

## 1. Zinsen: Fortsetzung des Erklärungsversuchs

In unserem letzten Anlagekommentar vor Jahresende haben wir darzulegen versucht, weshalb es 1994 zu einem so abrupten, von niemandem in diesem Ausmasse erwarteten globalen Zinsanstieg kommen konnte. Der Erklärungsversuch hat in unserer Leserschaft und darüber hinaus in der Finanzpresse ein grosses Echo gefunden. Offenbar war der Kerngedanke, dass neue, äusserst effizient und kostengünstig einsetzbare (derivative) Zinsinstrumente das Verhaltensmuster der Märkte völlig zu verändern vermochten, indem sie Zyklen glätten, in dieser Deutlichkeit noch nicht geäussert worden. Dass die Geschwindigkeit und die Intensität der marktinduzierten Anpassungen die geldpolitischen Institutionen vor neue Tatsachen stellen, war Ausfluss dieses Gedankenmodells und fand in der Schlagzeile "Die Bondmärkte regieren die Welt" ihren Niederschlag.

Es gilt nun aber, noch einen Schritt weiterzugehen. Denn mit der Feststellung, dass die Bondmärkte über ihre aggregierte Erwartungshaltung den Preis für die längerfristige Hingabe von Geld definieren und dass dieser Preis eine gewisse Aussagekraft über die Stimmungslage bezüglich Inflationserwartungen bzw. Konjunkturentwicklung und Geldpolitik beinhaltet, ist zwar einiges gewonnen. Und die Ueberlegung, dass sich Veränderungen in der konjunkturellen Stimmungslage sofort und recht brutal niederschlagen können und damit die Notenbanken in ein enges Handlungskorsett zwingen, kann zu recht einigen Optimismus für die Zukunft nähren. Denn irgendwelchen politisch motivierten Spielereien mit der Inflationsrate würden dadurch längerfristig enge Grenzen gesetzt. Das gegenwärtig hohe Zinsniveau ist damit aber doch noch nicht hinreichend erklärt. Deshalb muss hier nun einige Gedankenarbeit geleistet werden.

Zins als Preis für die Hingabe von Geld: Welche Ueberlegungen leiten den Gläubiger bei dessen Festlegung? Er möchte sicherlich A) sein Geld wieder vollumfänglich zurückerhalten. Vollumfänglich heisst, dass er die Kaufkraft erhalten möchte. Deshalb spielen die Inflationserwartungen in die Zinsbildung hinein. Vollumfänglich heisst auch, dass er berücksichtigen muss, ob es den Schuldner zum Zeitpunkt der Rückzahlung noch gebe. Deshalb muss er je nach Bonität des Schuldners eine Risikoprämie verlangen. Der Gläubiger möchte B) darüber hinaus aber mit seinem Geld noch etwas (real) verdienen - er verfügt ja stets über Anlagealternativen -, und dieser Verdienst heisst Realzins. Er bewegt sich, immer in der grossen Zahl gesehen, im Bereich des Einkommenszuwachses der Wirtschaft und drückt so den erwarteten Zuwachs des Sozialprodukts aus.

## 2. Ungereimheiten mit Erklärungsbedarf

Wenn man nun den gegenwärtigen makroökonomischen Datenkranz in die obige Definition der Zinsen einfügt, dann ergeben sich einige interessante Fragen. Für eine längerfristige US- $\$$ -Anleihe an den amerikanischen Staat ist heute beispielsweise 8 % Zins zu leisten. Die beobachtete Inflationsrate bewegt sich um 2,8 %. Das reale Wirtschaftswachstum beträgt etwa 4 %. Verbleiben etwa 1,2 % als Abgeltung für das individuelle Schuldnerisiko. Dies ist, bei allen Vorbehalten gegenüber der amerikanischen Treasury, absurd. Also müssen die Inflationserwartungen deutlich höher liegen als die beobachtete Inflationsrate - so lautet die gängige Antwort auf die Ungereimtheit in dieser Gleichung, und dieser Erklärungsversuch mit einer Inflationserwartung von etwa 4 bis 5 % steht hinter dem Wust von Artikeln und Analysen zum Thema "Inflationsängste". Der ganze turbulente Zinsanstieg des letzten Jahres stand unter diesem Titel.

