

1996:
Zitterpartie in Höhenluft -
Kriechgang im Jammertal

1. Des einen Leid, des anderen Freud

Die Unterschiede in der Stimmungslage der Akteure am Wirtschaftsgeschehen könnten nicht grösser sein: Während die einen mit langen Gesichtern ihre Geschäftsergebnisse entgegennehmen und mit noch längeren Gesichtern in ihre Auftragsbücher starren, erfreuen sich die anderen einer guten Jahresperformance auf Aktien- und Obligationenanlagen und demzufolge die Vermögensverwaltungsinstitute auch einer guten Ertragslage. Jedermann mit ein wenig Erfahrung im Wirtschafts- und Börsengeschehen weiss, dass eine solche Divergenz nicht unüblich ist. Viele zyklische Aufschwünge wurden jeweils von einer Börsenhausse eingeleitet, was durch die frühzeitige Vorwegnahme künftiger Ereignisse angesichts der rationalen Erwartungsbildung durch die Märkte ohne weiteres erklärbar ist. Die künftig zu erwartende bessere Ertragslage der Unternehmen widerspiegelt sich, auf den jeweiligen momentanen Zeitpunkt diskontiert, in den Kursen und Indizes.

Dass also, im Extremfall, auf der einen Seite Mitarbeiter entlassen werden müssen, auf der anderen Seite die Aktienkurse haussieren, ist bis zu einem gewissen Grad systemimmanent. Aus ethisch-absoluter Sicht durchaus störend, im spezifischen Einzelfall auch stossend und tragisch, ist dieses Muster Teil des marktwirtschaftlichen Systems, des ständigen Erneuerungsprozesses, dem eine offene Wirtschaft unterworfen ist.

In bezug auf die Situation zu Beginn des Jahres 1996 stellt sich allerdings die Frage, ob das Muster so ohne weiteres zutrifft. Folgt auf die Börsenhausse unabdingbar der konjunkturelle Aufschwung? Werden deshalb, wie früher üblich, dann auch die Zinsen unweigerlich wieder ansteigen? Wird Inflation, wie wir es schubweise etwa fünf Mal seit 1970 erlebt haben, dann das übernächste Thema sein? Und wird aus diesem Grunde auch die gegenwärtige Börsensituation zur Zitterpartie, weil nämlich noch immer die auf einen konjunkturellen Aufschwung folgende monetäre Kontraktion sehr frühe Vorwirkungen ausgesandt hatte?

Wie wir in diesem Kommentar schon zu verschiedenem Male festgestellt haben, geben zyklische Modelle zur Erklärung der gegenwärtigen Wirtschaftslage nicht viel her. Im Gegen

teil: Die Gesetze des Strukturwandels sind völlig andersartig; zyklisches Denken kann zu Fehlbeurteilungen und damit zu Fehlinvestitionen führen. Ziel des vorliegenden Kommentars ist es, unter dem Blickwinkel der wesentlichen Konsequenzen des Strukturanpassungsprozesses die Situation in vier für unsere Anleger wichtigen Ländern zu analysieren und einige Vorhersagen für das angefangene Jahr zu wagen. (Zur besseren Uebersicht haben wir die ökonomischen Schlüsselgrössen auf dem beigelegten Blatt grafisch dargestellt.)

2. Die Gesetze des Strukturwandels

Von "Strukturveränderung" redet heute jedermann - es gehört zum Schicksal unserer Zeit, dass gewisse Begriffe im Nu zum Mode- und Schlagwort und damit auch irgendwie trivial werden. Dabei hätte dies der gegenwärtige Strukturwandel nicht verdient, denn die wenigsten, die ihn zitieren, wären auch nur im entferntesten in der Lage, dessen wesentlichste Eigenschaften aufzuzählen, geschweige denn zu erklären. Zudem ist der Prozess viel zu gravierend, als dass man ihn der Schutthalde seichter Medienkultur überantworten dürfte. Wir haben im letzten Anlagekommentar (Nr. 170, vom 20.12.95) aufgezeigt, dass der Strukturwandel unter anderem die Rolle des Staates in grundsätzlicher Weise betrifft, und gerade insofern können die kurz- wie langfristigen Auswirkungen gar nicht überschätzt werden.

