

Weltkonjunktur: strukturelles Auseinanderdriften

1. Amerikanisches Wachstum, europäischer Krebsgang, japanisches Desaster

An den internationalen Finanzmärkten hat sich nach den Unsicherheiten des letzten Jahres nun überwiegend die Erkenntnis durchgesetzt, dass weltweit kaum irgendwelche Inflationsgefahren auszumachen sind. Daraus zu schliessen, die Weltkonjunktur befinde sich in einer Phase hoher Konvergenz, wäre aber voreilig und oberflächlich. Die Wirtschaftsentwicklung Amerikas, Europas und Japans unterscheidet sich in wesentlichen Punkten ganz beträchtlich. Der vorliegende Anlagekommentar will diese Unterschiede herauszuarbeiten und zu erklären versuchen.

Zunächst einige makroökonomische Daten. Das durchschnittliche Wirtschaftswachstum in den wichtigen Industrieländern Europas erreicht in diesem Jahr zwischen 1,5 und 3 %. Die Inflationsraten bewegen sich auf historisch tiefem Niveau und betragen, einige südliche Länder ausgenommen, kaum mehr als 3 %. Angesichts dieser teuerungsmässig an sich favorablen Situation präsentiert sich das Zinsniveau nach wie vor relativ ungünstig, vor allem wenn man die für die Investitionstätigkeit der Wirtschaft relevanten langfristigen Sätze betrachtet. Mit 6 bis 7 % für DM - Obligationen und Sätzen zwischen 8 und 12 % im langfristigen Bereich verschiedenster EU-Länder ergibt sich ein Realzinsniveau von 4 und mehr Prozent. Das Konsumklima ist sehr verhalten; offenbar stellt sich der Durchschnittseuropäer darauf ein, dass er in den nächsten paar Jahren eher weniger als mehr verdienen wird. Entsprechend fehlen nennenswerte binnenwirtschaftliche Impulse. Dem Export wurde durch die Währungsentwicklung ein dicker Strich durch die Rechnung gemacht.

Anders jenseits des Atlantiks. Die Befürchtungen, dass die amerikanische Wirtschaft in eine regelrechte Rezession gleiten könnte, sind weitgehend zerstreut. Offenbar verlangsamte sich das Wachstum nur vorübergehend als Folge des letztjährigen "Zinsbuckels" und des Abbaus von Lagerbeständen. Mittlerweile strebt das Bruttosozialprodukt wieder einer Zuwachsrate von 3 % zu. Dieses stabile Wachstum erfolgt bei sinkender Inflation, die gegenwärtig weniger als 2,5 % beträgt. Auch der Verlauf der Zinskurve weist auf Stabilität hin; kurze wie langfristige Zinsen notieren fast gleich, nämlich zwischen 5,5 bis 6,5 %. Mit anderen Worten geht keinerlei Inflationserwartung aus den Langfristzinsen hervor.

Die Exportzahlen verbessern sich laufend; die Binnenkonjunktur wird nach wie vor in erster Linie durch die Investitionsfreudigkeit im Ausrüstungsgüterbereich gestützt.

Zu Japan gibt es nicht allzu viel zu sagen. Trotz einem Zinsniveau auf absolutem Tiefststand und einem umfangreichen Sanierungspaket der japanischen Regierung will die Wirtschaft nicht recht vom Fleck kommen. Die japanische Verflechtung von Wirtschaft und Politik, lange als Erfolgsfaktor Nippons gewertet, zeigt sich nun von ihrer Schattenseite: Letztlich besteht absolute Ungewissheit über die wahre finanzielle Situation der grossen Konglomerate und des Bankensystems. Und kaum eine Woche vergeht ohne Aufdeckung eines neuen Skandals.

2. Europäische Vor- und Fehltrteile

Der Europäer tut sich in der Regel schwer in der Beurteilung von Vorgängen in Amerika. Es ist so ziemlich alles zu haben: von der Ueberheblichkeit aufgrund der angeblichen kulturellen Ueberlegenheit des Alten Kontinents über die vorbehaltlose Bewunderung für die Erneuerungskraft in der Neuen Welt bis zur gehässigen Ablehnung aller Amerikanismen. Sowohl die zu positive wie auch die zu negative Fehlbeurteilung hat ihre geschichtlichen Wurzeln. Gleiches gilt vermutlich für die oft fragwürdige Bewertung des ökonomischen Zustands des grossen Partners auf der andern Seite des Atlantiks. Schliesslich war das "Land der unbegrenzten Möglichkeiten" während langer Zeit die letzte Hoffnung für auswandernde Europäer, oft dann aber auch der Ort, wo diese Hoffnungen endgültig in Armut und Elend begraben werden mussten.