Inflationserwartungen und somit Inflationsbefürchtungen sind ernst zu nehmen. Aber es müsste irgendwelche Anhaltspunkte zu einer Beschleunigung an der Teuerungsfront geben. Solche sind jedoch nur schwerlich auszumachen. Auf der monetären Seite hat sich die Liquiditätsversorgung in den USA, in Deutschland und in der Schweiz deutlich zurückgebildet. Konjunkturell erweist sich der Aufschwung in Amerika wie in Europa als seltsam einseitig: Wachstum verspüren lediglich einige wenige Branchen wie die Investitionsgüter- oder Exportindustrie; der Konsum boomt in den Industrieländern keineswegs. Kein Anbieter kann sich namhafte Preiserhöhungen leisten - der Wettbewerb sorgt für konstante oder gar rückläufige Preise. Die Lohnspirale dreht sich nicht, denn wenn sie es tun würde, dann könnte die Produktion problemlos in die mehr als genügend vorhandenen Niedriglohnländer ausgelagert werden. Ein Vorgang, der ohnehin im Gange ist. Die (in den USA) angestiegene Kapazitätsauslastung als Grund zu erhöhter Inflation zu sehen, ist insofern fragwürdig, als durch die markanten produktivitätssteigernden Investitionen der Unternehmungen die Kapazitäten laufend massiv erhöht werden. Rohstoffe sind zwar teurer geworden, der alles entscheidende Erdölpreis bleibt aber mehr oder minder konstant. Mit andern Worten: Es ist mit dem besten Willen kein wirklicher, triftiger Grund für erhöhte Inflationserwartungen auszumachen.

Dann müsste, stets nach der obigen Gleichung, das erwartete Wachstum allenfalls höher sein, als es durch die effektiven Zahlen reflektiert wird. Das ist denkbar. Denn der Strukturereinigungsprozess, wie er heute in den Industrieländern und namentlich in den USA stattfindet, bewirkt eine stark erhöhte Produktivität. Die eher schleppenden Zahlen auf der Konsumseite lassen andererseits aber doch auch einige Zweifel an einem Wachstumsboom aufkommen: irgendwann müssen ja die Güter auch gekauft werden, volle Lager machen noch keine Hochkonjunktur aus!

Hohes Zinsniveau, tiefe Inflationserwartung, einseitiges Wirtschaftswachstum: Wir wagen dennoch nicht eine nächste, ausgeprägte Zinssenkungsrunde vorauszusagen. Vielmehr glauben wir, ein weiteres Element im Zinsgefüge zu erkennen, das es früher in diesem Ausmasse nicht gegeben hat.

### 3. Die Prämie für Enteignungsrisiken

Wir haben dargelegt, dass eine Prämie für erwartete Inflation das Zinsniveau bestimme, weil der Gläubiger grundsätzlich sehr gerne sein Geld in voller Kaufkraft wiedersähe. Inflation ist aber nur eine, wenn auch besonders subtile und perfide Art der Enteignung. Es sind auch andere Vorgänge zu beobachten, die geeignet sind, die Sicherheit für den vollen Gegenwert einer längerfristigen Investition in Frage zu stellen und die mit dem spezifischen Schuldnerisiko wenig zu tun haben.

Es gibt Volkswirtschaften, in denen man praktisch keinen Tag sicher ist, ob man morgen nicht mit leeren Händen dastehen wird, weil es zum Beispiel die Währung in dieser Form nicht mehr gibt, oder weil der Schuldner (ja gar die Bank) von der Bildfläche verschwunden ist, weil Beweisdokumente für Schuldverhältnisse nicht mehr anerkannt werden, weil Teile des Vermögens verstaatlicht werden etc. etc. Typischerweise kann in diesen Volkswirtschaften dennoch eine rege Marktwirtschaft im Sinne eines Systems von Bazars florieren. Erzielte Erträge werden aber entweder stante pede ins Ausland transferiert oder bestenfalls im eigenen Lande äusserst kurzfristig angelegt. Liquidität bedeutet in erster Linie Flexibilität, um jederzeit in der Lage zu sein, konfiskatorischen Zugriffen irgendwelcher Instanzen zu entgehen. Mit anderen Worten: In den genannten Volkswirtschaften gibt es praktisch gar keine langfristigen Schuldverhältnisse - die Risikoprämie dafür wäre generell viel zu hoch.

