

## Deflation oder Strukturbereinigung?

### 1. Schwer erklärbare Entwicklungen

Ein allzu gutes Gedächtnis der Leserschaft wäre der Untergang des Wirtschaftskommentators. Er muss sich darauf verlassen können, dass ihm nicht übel genommen wird, wenn er immer von neuem behauptet, die Zeiten seien noch nie so schwierig gewesen wie gerade heute. Wer sich mit der Zukunft befasst, baut auf Vorstellungen über die mögliche weitere Entwicklung auf, und diese Vorstellungen werden von Verhaltensmustern genährt - von Mustern, die einen Teil der Vergangenheit erklären und von denen man annimmt, dass sie mit einiger Wahrscheinlichkeit die Zukunft prägen werden.

Und plötzlich merkt man, dass die gewohnten Muster nicht mehr zutreffen. Das heisst: dass die jüngste Entwicklung nicht mehr so recht ins Schema passt, dass die Datenlage Fragezeichen über Fragezeichen aufwirft und dass die Meinungen der Experten weit auseinanderdriften. Dann ist es wieder einmal soweit, um über "schwierige Zeiten" zu klagen. An einem solchen Punkt stehen wir heute. Weshalb?

- Seit ein paar Jahren beobachten wir den stetigen Zerfall der japanischen Aktienkurse. Ab Beginn der 90er-Jahre halbierte sich der Nikkei-Index; in diesem Jahr ist er um mehr als 25 % gefallen. Das Bemerkenswerte oder eben schwer Erklärbare daran: im gleichen Zeitraum, d.h. seit Anfang 95, stiegen die japanischen Obligationenkurse wie nie zuvor, nämlich um 10 %. Oder mit anderen Worten: bei drastisch sinkenden Zinsen fielen die Aktienkurse. Das passt nicht ins Normalschema der gängigsten Vorstellungen über die Mechanik von Zinsen und Aktienbörsen. Schwierige Zeiten.

- Für Europa hatte man sich ab 1994 einen kräftigen Aufschwung erhofft. Die ersten Zahlen des Jahres 94 schienen dies zu bestätigen. Es hätte ja so ausgezeichnet ins Szenario gepasst: Nach der 93er-Rezession der Aufschwung, nach dem Regen scheint die Sonne. Schön wär's. Stattdessen sieht man äusserst verhaltene Konsumzahlen, einen wieder rückläufigen (CH), bzw. abbröckelnden (BRD) Bau- und Immobilienmarkt, und auch die Geldmengen Zahlen weisen auf alles andere als einen markanten und stabilen Aufschwung hin: So ist das Wachstum der Geldmenge M3 in Deutschland längst unter den Zielkorridor gefallen, in der Schweiz stagniert die Kreditnachfrage trotz tieferer Zinsen. Die Arbeitslosenzahlen verharren auf hohem Niveau. Schlagzeile der NZZ: "Es harzt und harzt und harzt." Schwierige Zeiten.

- Völlig diffuse Signale erreichen uns auch aus den USA. Einerseits spricht alle Welt nicht mehr nur von einem "soft landing" der Konjunktur, sondern von der Gefahr einer recel-

rechten neuen Rezession. Einige wichtige Indikatoren (Bestellungseingänge, Arbeitsmarkt, Produktion) weisen tatsächlich in diese Richtung. Derweil schlägt Wall Street andererseits alle Rekorde. Gewiss, die Dollarzinsen sind stark gefallen - hier würde die Mechanik "tiefere Zinsen/bessere Börse" also funktionieren. Die Merkwürdigkeiten gehen aber noch weiter: Trotz rezessiven Anzeichen hat sich die Gewinn-situation der amerikanischen Unternehmen gegenüber früher drastisch verbessert. Gemäss jüngsten Berechnungen betrug der Gewinn pro Aktie der 30 Dow-Jones-Unternehmungen 1992 etwa \$ 110, 1994 \$ 250, 1995 (geschätzt) über \$ 300. Was ist von rezessiven Tendenzen bei einer bessergehenden Wirtschaft zu halten? Schwierige Zeiten?

