefüge der Zinsdifferenzen und die relative Wirtschaftsstärke wesentliche Bestimmungsfaktoren für Währungsrelationen seien. Einmal mehr hat sich gezeigt, dass davon nicht die Rede sein kann. Von SFr. 1.47 bzw. DM 1.76 anfangs Februar ist der Dollar auf derzeit SFr. 1.30 bzw. DM 1.56 gesunken. Nicht einmal die jüngste Zinserhöhung des Fed am 16. August konnte am tiefen Niveau etwas ändern.

Sicherlich kann man eine Erklärung darin suchen, dass gleichzeitig auch in Europa bei den langfristigen Sätzen eine Art Zinswende eingetreten war und dass damit die Reduktion der Zinsdifferenz nur bei den kurzfristigen Sätzen stattfand. Das reicht aber nicht aus, um die Stärke der Euro-Währungen und des Schweizerfrankens zu erklären. Die Suche muss nach einem tiefergehenden Missbehagen gehen. Das Stichwort "Vertrauen" bietet sich an.

Was macht das Vertrauen in eine Währung aus? Dass der Besitzer gewiss ist, zu jedem beliebigen künftigen Zeitpunkt reale Gegenwerte erstehen zu können. Das Vertrauen in die Solvenz des Landes und die Wirtschaftskraft der Marktteilnehmer ist auf *lange Frist* gefragt. Und in diesem Zusammenhang stellen sich eben gegenüber gewissen Erscheinungen in den USA schon einige Fragezeichen. Die Nichtbewältigung des Budgetdefizits durch US-Regierungen jeglicher Couleur und das Abschieben des Problems auf spätere Generationen, die dann, Wunder über Wunder, plötzlich so geschickt, produktiv, einig über fiskalische Opfer und sozialpolitische Einschränkungen dem Defizit ein Ende setzen sollen: daran vermag im Ernst niemand so recht zu glauben.

Es sind möglicherweise nicht so sehr die unmittelbaren und oft zitierten Inflationsängste, die auf den amerikanischen Finanzmärkten lasten, sondern vielmehr das unausgedrückte Bewusstsein dieser finanzpolitischen Sackgasse. Dass der momentan regierende Präsident nicht einmal in ganz anderen und für Aussenstehende eher einfach erscheinenden Problemen wie der Vorlage über die innere Sicherheit eine Mehrheit hinter sich bringen kann, zeigt in fataler Weise die geringe Wahrscheinlichkeit einer Budgetbereinigung auf.

Die Wirtschaftskraft der wesentlichen Akteure im Dollarbereich: Damit sind Produktivität und der Grad der Eigenfinanzierungsfähigkeit gemeint. Während im Verlaufe des konjunkturellen Aufschwungs in der Produktivität der amerikanischen Wirtschaft eindeutige und markante Fortschritte erzielt werden konnten, hapert es auf der Finanzierungsseite ebenso eindeutig und hartnäckig. Die im langjährigen Durchschnitt immer im Bereich von etwa 9 % gelegene Sparquote der

Privaten (in Relation zum verfügbaren Einkommen gemessen) bewegt sich seit 1987 auf gerade noch 4 %. Die Aussen-schulden der US-Wirtschaft wachsen, das Wirtschaftswachstum wird nicht über den eigenen Cash-Flow finanziert. Solches mag in Phasen grosser Restrukturierungen oder bei der Behebung von Kriegsschäden für eine Volkswirtschaft angehen, auf die Länge bekommt es aber einem Wirtschaftsblock, der immerhin etwa ein Viertel des Weltprodukts ausmacht, offensichtlich nicht gut.

Man kann das Ausmass der Ertragsbilanzüberschüsse oder -defizite mit der Entwicklung der Währungen in Beziehung setzen und erhält ganz erstaunliche Resultate. Sie sprechen auch weiterhin nicht für eine starke Erholung der amerikanischen Währung (vgl. dazu Seite 1 des Anhangs "Anlagepolitik").