Es gibt einige ökonomische Vorurteile, die in den hiesigen Köpfen und Medien kaum auszurotten sind. Eines betrifft die Bedeutung des US-Defizites. Man misst ihm teilweise geradezu weltwirtschaftliche Bedeutung zu und vergisst dabei zweierlei: Erstens, dass das Defizit, auch zu Spitzenzeiten wie im Jahre 92, gemessen am Bruttoinlandprodukt, nie mehr als 5,3 % ausgemacht hat. Heute stehen die USA bei 2,5 %. Im Vergleich dazu beträgt der gleiche Quotient in Deutschland derzeit etwa 2,4 % (Tendenz stark steigend), in Frankreich 5,4 % und in Italien 7,5 %. Zweitens ist es darüber hinaus aber fraglich, ob das Haushaltdefizit allein überhaupt eine taugliche Messgrösse für die Beurteilung des Verhältnisses zwischen öffentlicher und privater Hand sei. Vergleicht man die Staatsquoten, das heisst das Total an Einnahmen bzw. Ausgaben der öffentlichen Hand, gemessen am Bruttoinlandprodukt, dann ergibt sich ein ungleich ungünstigeres Bild für den Alten Kontinent. Während die Staatsquote in den USA bei etwa 30 % liegt, beträgt sie in Deutschland etwa 45 %, in Frankreich etwa 50 % und in Italien über 55 %.

Ein zweites Vorurteil gilt der sogenannten Dollar-Schwäche. Gewiss, die amerikanische Valuta hat während den letzten 30 Jahren an Wert verloren. Dies aber lediglich gegenüber ganzen vier Währungen, nämlich dem Schweizerfranken, der Deutschen Mark, dem japanischen Yen und dem holländischen Gulden. Gegenüber allen anderen Währungen der Welt stieg der US-\$, und dies ist in bezug auf die Beurteilung der makro-

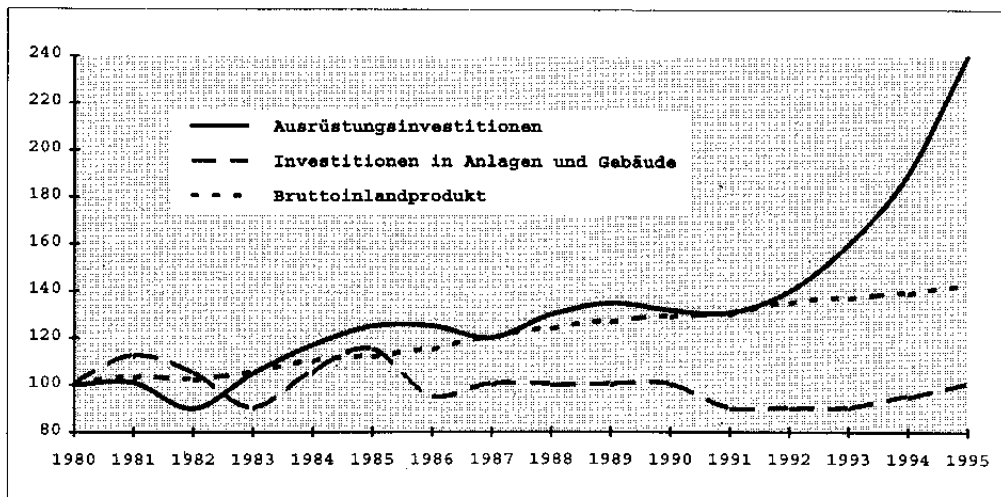
ökonomischen Zusammenhänge nicht unwichtig, etwa wenn man bedenkt, dass ein grosser Teil der amerikanischen Exporte in Länder wie Canada oder Mexico fliesst, also in Länder, deren Währungen gegenüber dem US-\$ kontinuierlich an Wert verloren haben.

Damit soll nichts verniedlicht und beileibe nichts verherrlicht werden. Aber man tut gut daran, Amerika nicht einfach mit den fragwürdigen Zuständen in New York City oder mit uns weitgehend unverständlichen Medienereignissen wie dem Simpson-Prozess gleichzusetzen. Zwischen Manhattan und Los Angeles liegt ein ganzer, weiter Kontinent, auf dem arbeitsame, seriöse und unkomplizierte Individuen leben. Das ist Amerika; die Extremitäten sind lediglich sein Zerrbild!