Im wesentlichen sind es vier Elemente, die, zeitlich zusammentreffend, den Veränderungsprozess bestimmen:

- Der enorme Fortschritt in der Informations- und Kommunikationstechnologie hat zur Folge, dass Grenzen und Distanzen für die Wirtschaft keine limitierenden Faktoren mehr darstellen. Dies macht neue Unternehmensformen möglich, vor allem aber führt die gewonnene Flexibilität für Entwicklung, Produktion und Vermarktung zu einer enormen weltweiten Steigerung des Wettbewerbs.
- Gleichzeitig bzw. als Folge davon kommt es zu einer Deregulierung zuvor gut gehüteter regionaler oder nationaler Kartelle, wobei unter Kartell nicht lediglich die expliziten Absprachen unter den Unternehmungen zu verstehen sind, sondern und vor allem die vielen grösseren und kleineren Hemmnisse, wie sie durch Gesetze und Verordnungen gewollt und ungewollt errichtet worden waren und die den Marktzutritt von Neulingen zum vornherein erschwerten oder verunmöglichten.
- Das Ende des bipolaren Machtsystems öffnet nicht nur einem Teil der Menschheit den Zugang zum "global village", sondern vermindert auch die relative Wichtigkeit des politischen Sektors. Eine grosse Zahl politischer Konventionen kommt unter Druck: Hierzulande das Sozialversicherungssystem, in den USA das ganze Staatsbudget. Es gibt keinen äusseren Grund mehr, auf den Staat und seine "classe politique" übermässig Rücksicht zu neh-

men. Lobbies, die unter dem Titel der Staatserhaltung und der Konsensfindung ihre Eigeninteressen während Jahrzehnten erfolgreich verfechten konnten, verlieren an prinzipieller Bedeutung.

- Gleichzeitig steigt das Volumen und die Wichtigkeit der Finanzmärkte stark an. Die Möglichkeiten der Computer- und Kommunikationstechnologie lassen sekundenschnelle Umdispositionen zu; moderne Finanzinstrumente erlauben die kurzfristige Reallokation von Mitteln über Währungen und Titelnkategorien hinweg. Die immense Bedeutungszunahme der Finanzmärkte hat unter anderem zur Folge, dass die Notenbanken lediglich noch Akteure unter anderen Akteuren sind, mit anderen Worten dem politischen Sektor die Möglichkeit weitgehend genommen ist, seine Ziele unter Zuhilfenahme bequemer geldpolitischer Mittel zu verfolgen, da die Märkte solches schlicht nicht mehr zulassen. Inflationierung ist deshalb nicht so bald ein Thema mehr.

Es liegt auf der Hand, wer in einem solchen Umfeld bevorzugt, wer benachteiligt ist: Erstens hat einmal derjenige eindeutig Vorteile, der frei von schweren Altlasten, "from scrap", starten kann. Das rasante Wachstum der Schwellenländer ist teilweise dadurch erklärbar. Zweitens ist derjenige bevorzugt, der sich den neuen Gegebenheiten rascher anpassen kann. Es zeigt sich, dass ein unflexibler Arbeitsmarkt verheerend wirken kann. In den USA, wo die durchschnittliche Dauer der Arbeitslosigkeit höchstens ein paar Monate dauert, wurden seit 1992 rund 14 Millionen neue Arbeitsstellen geschaffen. In Europa, wo die Anreize des sozialen Auffangnetzes die Langzeitarbeitslosigkeit begünstigen, beträgt die "job creation" gerade 0 (null!). Strukturwandel bedeutet eben, zu anderen Bedingungen anderes möglicherweise an anderen Orten produzieren zu müssen. Sozialsysteme, die dieser Flexibilität entgegenwirken, behindern für eine gewisse Zeit den Strukturwandel. Drittens hat derjenige Vorteile, der sich aufgrund früherer Erfahrung bereits an weltweiten Wettbewerb gewöhnen musste. Nicht umsonst florieren Unternehmungen wie Hoffmann-La Roche, Sandoz, ABB, Nestlé usw.: sie und einige andere international tätige Schweizer Unternehmungen mussten sich seit je der globalen Konkurrenz stellen.