### 3. Unter den Blinden ist der Einäugige König

Nun mag der Leser zu Recht einwenden, es sehe nun ja bei einzelnen der besprochenen Einflussfaktoren weder in Europa noch in Japan noch in der Schweiz sehr viel besser aus. Tatsächlich hat sich die finanzpolitische Situation in eigentlich allen Industriestaaten wesentlich verdüstert. Die nachfolgende Tabelle zeigt als Gradmesser der Staatsquote das Verhältnis der kumulierten Staatsschulden einzelner Länder zum Bruttosozialprodukt.

Belgien	145.6 %	Portugal	70.6 %
Dänemark	67.6 %	Spanien	59.1 %
Frankreich	52.5 %	U.K.	46.5 %
Deutschland	48.5 %	Oesterreich	58.5 %
Griechenland	109.5 %	Finnland	58.0 %
Irland	87.7 %	Norwegen	48.0 %
Italien	113.9 %	Schweden	83.0 %
Niederlande	79.0 %		

(Zahlen 1994, Quelle: Wall Street Journal/Morgan Stanley)

Für die Schweiz dürfte das Verhältnis, Bund, Kantone und Gemeinden zusammengerechnet, etwa bei 45 % liegen. Die Tendenz der Fehlbeträge ist in allen Ländern steigend. Der Maastricht-Vertrag setzt eine Konvergenzlimite von 60 % fest...

Bezüglich Staatsschulden gibt es auf lange Sicht an sich etwa vier Möglichkeiten:

- a) Die Schulden werden irgendwann und irgendwie zurückbezahlt.
- b) Die Schulden werden vor sich hergeschoben, also eigentlich nie zurückbezahlt, aber das wird nicht gesagt.
- c) Die Schulden werden eines Tages durch einen Kraftakt reduziert oder für ungültig erklärt. Eventuell geschieht dies auch durch Auflösung des Schuldners.

- d) Die Schulden reduzieren sich in Relation zum Geldwert infolge von Inflation. Die Steuerprogression sorgt gleichzeitig für erhöhte fiskalische Einnahmen.

Die Finanzmärkte kennen die Wahrscheinlichkeit der Szenarien, und deshalb reagieren sie mit Verstimmung und Unsicherheit auf Anzeichen, dass der politische Sektor Einfluss auf die Notenbank nimmt, um das vierte Szenario (Inflationierung) irgendwann einmal zum Spielen zu bringen. In den USA verursachten die Neu-Nominierungen Clintons für das Fed solche ungunstigen Gefühle. In Europa scheinen zumindest die wichtigen Notenbanken vor dem Zugriff der Politik geschützt. Und die andern (Italien, Belgien) werden durch Währungsturbulenzen in Schranken gehalten ... Aber auch wenn die unmittelbare Gefahr des Einsatzes der Druckerpresse für Neugeld nicht gegeben ist, verbleiben Staatsdefizite und ungezügelter Staatswachstum als ungelöstes, ja nach menschlichem Ermessen kaum lösbares Problem im Raum stehen. Es ist völlig logisch, dass die Finanzmärkte die Grössenordnung des Problems bewerten und dementsprechende Vertrauensnoten für Länder und Währungen verteilen.

Der Zustand der öffentlichen Finanzen ist auch in der Schweiz beklagenswert, und die Untätigkeit der classe politique geradezu haarsträubend, was im folgenden Abschnitt noch etwas verdeutlicht werden soll. Dies allerdings unter dem wichtigen Vorbehalt, dass eben alles relativ ist und Verhältnisse hierzulande trotz allem von den internationalen Finanzmärkten nach wie vor als paradiesisch bewertet werden. Relativ paradiesisch, sozusagen.

#### 4. Vertrauen in die Politik?

Die nachfolgende Tabelle zeigt die Entwicklung der Ausgaben des Bundes über die letzten paar Jahre auf.