Marktwirtschaften ohne effiziente Kapitalmärkte: sie beherrschen - rein geografisch gesehen - den Globus. Entwicklungsländer, Schwellenländer, namentlich aber auch viele der weit weniger als halbwegs aus der Staatswirtschaft entkommenen Oststaaten leiden unter einem krassen Mangel an Rechtssicherheit. Das Bedürfnis, nicht eines Tages völlig entblösst dazustehen, wird durch keinerlei verlässliche Institution abgedeckt. An ihre Stelle treten Ersatzinstitutionen mafio-ser Gestalt. Die Allokation von Kapital ist aber alleweil äusserst ineffizient.

Was haben nun diese archaischen Verhältnisse mit den modernen, effizienten Kapitalmärkten der Industrienationen zu tun? Auf den ersten Blick wenig, näher betrachtet aber vielleicht eben doch etwas mehr.

#### 4. Risikoprämie für den Zerfall von Institutionen

Das Bedürfnis, auch längerfristig damit rechnen zu dürfen, für investiertes Geld einen entsprechenden Gegenwert wieder zu erhalten, ist also eng mit der Frage der Konstanz des Rechtes und namentlich mit der Frage der Wahrung von Eigentumsrechten verbunden. Eigentum hat im industriellen Westen eine lange Rechtstradition; man ist sich mehr oder weniger einig, dass die Verfestigung der das Eigentum schützenden Institutionen im Verlaufe der Neuzeit die wesentliche Voraussetzung für das beispiellose Wirtschaftswachstum der letzten 200 Jahre war.

"Regeln zur Voraussehbarkeit staatlichen Handelns": so definierte 1924 der amerikanische Richter Cardozo das Recht schlechthin. Friedrich August von Hayek sah die Funktion des Staates in erster Linie in der "protection of expectations", also in der Vermittlung einer hohen Gewissheit, nicht eines Tages ungerechtfertigter- und überraschenderweise völlig entblösst dazustehen. Bei allen zusätzlichen Funktionen, die der westliche Industriestaat im Laufe der Zeit angenommen hatte, war es doch diese Vermittlung von Sicherheit, die den Unterschied zu allen anderen Staatsformen ausmachte und die den entscheidenden komparativen Vorteil zur Wirtschaftsentwicklung ausmachte.

Unsere These geht nun dahin, dass die Märkte langsam, aber unaufhaltsam sich der Tatsache bewusst werden, dass es in weiten Teilen der westlichen Welt mit diesem komparativen Vorteil zu Ende geht. Es ist unverkennbar, dass sich die wichtigen Institutionen - der Staat, die überstaatliche Organisation, aber auch die staatlichen Funktionsträger wie Parteien und Verbände - in einem Aufweichungs- und teilweise Auflösungsprozess befinden. Aeusserlich hat vermutlich die abrupte Verminderung der internationalen Konfrontation zur Beschleunigung des Prozesses beigetragen. Die Auflösung des Sowjetkolosses setzt sich beim früheren Antipoden gleichsam fort. Man braucht ganz einfach den Staat nicht mehr in dem Masse wie früher. Weil die Verteidigungsgemeinschaft in der ganzen Weltgeschichte stets die wesentlichste Kraft für den staatlichen Zusammenhang darstellte, wirkt sich das schwindende Bedürfnis nach militärischer Sicherheit entsprechend aus.