Bleibt zu sagen, wer benachteiligt ist: Wer in bequemen monopolartigen Pfründen vor sich hin leben konnte und für den Innovation deshalb ein Fremdwort ist, wer die Kraft zur fiskal- und sozialpolitischen Erneuerung nicht aufbringt, wer, wie früher jeweils, auf monetäres Manna hofft und auf die konjunkturellen Zyklen der Siebziger- und Achtzigerjahre setzt.

3. Moderates aus den USA

Nach einem drei Jahre dauernden konjunkturellen Aufschwung in den USA hat sich das Wachstum 1995 verlangsamt. Der zuerst, d.h. 1994, befürchtete Inflationsschub blieb aber ebenso aus wie das vielbefürchtete "hard landing". Vielmehr kann aufgrund der vorliegenden Daten auf eine sanfte Abschwächung mit intakten Chancen zu einer baldigen Rückkehr zu höheren Wachstumsraten geschlossen werden. Amerika hat in verschiedener Hinsicht den Strukturwandel bisher erstaunlich gut gemeistert. So konnte der Wegfall von Rüstungsaufträgen nach dem Ende der bipolaren Konfrontation recht problemlos aufgefangen werden. Die Arbeitslosenrate konnte, wie bereits erwähnt, deutlich gesenkt werden. Die fiskalischen Umbauarbeiten sind, was nicht weiter überrascht, noch im Gange, wenn man an den Budgetstreit in Washington denkt.

Der Strukturwandel widerspiegelt sich in den enormen Investitionen im Ausrüstungsgüterbereich, also dort, wo heute Wertschöpfung zu steigern ist. Alle anderen Sektoren der Wirtschaft blieben im wesentlichen immer in moderatem Zustand: der Bau von Privathäusern, die Automobilverkäufe, die Konsumzahlen usw. Mit anderen Worten haben die Amerikaner in den letzten Jahren vor allem ihre Produktivität gesteigert und offenbar gleichzeitig das getan, was man ihnen kaum mehr zugetraut hätte: nicht mehr über die Verhältnisse zu leben.

Es gibt keinen Grund, am Fortbestand dieser an sich insgesamt gesunden Entwicklung zu zweifeln. Von der Teuerungsseite drohen keine dunklen Wolken. Man kann in diesem Jahr von einer Inflationsrate von 2 bis 2 1/2 % ausgehen. Das Fed hat keine Veranlassung, die Geldschraube anzuziehen. Vielmehr haben, am langen Ende der Zinskurve, die Bondmärkte eine oder auch zwei Zinssenkungen im kurzen Bereich bereits teilweise vorweggenommen. Das reale Wirtschaftswachstum wird sich auf etwa 2 bis 3 % einpendeln, wobei nach wie vor die Investitionen im Ausrüstungsgüterbereich einen besonderen Stellenwert einnehmen werden. Von der fiskalischen Seite sind, mangels Geld, keine Impulse zu erwarten. "Amerika" wird sich immer mehr im Privatsektor abspielen. Eine herausragende Funktion kommt dabei dem sehr effizienten Kapitalmarkt zu, der mittels Take-overs für eine dauernde, ökonomisch insgesamt sachgerechte Reallokation der Ressourcen sorgt.

Wall Street bewegt sich deshalb nicht ohne Grund auf hohem Niveau. Es widerspiegelt einerseits die enorm gestiegene Produktivität der Unternehmungen, andererseits das günstige geldpolitische Umfeld. So lange diese zwei Grössen stimmen, kann auch von einer weiterhin positiven Entwicklung der US-Börse ausgegangen werden. Vorsicht ist aber angezeigt, wo Margenerosion zu Gewinneinbrüchen führen. Der Index der Halbleiter-Unternehmungen hat sich seit August 1995 beinahe halbiert! Zeiten des Strukturwandels sind keine Zeiten für blindes Spekulieren auf generell höhere und immer höhere Kurse. Vielmehr gilt es, voraussichtliche Gewinner und Verlierer aufgrund sorgfältiger Analyse auszuscheiden.