- Das allgemeine und wohlbegründete Missbehagen angesichts der immer bedrohlicheren Defizite der öffentlichen Haushalte mochte in den letzten Jahren regelrecht zur Obsession werden. Neueres Zahlenmaterial weist nun aber auf einen deutlichen Abbau der staatlichen Defizite, gemessen am Brutto-sozialprodukt, hin. Das trifft beispielsweise für die USA, für England und für Schweden (!) zu. Allein mit "Friedens-dividende" und dem entsprechenden Abbau der Militärausgaben ist dies nicht erklärbar. Und ein weiteres strukturelles Grundübel, das in der Vergangenheit für die USA lebhaft beklagt wurde, scheint sich zu entschärfen: die notorisch zu tiefe Sparquote. Pro zusätzlich verdientem Dollar spart der Amerikaner heute 50 cents. Das ist mehr als je zuvor. Was bedeutet das? Vielleicht weniger schwierige Zeiten, zum Beispiel für den Dollar?

## 2. Wo die Erfahrung fehlt

Man kann es drehen, wie man will: In ein rein zyklisches Weltbild passen diese Entwicklungen nicht hinein. So müsste, rein zyklisch gesehen, die japanische Wirtschaft angesichts des mittlerweile bei 1 % angelangten Diskontsatzes längst angesprungen sein. Der europäische "Aufschwung" müsste robuster sein, und ein Teil der Arbeitslosigkeit müsste zyklisch abgebaut worden sein. In den USA hätte nach dem langen Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen endlich einmal ein Konsumboom losgehen sollen. Stattdessen scheinen die Amerikaner Freude am Sparen zu bekommen.

Die unangenehmste Komponente liegt offensichtlich in der japanischen Situation, die ohne Zweifel deflationäre Ausmasse aufweist. Deflation bedeutet, dass bei einem hohen Angebot an Geld (deshalb die tiefen Zinsen) die Nachfrage nach Gütern gering ist. Japan kannte bisher noch nie Arbeitslosigkeit. Der Japaner ging davon aus, dass ein einmal eingegangenes Arbeitsverhältnis bis zum Lebensende, das heisst über die Pensionierung hinaus, andauern werde. Dieser den "Volksheim"-Ideen verwandte Traum ist ausgeträumt, das Erwachen entsprechend brutal. Reflexartig wird das Naheliegende getan: man spart. Und damit wird die Nachfrage weiter gedrosselt.

Der Angebotsüberhang an Gütern wirkt sich namentlich auf dem Immobiliensektor aus. Die für unsere Begriffe seit jeher schwindelerregend übersetzten Preise sind dahingeschmolzen. Damit ist aber auch das wesentlichste Kreditsubstrat des japanischen Finanzsystems gefährdet. Die so beliebten Verschachtelungen "substanzstarker" japanischer Firmen und die Anhäufung von Reserven (bekanntlich wurden Dividenden selten ausbezahlt, sondern als stille Reserven thesauriert) erweisen sich als systemgefährdender Sumpf mit unbekanntem Versenkungspotential. Und in dieser Situation hat die japanische Wirtschaft mit ihrem ohnehin anämischen Wachstum einen zusätzlichen Dämpfer durch den Höhenflug des Yen erhalten.

Kann uns das kalt lassen? Wohl nicht, wenn man beispielsweise bedenkt, dass die japanische Börse trotz allen bisherigen Rückschlägen von ihrer Grösse her noch stets alle europäischen Börsen zusammen übertrifft. Das Problem liegt nur darin, dass uns die Erfahrung im Umgang mit Deflation völlig fehlt. Ein Vergleich mit den frühen Dreissigerjahren (so beliebt er bei den notorischen Schwarzmalern auch sein mag) hinkt zum vorneherein, da die heutigen Finanzmärkte mit all ihren Instrumenten und den unermesslich verbesserten Kommunikationsmöglichkeiten eine ganz andere Ausgangslage schaffen.

So schwierig es ist, aus einer Inflationsspirale zu finden, so unklar sind die Rezepte bei einer Deflation. Zinssenkungen allein nützen offensichtlich nicht viel. Wir gehen davon aus, dass die japanische Regierung und die japanische Notenbank sich zu einem stimulierenden Massnahmenpaket werden entschliessen müssen, das auf eine Tieferbewertung des Yen abzielt, längst fällige Deregulierungsmassnahmen vorsieht, konsumfreundliche Steuererleichterungen gewährt, die Flexibilisierung des Arbeitsmarktes herbeiführt und, wohl unausweichlich, in gewissem Masse reflationiert.

Angesichts der Tragweite eines solchen Programms - es bedeutet in vielen Teilen den Abschied von "Japan Inc." - ist der Zeitpunkt seiner Veranlassung völlig ungewiss. Der Nikkei Index kann bis dahin noch auf zehner- oder zwölftausend Punkte fallen. Schwierige Zeiten.