Nebst dieser offenkundigen äusseren Veränderung haben sich die Vorstellungen über die Funktion des Staates aber auch von innen her verändert. Der Staat als Verteidigungsgemeinschaft, als Lebens- und Kulturraum, als Wirtschaftsraum und als Rechtsraum ist vielerorts auf die Funktion als Adressat aller möglichen Ansprüche reduziert worden. Das allerorts sanierungsbedürftige Gesundheitswesen, hoffnungslos überschuldete Sozialwerke, giesskannenartige Zahlungen an alle Bürger und Gruppierungen, die sich genügend lautstark vernehmen lassen oder unentbehrlich machen können: an andere Themen denkt man unter dem Stichwort "Staat" schon gar nicht mehr. Die derzeitigen Bemühungen, die staatlichen Budgetdefizite unter Kontrolle zu bringen, sprechen Bände. Die

Quadratur des Zirkels, die Ausgaben bei gleichzeitiger Beibehaltung aller Subventionen und Zuschusszahlungen zu bremsen oder das Defizit ohne neue Einnahmen ins Gleichgewicht zu bringen, will nirgends gelingen - kann es auch nicht, was aber nicht heisst, dass diese Art Veranstaltung nicht in sämtlichen Parlamentsgebäuden der Welt stattfindet!

Wir sind der Ansicht, dass die Kapitalmärkte als aggregierte Meinung sämtlicher Teilnehmer den Glauben zu einem rechten Stück verloren haben, dass die Rechnung je noch aufgehen kann. Und dann ist es nur noch ein kleiner Schritt zur Erkenntnis, dass eine Rechnung, die nicht aufgeht, eben dereinst mit ungewohnten Mitteln beglichen werden könnte. Bis vor fünf Jahren galten Schuldner, die auf irgendeine Weise dem Staat nahestanden, weil sie sich zum Beispiel wie Airlines in seinem Mehrheitsbesitz befanden, als absolut sicher. Heute weiss man, dass ein Einstehen für die Verbindlichkeiten in vielen Fällen zumindest nicht mehr selbstverständlich wäre. Der staatliche Schuldenberg und staatliche Misswirtschaft birgt ganz generell ein gewisses langfristiges Enteignungsrisiko. Die Entwertung der Schulden durch Inflation ist eine mögliche Form des Schuldenabbaus, Währungsschnitte und konfiskatorische Steuern sind andere.

Immerhin ist es ja mehr als nur von akademischem Interesse, dass heutzutage zum Beispiel am Euromarkt kaum mehr ein Renditeunterschied mehr besteht zwischen Anleihen eines Staates und denjenigen eines erstklassigen privaten Schuldners. Das bedeutet doch nichts anderes, als dass der Glaube in gewisse Institutionen nicht mehr höher ist als die Gewissheit, von einem nicht einmal durch eine rechtsverbindliche Garantie abgedeckten Emittenten das Geld dereinst wieder zurückzuerhalten.

## **5. Auswirkungen auf unser Zinsszenario**

Der Gedankengang ist konsistent mit dem, was sich an den Finanzmärkten in den letzten 12 Monaten getan hat, und deswegen auch geeignet, einige Voraussagen zu machen. Wenn zum Beispiel die italienische Polit-Schmierenkomödie die Lira durch alle Böden sinken lässt und in unserm südlichen Nachbarland bei einer Inflationsrate von nur 4 % Zinsen von 12 % bezahlt werden müssen, oder wenn die Zusage der Regierung Clinton für eine finanzielle Hilfestellung an Mexico den US-\$ der mühsam erreichten Wiedererstarkung beraubt, dann zeigt sich eben die Sensitivität der Finanzmärkte bezüglich weitgehend ungläubwürdig gewordenen Institutionen und deren Exponenten.

Wir haben in unserem letzten Anlagekommentar darauf hingewiesen, dass allem Anschein nach die Finanzmärkte im letzten Jahr eine restriktivere Geldpolitik des Fed geradezu erzwungen haben. Dieser Disziplinierungseffekt gab uns - mittelfristig - zu Hoffnungen Anlass; er tut es immer noch. Dass sich die übrigen Institutionen so leicht ändern lassen, ist aber eher unwahrscheinlich. Mit anderen Worten muss da-

mit gerechnet werden, dass auf absehbare Zeit in einigen Ländern mit einer Prämie für Enteignungsrisiken gelebt werden muss. Hohe Nominalzinsen und Schwächeanfänge der betreffenden Währungen sind die Folgen, allen positiven Anzeichen an der Inflationsfront zum Trotz. Das Zinssenkungspotential und eine namhafte Erstarkung der Währung bleiben deshalb namentlich dort beschränkt, wo die Unglaubwürdigkeit am offenkundigsten ist.