4. Japan: Doch kein Harakiri?

Die konjunkturelle Entwicklung Nippons war im vergangenen Jahr Angelpunkt der Sorge der Finanzmärkte. Nach Jahren drastischer Kursrückgänge an den Aktienbörsen, Einbrüchen an den Immobilienmärkten und Zinssenkungen, die Kurz- wie Langfristzinsen nahe an den Nullpunkt brachten, musste das Schlimmste befürchtet werden: eine rasant um sich greifende Krise des Bankensystems und der grossen japanischen Finanzkonglomerate.

Die Gefahren der Deflation sind noch längst nicht gebannt. Es ist noch keineswegs absehbar, ob das von der Regierung geschnürte Massnahmenpaket genügen wird, um der Wirtschaft genügend Impulse zu verleihen, ja, ob überhaupt vorwiegend fiskalische Massnahmen in der Lage sind, die hauptsächlich strukturellen Probleme der japanischen Wirtschaft zu lösen. Ueberschwere, intransparente Industrie- und Dienstleistungskomplexe, die aufgrund ihrer Strukturen nicht in der Lage sind, von den Möglichkeiten der Kommunikationstechnologie zu profitieren, bringt man nicht durch staatliche Massnahmenpakete allein wieder in Fahrt. Wenn man beispielsweise bedenkt, dass in Japan die Dichte an Personal Computers etwa einen Zwanzigstel derjenigen in den USA beträgt und dass Vernetzung vielerorts noch ein Fremdwort ist, dann kann man ermassen, was nachzuholen ist.

Die kraftvollen Interventionen der japanischen Notenbank zur Senkung des Yen-Aussenwertes haben allerdings der Krise die Spitze gebrochen. Der Kurs der japanischen Währung gegenüber dem US-\$ ging in den letzten Monaten um beinahe 30 % zurück. Damit sieht sich der Exportsektor in der Lage, wieder einigermassen konkurrenzfähig an den Weltmärkten aufzutreten. Inflationsdruck aufgrund erhöhter Importpreise blieb bislang weitgehend aus, nicht zuletzt wegen den in der Binnenkonjunktur immer noch stark deflationären Tendenzen. Wir gehen für 1996 von einem Wirtschaftswachstum von etwa 2 % aus und rechnen mit einer Fortsetzung der akkommodativen Geldpolitik der Notenbank. Daraus ergibt sich auch ein gewisser Spielraum für die japanische Börse, wobei angesichts des erst am Beginn stehenden Strukturbereinigungsprozesses böse Ueberraschungen bei der Entflechtung megalomaner Komplexe nicht auszuschliessen sind. Wer nicht durch sehr spezifische Kenntnisse in der Lage ist, erfolversprechende Investments zu eruieren, der sollte als Anleger die japanischen Inseln nicht ohne Fallschirm ansteuern. Derivative Produkte bieten sich dafür an.

5. Deutschlands Kriechgang als Benchmark für Europa

Kürzlich wurde in einer Finanzglosse ein sogenannter "Misere-Index" vorgestellt. Er besteht aus einer Kumulation bestimmter ökonomischer Grössen, die etwas über den Zustand einer Volkswirtschaft aussagen. Ohne weitere Abklärungen über die inneren Zusammenhänge zwischen diesen Grössen ist

zwar die wissenschaftlich gefestigte Aussagekraft solcher statistischer Turnübungen immer ein wenig fraglich, tendenziell lässt sich aber doch einiges ablesen. Der Miseren-Index umfasst die Inflationsrate, die Arbeitslosenquote, die Höhe der Zinsen, das Ausmass der Gesamtverschuldung sowie den gewichteten Aussenwert der Währung. Am schlechtesten geht es gemäss Miseren-Index also einer Volkswirtschaft mit hoher Inflationsrate, Massenarbeitslosigkeit, hohen Zinsen, tiefrot verschuldeten öffentlichen und privaten Haushalten und einer überbewerteten Landeswährung.