Dieses Amerika hat die erste freiheitliche Verfassung der Welt hervorgebracht, dieses Amerika verstand es, aus der Sklavenwirtschaft aus eigener Kraft herauszufinden, dieses Amerika verschaffte in den Dreissigerjahren mit dem "New Deal" einer ganzen Generation neue Hoffnung, und dieses Amerika ist momentan daran, sich eine neue industrielle Revolution angeeignet zu lassen, von der in der Folge die Rede sein soll.

3. Beinahe so wichtig wie die Dampfmaschine

Das Auffallende an der Entwicklung der amerikanischen Wirtschaft in den letzten paar Jahren ist der enorme Anstieg der Investitionen in Ausrüstungsgüter. Was ist darunter zu verstehen? Unter "Ausrüstungsgüter" fallen der Maschinenpark in Fabriken, fallen Reaktoren, Röhren und Retorten in chemischen Anlagen, fallen Hard- und Software für Produktions- und Dienstleistungsbetriebe. Es ist wichtig, dass man sich der Grössenordnung bzw. der Bedeutung dieses Investitionschubs bewusst ist und ihn in Beziehung setzt zu andern wirtschaftlichen Grössen. Die nachfolgende Grafik zeigt die Entwicklung des amerikanischen Bruttosozialprodukts, der Investitionstätigkeit in Anlagen (Gebäude, Fabriken) sowie - eben - in Ausrüstungsgüter auf.



Die Investitionstätigkeit galt also nicht dem Ausbau bestehender Fabrikanlagen, erfolgte nicht in irgendein teures Gebäude in Downtown New York, sondern konzentriert(e) sich auf den Maschinenpark, was in heutiger Zeit gleichzusetzen ist mit Investitionen in den EDV- und Kommunikationsbereich.

Man muss sich im klaren sein, was dies technisch und ökonomisch bedeutet. Die heutige Computertechnologie ermöglicht den Einsatz von äusserst leistungsstarken Rechnern auf der denkbar dezentralsten Stufe des Wertschöpfungsprozesses, das heisst beim Werk tätigen selber. Rechen- wie auch Speicherkapazitäten stellen im wesentlichen keinen Engpass für die Bearbeitung irgendwelcher Aufgaben mehr dar. Ökonomisch heisst das nichts anderes, als dass deshalb eine sehr weitgehende Delegation von Aufgaben möglich ist, vorausgesetzt, die Resultate dieser dezentralen Produktion seien in effizienter Weise greifbar und nutzbar.

Und hier setzt nun eben das zweite Element der technologischen Revolution ein: die enorme Leistungssteigerung bei den kommunikatorischen Mitteln. Der schnelle Austausch immenser Datenmengen zwischen verschiedenen Rechnern stellte nur den Beginn der Entwicklung dar; heute steht die Fähigkeit im Vordergrund, dezentrale "Produktionsstätten" miteinander in intelligenter Weise zu vernetzen. Entwickler und Entscheidungsträger können auf diese Weise in sehr freier, kreativer Form zusammenarbeiten. Durch die Vernetzung kleinerer Produktionseinheiten wurden in den letzten paar Jahren wirtschaftliche Gebilde geformt, welche den traditionellen, hierarchisch organisierten Grossunternehmen in verschiedener Hinsicht überlegen sind.

Heute ist das Stichwort "Outsourcing" Mode geworden, und, wie so oft bei Modewörtern, wird es nun im falschen Zusammenhang gebraucht. Outsourcing macht ökonomisch nur Sinn, wenn eine bestehende hierarchische Organisation durch eine vernetzte Struktur in überlegener Weise ersetzt wird. "Lean Production", ein anderes Modewort, bedeutet ebenfalls nicht einfach den Abbau jeglicher industrieller Tätigkeit auf das absolut denkbare Minimum und die einfache, lineare Delegation an billigere Produzenten (etwa im währungsbevorzugten Ausland), sondern die intelligente, mehrdimensionale Aufteilung des Wertschöpfungsprozesses in ein Netzwerk eng kommunizierender Elemente.