### **3. Der verkannte Strukturereinigungsprozess**

Die widersprüchliche Datenlage in den USA erfordert besondere Anstrengungen in der Interpretation. Ganz offensichtlich reichen rein zyklische Vorstellungen nicht aus. Sehr lange ist von den zahlengläubigen und einander nachredenden Experten übersehen worden, dass in den letzten zwei Jahren in den USA ganz gewaltige neue Kapazitäten geschaffen worden sind. Nicht in den traditionellen Sektoren zwar, sondern in erster Linie im Kommunikationssektor, also dort, wo sich Dienstleistung und Güterproduktion zunehmend treffen und wo deshalb traditionell denkende Ökonomen ohnehin vor Zuordnungsproblemen stehen. Mit der Unterschätzung des Aufbaus von Kapazitäten einher ging die Ueberschätzung der Gefahr einer wirtschaftlichen Ueberhitzung. Man orientierte sich

ganz einfach an veralteten Kapazitätsgrenzen und folgerte, dass angesichts des kräftigen Wirtschaftswachstums eine Verengung am Arbeitsmarkt stattfinden müsse, was unweigerlich höhere Inflation bedeutet hätte. Der letztjährige weltweite Zinsanstieg ist teilweise dieser Fehleinschätzung zu verdanken.

Wenn man den kräftigen Aufschwung in den USA während der letzten zwei, drei Jahre nicht in erster Linie als zyklische Entwicklung, sondern als strukturelle Neuausrichtung interpretiert, dann erhalten einige Elemente der gegenwärtigen Datenlage plötzlich Sinn. Der kräftige Anstieg der Unternehmensgewinne beispielsweise ist das Resultat der strukturell bedingten Investitionstätigkeit; von der erhöhten Produktivität profitieren in erster Linie die Unternehmungen selber und nicht die Arbeitnehmer. Deshalb zeitigte der Aufschwung auch keine nennenswerten Verbesserungen in der Lohnsituation der Amerikaner, und aus diesem Grunde konnte sich der Konsum auch nicht in zyklische Höhen entwickeln. Auch die Erhöhung der marginalen Sparquote des Amerikaners ist vor diesem Hintergrund erklärbar. Ein nicht-zyklischer, sondern in erster Linie strukturell bedingter Aufschwung führt mit andern Worten zumindest in einer ersten Phase zu einer Entkoppelung zwischen dem allgemeinen Wirtschaftswachstum und dem Wachstum des privaten verfügbaren Einkommens.

Man kann nicht genug auf die Tragweite des Strukturwandels hinweisen. Was heute im Kommunikationssektor abläuft, ist vergleichbar mit der industriellen Revolution im letzten Jahrhundert. Die völlig problemlose Vernetzung der ganzen Welt versetzt die Wirtschaft in die Lage, über alle traditionellen Schranken ("Strukturen!") hinweg die jeweiligen Fähigkeiten nutzbringend einzusetzen. Es ist unschwer vorauszusehen, dass die kommunikatorische Revolution auch vor politischen Strukturen nicht haltmachen wird.

In den USA wurde ein Teil dieses Quantensprungs also bereits vollzogen. Wir stehen deshalb den zyklisch argumentierenden Meinungen für ein mehr oder minder softes landing skeptisch gegenüber. Viel wahrscheinlicher ist doch, dass im Rahmen der kommunikatorischen Revolution der Kapazitätsaufbau in den davon betroffenen Branchen munter weitergeht, während andere, "alte" Sektoren stagnieren oder sogar kriseln. Entsprechend werden die (in erster Linie Zyklen erklärenden) Indikatoren eher ein abwechselndes Auf und Ab markieren. Die Profession der Auguren hat es in solchen Zeiten schwer. Die so schönen Trends von früher gibt es nicht mehr.

Was resultiert? Ein von Branche zu Branche sehr unterschiedliches Wachstum, Unsicherheiten in den Finanzmärkten, da eindeutige Indikatoren fehlen, ein unbeholfenes Agieren der classe politique vis-à-vis einer ihr unverständlich erscheinenden Bedeutungserosion überholter Instanzen, längerfristig enorme gesellschaftliche Umwälzungen, da die Aufsteiger gewisse sklerotische Strukturen auf die Länge nicht akzeptieren werden. Die kommunikatorische Revolution wird ihre Opfer fordern, und unseres Erachtens liegt es auf der Hand, dass

---

sie unter anderem im Bereich der übertriebenen Sozialstaatlichkeit zu finden werden sind.

