

ANLAGE - KOMMENTAR NR. 174

2. Juli 1996

Sich den Erwartungen entgegenstemmen

1. Marschhalt im Wunderland

Nachdem wir die Mitte des Jahres 1996 überschritten haben, erscheint es angemessen, in unserer Geschäftigkeit ein wenig innezuhalten. Die Hektik des Geschehens an den Finanzmärkten ist ja ohnehin dazu geeignet, den Blick auf längerfristige Entwicklungen zu verstellen. Wer sich nicht ab und zu zwingt, dem Tagesgeschehen den Rücken zu kehren und geistig etwas zurückzulehnen, der wird bald einmal von einer Nervosität der Art des Devisenhandels eingeholt. Kurzfristig erfolgreich zu operieren ist dort eine berufliche Anforderung; dem Normalverbraucher verbliebe lediglich die Kurzsichtigkeit. Ein Handicap, das es zu vermeiden gilt.

Was sich vor unseren Augen präsentiert, wenn wir uns diesem Rundblick in Musse unterziehen, ist keine eintönige Landschaft der Eindeutigkeiten, sondern vielmehr eine Art Wunderland voll bemerkenswerter Erscheinungen. Bevölkert wird diese Märchengegend von den Akteuren der Finanzmärkte, die, so etwas wie Blinde Kuh spielend, im Labyrinth unbekannter Phänomene umherirren. Ginge es nicht um sehr ernsthafte Fragen der wirtschaftlichen Zukunft und letztlich der Dauerhaftigkeit des Wohlstands, so dürfte man sich diesen Sommernachtstraum durchaus als Amüsement zu Gemüte führen. Da man ja aber selber zu den Suchenden gehört und dann und wann auch den Kopf anschlägt, hält sich das Vergnügen in Grenzen, ja, könnte es auch durchaus ins Gegenteil eines Alptraums umschlagen.

Zu den Merkwürdigkeiten gehört beispielsweise das nicht vom Fleck kommende Wirtschaftswachstum der Industrienationen Eu-

ropas. Seit der Rezession anfangs der Neunzigerjahre sind immerhin einige Jahre vergangen, und man hat in der Zwischenzeit bereits mehrmals von „Aufschwung“ gesprochen. Die Kapital- und Geldmarktzinsen haben sich seither auf ein wirtschaftsfreundliches Niveau reduziert, und dennoch will und will sich keine Besserung einstellen; im Gegenteil: Tiefschwarze Wolken dräuen namentlich über den uns besonders interessierenden Volkswirtschaften Deutschlands und der Schweiz.

Bemerkenswert ist auch das Gerede über das angeblich so robuste Wirtschaftswachstum in den USA. Gewiss, es stellt mit seinen seit nunmehr fünf Jahren zu beobachtenden Zuwachsraten von deutlich mehr als 2 % (real) die europäischen und japanischen Verhältnisse klar in den Schatten. Dennoch: Von Hochkonjunktur oder einem zyklischen Boom kann bei weitem nicht die Rede sein. Zudem zeigt sich, dass so ziemlich alle Indikatoren im Vergleich zu früher äusserst markanten Schwankungen unterliegen. Legen die Autoverkäufe, die Housing Starts, die Lagerhaltung, die Kapazitätsauslastung im einen Quartal stark zu, dann kann man fast darauf gehen, dass die Zahlen im folgenden Vierteljahr ebenso stark ins Negative ausschlagen. Übrig bleiben erstaunte bis verwirrte Analysten und Volkswirtschaftler.

In dieser Situation relativ moderaten Wachstums passen dann die panikartigen Befürchtungen, der nächste Inflationsschub stehe in Amerika unmittelbar bevor, allerdings nur sehr schlecht. Kein Tag vergeht an der Wall Street, an dem nicht jemand derartige Unkenrufe ausstösst, und tatsächlich haben auch die Bondmärkte in den letzten paar Monaten mit

ihrem Zinsanstieg von ca. 1 % in dieser Richtung reagiert. Wie erklärt sich dann aber eine Äusserung des „Shadow Open Market Committee“ (SOMC), einer Gruppierung eingefleischter Monetaristen aus der Tradition Milton Friedmans und Karl Brunners, wonach die „Federal Reserve policy too restrictive and not consistent with maintaining steady growth with price stability“ sei? Ist es nicht bemerkenswert, wenn ausgerechnet aus dieser Ecke der Ruf nach einem höheren Geldmengenwachstum erschallt? Das Wunderland offeriert einem tatsächlich einiges an Bemerkenswertem!