Man übertreibt deshalb in keiner Weise, wenn man diese Entwicklung als neue industrielle Revolution bezeichnet. Die Einführung von Motoren und Transmissionsriemen ermöglichte im letzten Jahrhundert den Aufbau arbeitsteiliger Grossproduktionsstätten; der Einsatz von intelligent gesteuerten Elektromotoren führte zur Entwicklung hochspezialisierter Arbeitsplätze ("Roboter"); die mehrdimensionale Vernetzung extrem starker, dezentraler Rechenkapazitäten führt zu einer noch nie dagewesenen Flexibilisierung von Forschung, Entwicklung und Produktion.

Typischerweise ist es denn in den USA auch zu einem Boom von Neugründungen kleiner Firmen gekommen. Namentlich dort, wo Kreativität wichtig ist, also auf dem Gebiete von Forschung

und Entwicklung, erweisen sich grosse Organisationen als ineffizient und, wegen der oft fehlenden oder nur mangelhaft vorhandenen Anreizsituation, als den kleineren Gebilden unterlegen. Auf dem Gebiete der Software-Entwicklung, der Biotechnologie, der angewandten medizinischen Forschung oder in der industriellen Automation finden die wesentlichen Entwicklungen in kleinen Firmen statt. Oft werden solche kleinen Organisationseinheiten, sind einmal Resultate vorhanden, von grösseren Firmen aufgekauft. Diese sorgen dann mit ihrem Vertriebsnetz und mit ihrem Produkte-Renommé ("Brands") für die Vermarktung.

4. Ein Beispiel: Myriad

Vor gut einer Woche hat die Börseneinführung der Firma Myriad an der Nasdaq stattgefunden, ein in Amerika praktisch alltägliches Ereignis zwar, aus zwei Gründen jedoch an dieser Stelle erwähnenswert. Zum einen, weil in geradezu exemplarischer Weise die Funktionsweise der mehrdimensionalen Vernetzung dargestellt werden kann, zum andern (und deutlich weniger belangreich), weil unser Bankhaus am Rande bei diesem "Initial Public Offering" dabei war.

Myriad ist eine Unternehmung, die sich auf die Erforschung der menschlichen Erbmasse spezialisiert hat. Sie hat sich zum Ziel gesetzt, Gene ausfindig zu machen, die für bestimmte Erbkrankheiten verantwortlich sind, und Verfahren zur schnellen und kostengünstigen Entdeckung solcher Defekte in der Bevölkerung zu entwickeln. Gründer der Unternehmung sind ein Nobelpreisträger der Biochemie, Walter Gilbert, und ein Professor für medizinische Informatik an der Universität Utah sowie ein früherer Manager aus der Pharmaindustrie. Die Firma machte sich die Nähe zur Universität des Staates Utah und damit zum Mormonenstaat zunutze, indem sie das immense genealogische Datenmaterial einem statistischen "Screening" unterwarf. Bekanntlich erforschen die Mormonen aus religiösen Gründen alle irgendwie nur eruierbaren Stammbäume - auch solche von Ungläubigen - und archivieren die Ergebnisse in minutiöser Kleinarbeit. So weiss man auf Generationen zurück, woran wer unter welchen Umständen gestorben ist. Stammbäume von Mormonen weisen zudem noch den Vorteil auf, dass durch die Polygamie einheitliches Erbmaterial (der Väter) eine sehr weitreichende Verbreitung fand. Entsprechend gleichen sich die Genstrukturen über ganze, weitverzweigte Familien; allfälligen Abweichungen, die ein Stammvater einmal eingebracht hatte, kommt man auf diese Weise besser auf die Spur.

Myriad fand 1993 ein Gen (BRCA 1), dessen Defekt für mehr als 50 % aller Erkrankungen an Brustkrebs verantwortlich ist. Dieses Gen bzw. das Verfahren, dieses Gen im menschlichen Erbmaterial zu finden, konnte patentiert werden. Es wird nun darum gehen, "den Markt zu erschliessen". Mit einem relativ billigen Verfahren können Risikoträgerinnen ausfindig gemacht werden und den notwendigen periodischen Untersuchungen unterworfen werden. Frauen mit intakter Genstruktur soll die Pein solcher Untersuchungen jedoch dereinst erspart bleiben; der volkswirtschaftliche Nutzen ist evident.

Myriad hat zur "Vermarktung" ihrer Methode eine Anzahl Zusammenarbeitsverträge, z.T. auch mit europäischen Pharma-Unternehmungen, abgeschlossen. Man rechnet in den nächsten paar Jahren mit einem Umsatz von mindestens 400 Millionen Dollar. Dies generiert durch eine Firma, die über nicht viel mehr als 30 Mitarbeiter, ein kleines Gebäude, aber ein immenses Netz an intelligenten Produktionseinheiten verfügt, vorderhand noch tief in den roten Zahlen steckt, aber offensichtlich ein Potential vertritt, das den amerikanischen Kapitalmarkt beeindruckt hat. Myriad kam am 17. Oktober zu \$ 18 auf den Markt und notiert zur Zeit der Drucklegung dieses Anlagekommentars bei \$ 25.