So wird sich noch weisen müssen, wie ernst es der nun republikanische Kongress mit seinen Bemühungen um ein "neues Amerika" (ohne Budgetdefizit...) wirklich meint. Die Stunde der Wahrheit kommt dann, wenn republikanische Subventionsempfänger von Streichungen im Staatsetat betroffen würden. Das müsste über kurz oder lang der Fall sein. In Europa wird sich zeigen müssen, ob das System nach Mitterrand, Kohl und Major neue, glaubwürdige Köpfe hervorzubringen in der Lage sei. Der Niedergang der Bedeutung staatlicher Institutionen spiegelt sich ja nicht zuletzt in der Durchschnittlichkeit ihrer politischen Exponenten! Europa krankt zudem an der Schwäche im südlichen Teil des Kontinents. Wird es "Europa" gelingen, in Italien, Spanien und sogar in Griechenland ein glaubwürdiges Investitionsklima zu schaffen?

Das Zinsniveau im Schweizerfranken liegt etwa 2 Prozentpunkte unterhalb demjenigen vergleichbarer Währungen. Ob man es wahrhaben möchte oder nicht: Offenbar wirken die kleinräumigen, überschaubaren Verhältnisse nach wie vor glaubwürdig und erwecken bei den internationalen Investoren immer noch grosses Vertrauen. Ohne Grund verzichten sie ja nicht auf zwei Prozent Rendite.

## 6. Wer im Strukturwandel besteht

In den grossen Zusammenhang des Aufweichungsprozesses staatlicher Institutionen und des teilweisen Ersatzes staatlicher Zwangsmechanismen durch Marktkräfte eingebettet sind die konjunkturellen Entwicklungen der letzten Monate. Die Zeit der einheitlichen, breiten Konjunkturzyklen scheint vorbei zu sein. Wichtige makroökonomische Entwicklungsgrössen wie Beschäftigung, Wachstum und Produktivität bewegen sich nicht länger im Gleichschritt. Die Ursache dieses Entkoppelungsprozesses liegt im tiefgreifenden Strukturwandel der westlichen Industriegesellschaft.

Unter dem Stichwort der "schlanken Organisation" werden Rationalisierungspotentiale entschlossen ausgenützt, massive Investitionen in moderne Produktions- und Informationstechnologie ermöglichen Effizienzsteigerungen zu gesamthaft niedrigeren Kosten. Dies kann bei durchaus besseren Erfolgsaussichten der Unternehmen zu negativen Folgen für den breiten Arbeitsmarkt führen. Wo nämlich Rationalisierung nicht durch erhöhten Technologie-Einsatz greifen kann, winkt die Abwanderung in Billiglohnländer als Lösung. Prosperierende Unternehmen, stagnierende Löhne, hohe Zahlen an Arbeitslosen, beschränkter fiskalischer Spielraum: ein diffuses kon-

junktuelles Bild! Die westlichen Nationen sind auf dem Weg zu "Lean Business Cycles", in denen nur noch einzelne Branchen oder gar Unternehmen die Konjunktur mitmachen oder gar bestimmen.

Die eher schwache Entwicklung der Konsumzahlen in den USA wie in Europa widerspiegelt die Fragwürdigkeit zyklischer Modelle. Stagnierende Kreditnachfrage und zurückhaltende Bauinvestitionen in der Schweiz stehen in schroffem Gegensatz zu den stolzen Zahlen der Exportindustrie. Noch deutlicher zeigt sich in Amerika, was in der Wirtschaft wirklich läuft: Es sind eigentlich nur Unternehmen, die im (High Tech-)Investitionsgütersektor tätig sind. Durch die Unerbittlichkeit der Kapitalmärkte gestählt, flexibel agierend zählen sie zu den Spitzenreitern bezüglich Umsatzwachstum und Gewinn. Die Börsenperformance ist entsprechend.