	1989	1993	+ %
Behörden und Gerichte	435	615	41.4
Dept. für auswärtige Angelegenheiten	1'206	1'644	36.2
Dept. des Innern	8'432	12'020	42.6
Justiz-und Polizeidept.	729	1'253	71.9
Militärdepartement	4'679	4'824	3.1
Finanzdepartement	5'320	7'257	36.4
Volkswirtschaftsdept.	3'414	6'626	94.8
Verkehrs-und Energie- wirtschaftsdept.	4'290	6'362	48.3
TOTAL	28'504	40'600	42.4

(in 1'000'000 Franken; Quelle: Eidg. Finanzdepartement)

Diese Zahlen und insbesondere die Zuwachsraten zeigen sehr deutlich auf, dass das wirkliche finanzpolitische Problem nicht eigentlich im Staatsdefizit liegt - der Bund konnte sich bis 1989 noch eines Rechnungsüberschusses erfreuen -, sondern ganz eindeutig auf der Ausgabenseite. Untersuchungen haben ergeben, dass beinahe alle Ausgaben nicht einer besonderen Spendierfreudigkeit von Bundesrat und Verwaltung bei Ausschöpfung eines übermässigen Spielraumes zuzuschreiben, sondern gesetzlich gebunden sind, letztlich also auf Beschlüsse des Parlaments zurückzuführen sind. Mangelnde Weitsicht bezüglich Kostenfolgen mag mitspielen, im Vordergrund steht aber wohl der Anreiz zur Befriedigung spezifischer Interessen der Wählerklientel.

Ungerecht wäre es im übrigen auch, das enorme Staatswachstum einer bestimmten politischen Seite anlasten zu wollen. Es ist nicht so, dass nur "die Linken und die Netten" an allem schuld sind. Denn seit je besteht in der Schweiz eine bürgerliche Mehrheit, die jeder einzelnen dieser ausgabengenerierenden Vorlagen einmal zustimmen musste. Man jammert heute über die Riesenbeträge für die Alpenbahntransversale. Wer von den wackeren Bürgerlichen hätte an eine privatwirtschaftliche Lösung auch nur gedacht, geschweige denn sich dafür eingesetzt? Wer aus der Ratsmehrheit hat denn den Mut, den landwirtschaftlichen Subventionsdschungel wirklich anzugehen, wer würde der gross angekündigten Deregulationsrakete denn endlich einmal etwas Schub verleihen? Wer würde sich denn endlich für ein Gesundheitssystem verwenden, bei dem nicht über Krankenkassensubventionen bald jeder sich selber unterstützen muss und bei dem nicht jede Kostenwahrheit verschleiert würde?

Wenn von Vertrauen die Rede ist, dann kann vernünftigerweise über den politischen Sektor eigentlich nur eines gesagt werden: höchstens in seinen fortgesetzten Expansionsdrang ist zu vertrauen ...

## **5. Vertrauen in die Märkte - weshalb?**

Interessant ist nun aber zu beobachten, wie in einer international weitgehend integrierten Welt bei Abweichungen vom Pfad der Tugend rasch und ab und zu auch brutal Korrekturen erfolgen. Vom Kurszerfall der amerikanischen Währung haben wir schon gesprochen. Aber auch eine Strukturkrise, wie sie Europa in den letzten drei Jahren über sich ergehen lassen musste, weist auf die Kraft des "Wettbewerbs der Systeme" hin. Länder, deren sozialstaatliches Netz zu teuer und zu ineffizient geworden ist, werden durch Abwanderung industrieller Produktionsstätten "bestraft". Diese Entwicklung hat vermutlich erst ihren Anfang genommen. Heutige Unternehmer müssen nicht mehr in erster Linie ihre Absatzmärkte suchen, vielmehr heisst Management künftig unter anderem, Rahmenbedingungen sorgfältig zu evaluieren und mögliche neue Produktionsstandorte in ein unternehmerisches Ganzes zu integrieren.

Es zeichnet sich auch deutlich ab, dass die Tätigkeit der Notenbanken einem solchen Druck der Märkte ausgesetzt wird. Ueber "Spekulanten" wie George Soros und über die "Akteure im derivativen Geschäft" wird derzeit viel Ungutes gesagt. So sollen sie schuld sein an den Turbulenzen der Finanzmärkte in den letzten sechs Monaten. Gewiss: die Möglichkeit, mit modernen Finanzinstrumenten riesige Volumina in kürzester Zeit zu verschieben und neu zu positionieren, verleiht an sich unspektakulären Ereignissen oft ein ungeheures Momentum. Auch Uebertreibungen dürften an der Tagesordnung sein.