Bis auf die Inflationsrate trifft für Deutschland das wenig günstige Bild eigentlich ziemlich zu. Die hohe DM macht dem Exportsektor zu schaffen, Arbeitslosigkeit und zunehmende Soziallasten bedrängen das staatliche und die privaten Budgets, so dass weder fiskalisch induzierter noch privater Konsum aufkommen kann. Schliesslich ist trotz einiger Zinssenkungen die Realverzinsung so hoch, dass von einem investitionsfreundlichen Klima kaum gesprochen werden kann. Dem Miseren-Index beizufügen wäre noch, dass wegen der drastischen Steuererhöhungen der letzten Jahre das Vertrauen privater Investoren in den Staat erschreckend gesunken ist. Die Lust, sich besonders anzustrengen, um später weiteren fiskalischen Raubzügen zum Opfer zu fallen, ist gering.

Wir erwarten für das laufende Jahr in Deutschland ein Wachstum von höchstens 1 1/2 % bei einer etwa gleichlautenden Teuerungsrate. Die Zinsen im kurz- wie vor allem im langfristigen Bereich haben aufgrund der ungünstigen Wachstumsaussichten noch Spielraum nach unten. Interessant wird sein, ob die deutsche Aktienbörse in diesem Umfeld von monetärer Stimulanz einerseits und fiskalischer Verhärtung andererseits zu einer nachhaltig positiven Tendenz finden wird. Angesichts der Tatsache, dass der heutige Indexstand noch immer nicht wesentlich höher ist als 1990, könnte man sich einen gewissen Anstieg durchaus vorstellen.

Bleibt zu erwähnen, dass aufgrund anderer, nämlich politischer Faktoren, die restriktive Notenbankpolitik und das tiefe Wirtschaftswachstum Deutschlands praktisch zum Zielkorridor für Europas Wirtschaftsentwicklung geworden ist. Im Bestreben, die Volkswirtschaften unterschiedlichster Länder unseres Kontinents auf eine einigermaßen einheitliche Linie zu bringen, um dann die Währungsunion doch irgendwie unter Dach und Fach zu bringen, wird namentlich in Ländern wie Frankreich eine deflationäre Geld- und Fiskalpolitik betrieben, die ihre politischen Risiken birgt. Der konjunkturelle Ausblick ist deshalb für den ganzen Kontinent nicht eben erfreulich.

6. Miseren-Index auch für die Schweiz

Auch unser Land kann einige der Miseren für sich in Anspruch nehmen. Einzig die Inflationsrate ist für die Schweiz problemlos - alles andere ist alarmierend. Wir gehen ins fünfte Jahr hoher Arbeitslosigkeit. Die Gesamtverschuldung nimmt

wegen der in den letzten Jahren stark gestiegenen Staatsquote zu. Der starke Schweizerfranken hat viele der an sich so erfolgreichen Exportunternehmen an den Rand des Ruins getrieben. Gewiss, die Zinsen sind tief. Aber sie vermögen das Investitionsklima nicht anzukurbeln; einen Wagen, der in der Ebene zum Stillstand gekommen ist, kann man durch das Lösen der Bremsen nicht zum Fahren bringen! Viele der Probleme ergeben sich aus der drastischen Strukturbereinigung im Immobilienbereich. Von einem jahrzehntelangen Preisanstieg gehätschelt und verwöhnt, hatte dieser Bereich Ueberkapazitäten produziert, die nun dem Vernichtungsprozess unterliegen. Das ist hart, wenn man bedenkt, wieviel direkt oder indirekt von der Bauwirtschaft abhängt.

Wenn weder der Export noch, aufgrund der Immobilienkrise, die Binnenwirtschaft funktioniert und schon gar nicht irgendwelche fiskalischen Impulse erwartet werden können, dann steht es schlecht um die Wachstumsaussichten unseres Landes. Wir erwarten 1996 eine Zunahme des BIP von höchstens 1 %. Solch tiefe Wachstumszahlen implizieren weitere, gravierende Probleme bei den auf Wirtschaftswachstum ausgerichteten Sozialwerken. Die entsprechenden politischen Auseinandersetzungen (Strukturveränderungen?) stehen noch bevor.