Wenn in einem generell schwierigen Börsenumfeld deshalb für einmal der "Selektivität" das Wort geredet werden soll, dann in dem Sinne, dass wir nicht einfach in tiefer Ratlosigkeit den Entscheid dem Leser überlassen wollen, sondern in der Richtung, dass der Kapitalmarktnähe und -freundlichkeit der Anlagesubjekte besondere Aufmerksamkeit geschenkt werden soll. Eine Zeit des Strukturwandels setzt für den unternehmerischen Erfolg abgespeckte, durch Fitnesskuren geläuterte Managements voraus. Und wir vermuten, dass solches bei manchen schweizerischen und deutschen Industriefirmen, die schon seit lange dem Gegenwind von Konkurrenz und Konjunktur standhalten mussten, eher der Fall ist als bei einzelnen Dienstleistungsunternehmen mit ihrem Hang zu Schwerfälligkeit und Selbstgefälligkeit.

"Strukturwandel" ist der Inbegriff eines Prozesses, in dem einerseits Illusionen über den Bestand von Institutionen abgebaut, andererseits die Gewissheit und die Zuversicht über die Kraft des marktwirtschaftlichen Systems aufgebaut werden. Branchen und Unternehmen, die den Schritt hin zur Bewährung im Gefüge der "checks and balances" des Marktes bereits weitgehend vollzogen haben, sind besser dran als jene, die in alten, häufig ineffizienten (Macht-!) Strukturen verharren. Unter diesem Gesichtspunkt ist die Liste der Anlagefavoriten nicht so schwierig zu erstellen.

## **7. Interessante Zeiten erfordern interessante Antworten**

Strukturwandel und nicht einfach konjunkturelles Auf und Ab: Die Antworten von früher können keine Gültigkeit mehr haben. So sind die Resultate des gegenwärtig restriktiven geldpolitischen Kurses des Fed keineswegs gewiss, weil ja nicht der Konsum boomt und nicht dieser (wie früher üblich) gebremst werden muss. Wird eine neuerliche Rezession ausgelöst, wird ein "soft landing" organisiert oder passiert überhaupt nichts? Wird der Dollar endlich erstarcken? Und was geschieht mit den europäischen Zinsen und Währungen?

---

Wir haben versucht, auf einiges eine Antwort zu geben. Beruhigung ist angesagt, tendenziell etwas tiefere Zinsen sind möglich, aber die Risikoprämien werden sich nicht so schnell abbauen. Im Gleichschritt mit Beruhigungstendenzen kann der "Save Haven" des Schweizerfrankens auch wieder verlassen werden. Zu weit vorwagen wird man sich aber wohl nicht so schnell.

Für die Aktienbörsen sehen wir vorderhand auch eher Beruhigungspotential denn Gründe für eine rasante Verbesserung. Der Schrecken des letzten Jahres sitzt noch tief. Unsere Favoriten im Bereich kapitalmarktnaher, flexibler Unternehmen haben wir bereits erwähnt. Bleibt die Frage, ob eine voraussichtliche Seitwärtsbewegung auch noch andere Anlagestrategien zulässt. Wir haben mit einem hybriden Instrument auf einen Korb deutscher Aktien vor Wochenfrist darauf eine Antwort zu geben versucht. Es eignet sich nur für Anleger, die wie wir davon überzeugt sind, dass längerfristig die Investition in Eigenkapital (d.h. Aktien) von Firmen derjenigen in Fremdkapital (d.h. Obligationen, Festgelder) bei weitem überlegen sein muss. Das hybride Instrument entschädigt den Anleger für diese Ueberzeugung mit einer satten Risikoprämie. - Die Mechanik solcher Anlagen ist dem beigelegten Teil "Anlagepolitik" zu entnehmen.

---

Interessante, vermutlich auch ausgesprochen schwierige und unsichere Zeiten: Wenn es eine Antwort darauf geben kann, dann eigentlich nur diejenige, dass es glücklicherweise immer wieder genügend ingeniose Leute gibt, die mit frischem Unternehmergeist neue Lösungen suchen und auch finden. Auf sie gilt es auch 1995 zu setzen.

---