Der Unternehmen à la Myriad sind Legion. Sie machen den derzeitigen amerikanischen Aufschwung aus.

5. Nicht geht ohne einen effizienten Kapitalmarkt!

Damit ist das wichtige zweite Element angesprochen, das für den Durchbruch der technologischen Revolution in den USA in entscheidender Weise verantwortlich ist: ein gut funktionierende Kapitalmarkt. Darunter ist mehr zu verstehen als ein bloss einigermaßen funktionierendes System von Banken, Börsen und ein paar Anlegern. Es zeigt sich nämlich, dass in den USA zwei Eigenschaften des Kapitalmarktes ganz besonders ausgeprägt sind:

- Es gibt eine genügende Anzahl - meist privater - Investoren, die bereit sind, in risikoreiche Jungunternehmen à la Myriad Mittel zu stecken. Dies im Wissen, dass in den ersten fünf Jahren wohl kaum mit viel Ertrag gerechnet werden kann und dass allenfalls das ganze Investment auch bachab gehen kann.
- Hingegen kann sich der Investor darauf verlassen, dass darnach ein sehr gut organisierter Markt für alles Weitere sorgt. Dafür, dass die Firma allenfalls Beteiligungen an interessierte Marktteilnehmer abgeben kann, dass sie Kapitalerhöhungen, möglicherweise eine Publikumsöffnung durchführen kann, dass sie freundlich oder dann und wann auch einmal unfreundlich übernommen werden kann.

Das eine bedingt natürlich das andere. Ohne die Aussicht, die unternehmerische Leistung auch einmal als Gewinn realisieren zu können, wird es kaum je eine genügende Anzahl Investoren geben. Und ohne eine genügende Anzahl Investoren wird es auch kaum je zu einem Kapitalmarkt kommen, der die Bezeichnung "effizient" verdient.

Das Zusammentreffen der technologischen Revolution der mehrdimensionalen Vernetzungsmöglichkeit, das heisst der wie nie zuvor dagewesenen Gelegenheit zur Flexibilisierung des Wertschöpfungsprozesses, mit einem sehr gut funktionierenden Kapitalmarkt: Dies ist der Schlüssel zum Verständnis des amerikanischen Wirtschaftswachstums der letzte Jahre. Und es ist auch der Schlüssel zum Verständnis, weshalb es in Europa und in Japan dermassen harzt. Denn auf der technologischen Seite wären ja beide Wirtschaftsregionen nicht so unaufhol-

bar hintennach. Was aber beiderorts fehlt, sind Kapitalmärkte in der beschriebenen Qualität.

6. Tieferliegende Ursachen ...

Man kann es an dieser Stelle nicht unterlassen, der Frage noch etwas weiter nachzugehen, woran es denn liegen könnte, dass es in Amerika eine ausgesprochene Kultur für den Handel mit Unternehmungen und Unternehmensteilen gibt. In einem kürzlich gehaltenen, sehr bemerkenswerten Referat machte der Publizist und Vorsitzende der Liberalen Weltunion, Urs Schoettli, einen Erklärungsversuch für die Tatsache, dass unser Jahrhundert im wesentlichen ein amerikanisches Saeculum geworden ist und führte dies auf einen einzigen, einfachen Grund zurück: "Weil Amerika - im Gegensatz zu Europa und Japan - nie die Freiheit verraten hat." Damit meinte er zunächst einmal die offenkundigen Verstösse gegen Freiheit und Menschenrechte durch den Nationalsozialismus und den sowjetischen Kommunismus. Weitergehend wies er aber darauf hin, dass sich die europäische Denkweise nie wirklich von der Obrigkeitgläubigkeit und von einem immanenten Sozialismus habe trennen können.

Gerade die heutige europäische Befindlichkeit vor der Einführung einer Währungsunion zeigt deutlich auf, wie recht Schoettli hat. Wenn etwa die französische Presse moniert, eine Währungsunion sei "zu wichtig, um sie den Marktkräften zu überlassen", dann steht solches in diametralem Gegensatz zum angelsächsischen Verständnis, nach dem etwas eher zu wichtig wäre, um es der Politik zu überlassen!