Weitgehend abgekoppelt von den Problemen des Heimatlandes entwickeln sich die international tätigen Schweizer Unternehmungen. Wo der Anteil des Stammhauses ohnehin klein ist, zählt letztlich viel eher die Wertschöpfung in anderen Teilen der Welt. Die positive Entwicklung der Schweizer Börse kann nur so erklärt werden, und es besteht auch kein Grund, weshalb sich daran wesentliches ändern sollte.

Hingegen tut der Anleger gut daran, sich auf ein anderes Szenario vorzubereiten. Angesichts des Kriechgangs der Schweizer Wirtschaft und der vielfältigen ungelösten strukturellen Probleme ist es nämlich durchaus denkbar, dass die internationalen Finanzmärkte zu einer Neu Beurteilung des Schweizerfrankens gelangen. Eine markante Tieferbewertung, allenfalls sogar noch, analog dem japanischen Vorgehen, unterstützt durch die Notenbank, hätte ein Ende der sehr tiefen Kapitalmarktzinsen zur Folge. Nicht dass wir einem dramatischen Zinsanstieg das Wort redeten - dazu geben die konjunkturellen Verhältnisse beileibe keinen Anlass. Aber insbesondere der Obligationengläubiger muss sich der Kursrisiken bewusst sein, die er mit langläufigen Schweizerfrankentiteln eingeht, um eine geringfügig höhere Rendite (auf tiefem Niveau!) zu erzielen. Wir haben aus diesem Grunde die Duration in unserer Anlageempfehlung etwas reduziert.

7. Lohnendes Kriechen und Zittern?

Zusammenfassend: Wenn wir zu Beginn des Jahres 1996 in die Welt schauen, dann präsentiert sich also ein höchst interessantes Bild voller Herausforderungen. Verhaltene, aber gesundes Wachstum in Amerika, Kriechgang bei einer grossen

Zahl unerledigter struktureller Probleme in Japan und in Europa. Aktienbörsen hier wie dort auf respektablem Niveau, Zinssätze, vor allem im Schweizerfranken und im Yen, etwas weniger extrem in der DM und im \$, auf einem Niveau, das andere Anlagen als Investitionen in Obligationen nahelegt. Was tun?

Wir orientieren unsere Überlegungen an den folgenden Punkten:

1. Das monetäre Umfeld ist in allen für uns relevanten Ländern im Gleichgewicht. Es drohen nirgends inflationäre Gefahren und mithin auch keine schmerzhaften Zinserhöhungen. Dies spricht für grundsätzlich freundlich gestimmte Börsen - sowohl für Aktien wie auch für Festverzinsliche.
2. Die Wahrscheinlichkeit für monetär oder fiskalisch stimuliertes Wachstum hat weltweit abgenommen. Der Handlungsspielraum der Notenbanken und des politischen Sektors ist diesbezüglich sehr eng geworden. Das grundsätzlich ungesunde, weil von Strohfeuern gekennzeichnete Wachstum wird durch ein gesünderes, strukturelles abgelöst. Solches war seit mehr als 40 Jahren nicht mehr der Fall. Strukturelles Wachstum, das nicht immer wieder von Beschleunigungs- und Bremsmanövern gestört wird, verleiht der Investition in Eigenmittel besondere Attraktion. Der Übergang vom Kriech- zum aufrechten Gang ist absehbar.
3. Strukturveränderungsprozesse hinterlassen aber auch Spuren. Es gibt immer wieder Verlierer, Unternehmungen, die zu Recht oder zu Unrecht unter die Räder geraten. Enttäuschende Gewinnausweise und dergleichen gehören zum Risiko jeglicher Aktienanlage. Wer dieses Risiko nicht tragen kann oder will, kann sich heute mittels derivativer Instrumente "versichern"; für den in der Höhenluft der Börsen Zitternden können feste Seile eingerichtet werden. Unser Bankhaus versorgt seine Kunden laufend mit neuen Vorschlägen und Produkten auf diesem Gebiet.

KH, 23.1.96