Die Tatsache aber, dass jegliche, vordergründig auch nur unbedeutende Information unmittelbar auf die Märkte durchschlägt, darf in der Bedeutung nicht unterschätzt werden. Es handelt sich um jene "unsichtbare Hand", von der Adam Smith erstmals gesprochen hatte. Gemeint ist der durch alle Checks und Balances, durch Trial-and-Error entstehende Gleichgewichtszustand, dem mehr und vor allem effizientere Regelungswirkung zukommt als allen planerischen Anstrengungen. Wenn gewährleistet ist, dass sich das Verhalten der Teilnehmer in rechtsstaatlich einwandfreien Bahnen bewegt und wenn sichergestellt ist, dass das Einhalten dieser Schranken auch kontrolliert wird, dann spricht nichts gegen die Macht und den Druck gerade auch derivativer Märkte. Es wird allerdings noch eine Weile gehen, bis man sich an sie gewöhnt hat und sich Vertrauen auch in diesen Zweig des Finanzsystems einstellt.

#### **6. Konvergente Wirtschaftsentwicklung mit wenig Inflation - lediglich ein Wunschtraum?**

Wenn dieser Optimismus bezüglich heilsamer Wirkung starker Marktkräfte in einer weitgehend integrierten Welt zutrifft, dann müsste letztlich ein grösserer Einklang in der geldpolitischen, währungsmässigen, konjunkturellen Entwicklung zwischen den Wirtschaftsbloeken resultieren. Und jedes Abdriften vom richtigen Pfad, beispielsweise eine unkontrollierte Geldmengenaufblähung, müsste umgehend von den Märkten mit höheren langfristigen Zinsen und einer schwächeren Währung bestraft werden.

In der Tat glauben wir heute Anzeichen einer Entwicklung in diese Richtung zu sehen. Hätte beispielsweise das Fed nicht in den letzten Monaten das Zinsniveau nach und nach erhöht, so hätte der Bondmarkt unverzüglich noch bei weitem deutlichere Signale ausgesandt, als wir es erleben mussten. Denn der Investor hat keine Lust, auf seinen langfristigen Obligationenbeständen Inflationsverluste zu erleiden. Aehnliche Anzeichen sind aus dem Währungssektor zu melden: Seit sich die europäischen Währungen innerhalb eines breiten Bandes frei bewegen können, ist deutlich mehr Ruhe eingekehrt als unter dem Regime des alten EWS. Und den Gegnern aller derivativen Instrumente sei auch gesagt, dass in dem Markt, der volumenmässig davon am meisten beherrscht wird, dem

Währungsmarkt, in den letzten vier Jahren die Volatilitäten stetig gesunken sind.

Mit den modernen Finanzinstrumenten und den heutigen Kommunikationsmöglichkeiten kann weltweit jederzeit agiert werden. Heute heisst das Thema Schweden, morgen Italien, übermorgen USA. So abwegig ist es deshalb nicht, eine grössere Konvergenz zu prognostizieren und vor allem auch auf die disziplinierende Wirkung der internationalen Finanzmärkte zu setzen. Allerdings: Märkte arbeiten nach dem Prinzip von Trial-and Error. Erfolg und Misserfolg sind die wesentlichen Triebkräfte. Frustration und unerklärliche Abweichungen, Unplanbares, Zufälligkeiten gehören zum Instrumentarium der Märkte.

## 7. ... and Error: Von der Frustration zum Vertrauen

Die letzten sechs Monate haben uns gelehrt, was Error und Frustration heissen kann. Im wesentlichen ist genau das erfolgt, was in Märkten eben passieren kann, dass scheinbar unwichtige oder nebensächliche Ursachen weitreichende Folgen zeitigen. Die Zinserhöhung des Fed im Februar war allseits erwartet worden, deren Auswirkungen überhaupt nicht. Die scheinbar kleine Ursache weckte in den Märkten ein Misstrauen gegen die Geldpolitik der Notenbanken, gegen den politischen Sektor, gegen eine Nation, die mehr ausgibt, als sie einnimmt. Seither sind die Märkte nervös, volatil. Viele Akteure sind von der Bildfläche verschwunden; die Uebriggebliebenen agieren mit grosser Vorsicht und reagieren auf jedes kleinste Vorkommnis.