#### **4. Europa: zwischen den USA und Japan?**

Die zyklische Interpretation des bisher so verhaltenen Aufschwungs in Europa macht ebenfalls recht wenig Sinn. Wenn man beispielsweise die Bau- und Immobilienbranche der Schweiz betrachtet, so sticht der Strukturwandel und die deflationäre Tendenz geradezu ins Auge. Ende der Achtzigerjahre wurden in der Schweiz noch Immobilienpreise bezahlt, die, aggregiert betrachtet, es unserem Lande theoretisch erlaubt hätten, hinzugehen, sämtliche Immobilien zu verkaufen und vom Zinsertrag zu leben. Der Zinsertrag des Verkaufserlöses hätte nämlich beinahe das Bruttosozialprodukt erreicht!

Der Abbau solch absurder Ueberbewertungen kann einen ohnehin fälligen Strukturbereinigungsprozess dann natürlich beschleunigen. Es gibt hierzulande nur wenige Bauunternehmer, die nicht auch irgendwie im Immobiliengeschäft investiert sind. Deflation bedeutet Tieferbewertung von Gütern. Was gestern 1000 Franken pro Quadratmeter "wert" war, ist heute manchenorts nur noch 200 Franken wert. Da helfen auch tiefere Zinsen nicht mehr viel.

Was in besonderem Masse für diese einzelne Branche gilt, hat auch Bedeutung für die Interpretation der Gesamtzahlen. Es macht den Anschein, dass Europa viel weniger als die USA die Produktivität steigern konnte. Und was mittelfristig vielleicht von noch grösserer Tragweite ist: Während in den USA die Produktivitätssteigerung mit einem Abbau der Gesamtbeschäftigung einherging, verharren die europäischen Arbeitslosigkeitsziffern auf einsamer Höhe. Vermutlich sind es die verpolitisierten Strukturen der europäischen Arbeitsmärkte, die eine Anpassung an neue Gegebenheiten verhindern.

Vor diesem Hintergrund wird dann auch klar, weshalb es mit dem Aufschwung "harzt und harzt und harzt". Wo eine industrielle Revolution ins Haus steht, kann nicht erwartet werden, dass ein zyklischer Aufschwung Platz greift. Und es ist müssig darüber zu spekulieren, wann der Konsument endlich wieder einmal so richtig zu konsumieren gedenkt. Vielmehr stellt sich die Frage, ob man in Europa in der Lage ist, den kommunikatorischen Strukturwandel rechtzeitig mitzumachen. Wenn wir an die Vielzahl von monopolistischen Strukturen im Fernmelde- und Mediensektor denken, dann hat man schon einige Bedenken. Und wenn man die teilweise doch sehr zentralistisch-merkantilistische Ausrichtung der EU in die Ueberlegungen einbezieht, dann stellt sich noch vermehrt die Frage, ob Europa den Strukturwandel rechtzeitig bestehen wird.

---

## **5. Konsequenzen für die Vorhersage ökonomischer Eckwerte**

Um mit dem Positiven zu beginnen: Das beschriebene Umfeld weist in keinerlei Hinsicht auf die Gefahr neuer Inflation hin. Weder in Europa noch in den USA, wenn auch dort das Niveau der Teuerung etwa bei 3 - 4 % liegen dürfte. In der Schweiz haben wir momentan, bereinigt um den Mehrwertsteuer-Effekt, rückläufige Preise. Schon gar nicht ist Inflation ein Thema in Japan.

Damit ist auch gesagt, dass hinsichtlich der weiteren Zinsentwicklung Ueberraschungen nach oben eigentlich ausgeschlossen sein müssten. Einzig in den USA könnten die Bondmärkte etwas nervös werden, wenn einige der Wirtschaftsdaten wieder einmal etwas "zu gut" abschneiden. Und im Rahmen der im Finanzsystem üblichen Globalhysterie könnten dann auch hiesige Obligationenmärkte vorübergehend etwas leiden. Makroökonomische Gründe für Zinserhöhungen gibt es aber keine. Stellt sich die Frage, wie gross das weitere Zinssenkungspotential ist. Bei einem konjunkturellen Abgleiten à la Japan wären Zinssenkungen unter die traditionellen Grenzen (SFr. 4 %, DM 5,5 %) durchaus möglich. Verharrt das Teuerungsniveau während längerer Zeit auf dem Nullpunkt, dann würden sich die Zinsen strukturell auf einem tieferen Niveau als bis anhin einpendeln. Nominalzinsen setzen sich bekanntlich aus einem Realzinsteil und der Inflationserwartung zusammen. Bei nachhaltig tiefem Inflationsniveau müssen auch die Erwartungswerte sinken.