Aber auch und gerade das Fehlen eines effizienten Kapitalmarktes hat seine wesentlichen Ursachen im mangelnden Verständnis für marktwirtschaftliche Anreize, im fehlenden Vertrauen, dass Marktkräfte - durch die hierzulande so oft verfehlten Fusionen und Uebernahmen! - eher für eine volkswirtschaftlich sinnvolle Allokation sorgen denn alle merkantilistische Strukturpolitik. Man achte nur einmal darauf, wie schwer man sich hierzulande tut, um endlich einmal einen einigermaßen sinnvollen, funktionsfähigen gesetzlichen Rahmen für die Uebernahme von Unternehmungen zu formulieren. Und man beobachte einmal die Nervosität, mit der in Europa auf Bewegungen im Kapitalmarkt reagiert wird. Wie gerne nimmt man Zuflucht zum Argument, die derzeitige Unternehmensstruktur und die derzeitige Verteilung der Macht entspreche einem übergeordneten volkswirtschaftlichen Interesse ... Von marktwirtschaftlichen Ideen keine Spur, dafür umso mehr obrigkeitliches Pfründendenken!

7. ... mit Auswirkungen auf die Realwirtschaft

Es war noch nie zuvor so unzweifelhaft, dass Ordnungspolitik tatsächlich entscheidend sein kann für die Entwicklung der Wohlfahrt eines Landes oder sogar eines ganzen Kontinents. Was sich in Amerika abspielt, ist überlegene, weil freiheitlichere Ordnungspolitik, und was sich hierzulande eben *nicht* abspielt, ist ein fortgesetzter Verrat an der Freiheit, quer durch alle politischen Richtungen hindurch und in den Köpfen der Arbeitnehmer wie der Arbeitgeber.

Der Anleger tut gut daran, sich die Folgen dieser Umstände zu überlegen. Europa steht der notwendige Strukturwandel noch bevor, und es ist sehr fraglich, ob er noch rechtzeitig und in genügendem Masse erfolgen kann. Die deflationäre Tendenz wird zwar über einige Zeit die Zinsen tiefhalten. Ob daraus aber ein nachhaltiges Wachstum resultiert, ist völlig offen. Den europäischen Aktienmärkten trauen wir deshalb bedeutend weniger zu als der freilich auf beachtlichem Niveau angelangten Wall Street. Die Situation in den USA war seit Jahrzehnten nicht mehr so günstig wie heute: tiefe Inflation, anständiges Wachstum, anziehende Exporterfolge, robuste Unternehmensgewinne, zunehmende Wertpapierfreudigkeit des Publikums, tendenziell eher rückläufige Zinsen bei einer geradezu extrem flachen Zinskurve. Aus gleichen Gründen sind auch unsere Vorbehalte gegenüber dem US-Dollar weitgehend geschwunden.

Wir haben in unserem letzten Anlagekommentar (Nr. 168, Sept. 95) eingehend mit der europäischen Währungsunion befasst. Seither hat sich bestätigt, wie labil die Finanzmärkte diesbezüglich sind. Trotz des für den Anleger an sich recht attraktiven Zinsniveaus und trotz des intakten Zinssenkungstrends mag man nicht so richtig im längerfristigen Obligationenbereich zupacken. Der Unwägbarkeiten sind einfach zuviele.

Die Schweizerbörse befindet sich insofern in einer Sondersituation, als der Mittelzufluss in unser Land aus Furcht vor Maastricht anhält und das Zinsniveau noch einmal gesunken ist. Dem Anleger bleibt fast nichts mehr anderes übrig, als in Aktien zu investieren. Und das muss keineswegs nur faute-mieux sein: Beteiligt er sich nämlich an Schweizer multinationalen Unternehmungen, dann investiert er zumeist in Firmen, die sich längst die Vorteile gerade des amerikanischen Kapitalmarktes zunutze gemacht haben. Ciba, Roche, Nestlé, ABB, Sandoz etc. etc. kennen die Vorzüge von Venture-Firmen à la Myriad bestens.

Investieren heisst letztlich immer, sich an einer Wertschöpfung zu beteiligen. Man kommt nicht darum herum, dann und wann festzustellen, wo in Zukunft solche Wertschöpfung stattfinden wird und wo in eher geringerem Umfange. Technologische Revolutionen sollte man nicht verpassen. Sie generieren Wertschöpfungssprünge.