Volatilitäten bilden sich irgendwann wieder einmal zurück. Dann nämlich, wenn nach den grossen Turbulenzen wieder so etwas wie ein Trend erkennbar ist. Wartepositionen können nicht ewig gehalten werden; irgendwann muss die strategische Mittelallokation wieder greifen. Dann werden sich auch verschiedene Risikoprämien wieder reduzieren, und die Märkte werden liquider.

Aufgrund der makroökonomischen Eckwerte (Inflationskonvergenz bei 1-3 %, Wirtschaftswachstum in den Industrieländern bei 2-4 %, Realzinsen ausser in den USA weit über dem Wirtschaftswachstum) prognostizieren wir einen relativ ruhigen und nicht sehr spektakulären Wachstumspfad. Wir halten die Inflationsängste aus verschiedenen Gründen eher für übertrieben. Insbesondere darf nicht vergessen werden, dass nach wie vor dämpfende strukturelle Phänomene im Spiel sind, namentlich auf der Seite des Angebots an Arbeit. Aber auch die Rohstoffpreise wirken zumindest in den Nicht-Dollar-Ländern kaum teuerungstreibend.

Vorsichtige Zuversicht wäre mit anderen Worten unsere Position in diesen Zeiten rauhen Gegenwindes. Dementsprechend empfehlen wir unseren Anlegern keine spektakulären Umschichtungen ihrer Vermögen. Aktien stellen über längere Zeit gesehen eines der wenigen (real) wertsteigernden Anlageinstrumente dar. Unternehmen mit guter Führung und zukunftsweisenden Produkten können längerfristig keine

falschen Anlagen sein. Da der Aufschwung sich bisher sowohl in den USA wie auch, sich abzeichnend, in Europa vor allem auf der Produktionsseite gezeigt hat, gewichten wir industrielle Titel etwas stärker als Konsumgüter oder Dienstleistungen.

Auf dem heutigen Niveau sind auch Obligationen keine zu verachtenden Anlageinstrumente mehr. Lange Laufzeiten belohnen den Mutigen im gegenwärtig nervösen Geschäft mit höheren Renditen. Aufgrund unserer Inflationsprognose erachten wir das Kursverlustrisiko als nunmehr gering. Es kann sich in Zeiten trägen Handels auch lohnen, Renditedifferenzen vergleichbarer Papiere (ähnliche Schuldnerqualität, ähnliche Laufzeiten) auszunutzen.

## **8. Vertrauen hat einen langen Zeithorizont**

In Zeiten hoher Volatilität, das heisst des nervösen Auf und Ab der Kurse innert kürzester Zeit gibt es im wesentlichen zwei mögliche Verhaltensweisen.

- a) Man sitzt andauernd am Bildschirm und versucht das nervöse Spiel erfolgreich mitzuspielen.
- b) Man streift die Kapuze über den Kopf und wartet, bis aufgrund der strategisch richtigen Mittelallokation die Sonne wieder scheint.

Die zwei Verhaltensweisen unterscheiden sich im wesentlichen durch den relevanten Zeithorizont. Beim Bildschirm-Player reicht das Vertrauen gerade bis zum nächsten Up- oder Downtick. Der längerfristig orientierte Anleger braucht Vertrauen in die Richtigkeit seiner Ueberlegungen; bisweilen braucht er auch Nerven, um daran noch zu glauben. Als "strategisch richtig" erachten wir Ueberlegungen, die mit der ökonomischen Theorie konsistent sind und denen aufgrund der Faktenlage genügende Relevanz zukommen. Dass die Hingabe von Risikokapital auf die Länge vom Kapitalmarkt besser entschädigt wird als jene von Fremdkapital, und dass langfristig ausgeliehenes Fremdkapital im Normalfall höhere Renditen ergibt als Geldmarktpapiere, ist eine der zentralen strategischen Aussagen.

Es liegt auf der Hand, welche Verhaltensweise das über 250 Jahre alte Bankhaus am Bohl in St.Gallen empfiehlt. Vertrauen hat einen langen Zeithorizont.