Leider lässt sich nicht so einfach sagen, dass mit diesen doch ziemlich rosigen Zinssaussichten die Vorhersage für die Aktienbörsen entsprechend sein müsste. Japan demonstriert uns vor, wie schlecht es einem Index bei absolutem Tiefstand der Zinsen gehen kann. Aktien sind eben letztlich immer Abbild der Erwartungen über die künftige Entwicklung einer Unternehmung, und in einem Strukturwandel gibt es notwendigerweise Gewinner und Verlierer. Stehen die Chancen gut, dass der Wandel gelingt, dann sieht die Börse die beste aller Zeiten. Der gegenwärtige Stand des Dow-Jones-Index ist auf diese Weise interpretierbar.

## **6. Substanz versus Ertrag**

Wir sind im Umgang mit Deflation und Strukturwandel nicht geübt. Unsere ökonomische Prägung erhielten wir vom zyklischen Auf und Ab der 70er- und 80er Jahre. In Japan herrscht ein deflationäres Umfeld, in den USA findet ein rasanter Strukturwandel statt, Europa steht irgendwo zwischendrin. Wenn wir einen Kompass für unsere wirtschaftliche Tätigkeit erhalten wollen, tun wir gut daran, weniger auf zyklische Empirie als mehr auf gesunden ökonomischen Menschenverstand zu bauen.

Deflation bedeutet, dass Güter wenig gefragt sind. Ihr Wertverlust ist logische Konsequenz. Wenn das so ist, dann ist man gut beraten, die wirtschaftlichen Gegenparteien gründlich anzuschauen. Eine Untersuchung über die stillen Reser-

---

ven japanischer Unternehmungen zeigt die Wichtigkeit solcher Analysen überaus deutlich. Was da an "Fleisch am Knochen" vor 5 Jahren noch vorhanden war, ist heute inexistent. Wir verweisen im übrigen auf die grafische Darstellung im gelben Teil "Anlagepolitik" dieses Kommentars.

Die gründliche Analyse der Gegenpartei in einer Zeit, in der diese nicht einfach durch Dasitzen reicher wird: dies hat Gültigkeit für Obligationenschuldner jeglicher Gattung. Wir schliessen hier die Staatsschuldner bewusst ein. Es bestehen heute kaum mehr übergeordnete weltpolitische Gründe, einen Staatsschuldner vor der Zahlungsunfähigkeit zu bewahren. In der Mexico-Krise wurde möglicherweise noch einmal eine letzte Ausnahme nach altem Muster gemacht. Die Zukunft könnte uns mit Staatskonkursen konfrontieren. Uebrigens ein probates Mittel, um aussichtslos gewordene Strukturen einem schnellen Wandel zu unterziehen!

Der Bonitätsprüfung kommt deshalb erste Priorität zu. Was heisst aber Bonität, wenn sich die ökonomischen Grundstrukturen wandeln? Doch ganz eindeutig die Wahrscheinlichkeit, dass ein Schuldner mit seiner wirtschaftlichen Tätigkeit in Zukunft positive Cash-Flows erzielen kann. Es sei mithin vor allem vor sogenannten "Substanzperlen" gewarnt. Was nützen einer Unternehmung alle Landreserven, was nützen teure Paläste an der Zürcher Bahnhofstrasse und an der Fifth Avenue, wenn damit künftig keine Erträge erwirtschaftet werden können? Land gibt es in aller Welt in Hülle und Fülle, willige Arbeitskräfte ebenfalls, und Konsumenten, die den cleveren Anbieter auf der grünen Wiese dem mit übersetzten Margen operierenden traditionellen Warenhaus vorziehen, in zunehmendem Masse.

Bonitätsprüfung, verstanden als Analyse der Wahrscheinlichkeit zur Generierung künftiger Cash-Flows, hat in einer Zeit des Strukturwandels Bedeutung sowohl für den Obligationen-gläubiger wie für den Aktionär. Es gilt, die Hausaufgaben zu machen. Vergangenheitsbezogene Untersuchungen von Bilanzen und Gewinn- und Verlustrechnungen interessieren weniger als die Einschätzung der Fähigkeit der Unternehmungsleitung, den Strukturwandel zu bestehen.

Schwierige Zeiten, zugegeben, aber irgendwie doch auch herausfordernd-pionierhafte Zeiten.

---