Interessant ist auch, wie zinsresistent sich bis anhin die Aktienbörsen erweisen. Ein Zinsanstieg an den amerikanischen Bondmärkten von immerhin etwa 1 % ist ja nicht nichts - auf einem zehnjährigen Papier verliert der Anleger immerhin etwa 9 % (Kursverlust). Ähnlich, wenn auch nicht so markant, ist die Zinsentwicklung im Schweizerfranken ausgefallen. Notierten die Bundesobligationen zu Jahresbeginn noch bei 3,7 %, so wird heute eine Rendite von 4,3 % verlangt. Wer in diesem Jahr Schweizerfranken-Obligationen gehalten hat, gehört zu den Verlierern. Man würde meinen, dass dies dann auch auf die Aktienbörse durchschlagen müsste. Nichts dergleichen. Sowohl Wall Street wie auch ein Teil der europäischen Börsen notieren Höchststände.

Seltsam schliesslich auch die Währungsentwicklung. Die Rollen sind vertauscht worden. Aus den ehemals dahinsergebenden Schwachwährungen wie Lira, Peseta, Pfund etc. sind die Gewinner dieses Jahres geworden, Deutsche Mark und Schweizerfranken hingegen gehören zu den Kursverlierern. Mit dieser Entwicklung einher ging eine markante Zinssenkung in den früheren Schwachwährungsländern. Mit Lira- oder Schwedenkronen-Obligationen konnten in diesem Jahr (in SFr. gerechnet) gut und gerne über 20 % Gewinne erreicht werden (Total Return, d.h. Zinsen plus Kursgewinn plus Währungsgewinn).

Was das Verwirrspiel noch komplettiert: Aufgrund dieser Währungs- und Zinsentwicklung scheint die europäische Konvergenz mit einem Mal in Reichweite zu sein! Weder auf der Zins-, noch auf der Inflationsseite oder bei den Budgetdefiziten unterscheiden sich die europäischen Staaten durch unüber-

brückbare Unterschiede. Aufgrund der sehr hohen Zinssensitivität des italienischen Budgetdefizits (ohne die enormen Zinszahlungen aus Gründen der nach wie vor katastrophalen Staatsverschuldung wäre der italienische Finanzhaushalt, im Gegensatz etwa zu Deutschland oder der Schweiz, nicht defizitär) könnte eine weitere Senkung der Lira-Zinsen sehr wohl zu einer starken Verbesserung der laufenden Rechnung führen. Welch wunderliche Zeiten, wenn ein ehemaliges Musterkind wie Deutschland sich plötzlich in der Situation sieht, eines der Maastrichtkriterien schlechter zu erfüllen als die vielbelächelten Freunde aus dem Süden!

2. Hier stimmt etwas nicht!

Es ist ganz offensichtlich: In einer Zeit des Strukturwandels haben wir alle grosse Mühe, uns zurechtzufinden. Es fällt uns schwer, die in den letzten dreissig Jahren gewonnenen Erfahrungen auf einmal beiseite zu legen. Obschon es langsam zum *ceterum censeo* dieses Anlagekommentars zu werden droht: Mit zyklischen Erklärungsmustern ist in der heutigen Zeit wenig zu erreichen. Im Gegenteil: Zyklische Vorstellungen führen in die Irre; aus den blinden Kühen werden bedauernswerte Lemminge, die sich scharenweise über die Klippen ins Meer der Fehlbeurteilung stürzen.

Man kann die mangelnde Erklärungskraft zyklischer Vorstellungen in diesen Zeiten des Strukturwandels durchaus nachweisen. Die folgende Tabelle gibt die Korrelation zwischen der effektiv festgestellten Inflationsrate und einer Anzahl Indikatoren wieder. Wir wählten aus Gründen der Verfügbarkeit von Daten die USA. War es früher, d.h. in zyklischen Zeiten, absolut unbestritten, dass ein positiver Zusammenhang zwischen dem Anstieg der einen Grösse und einer Erhöhung der andern Grösse besteht, so scheinen diese „Gesetze“ in den letzten fünf Jahren nicht mehr zu stimmen. Unsere Untersuchungen zeigen im Gegenteil, dass weder die Veränderung der Arbeitslosenrate noch der Zuwachs der Kapazitätsauslastung noch das Wirtschaftswachstum einen signifikanten Zusammenhang mit der Inflationsrate hatte.

Korrelationskoeffizient der Inflationsrate mit:	gemäss zyklischem Modell zu erwarten:	effektive Beobachtung
Produzentenpreis-Index	↗	+0.8
Arbeitslosenrate	↘	+0.31
Geldmenge (M3)	↗	-0.16
Kapazitätsauslastung	↗	-0.54
Wirtschaftswachstum	↗	-0.61

Es ist also nicht nur so, dass in diesen nicht-zyklischen Zeiten gewisse Korrelationen nur schwach spielen; vielmehr gibt es sogar negative Zusammenhänge, wo klar positive zu erwarten wären. So müsste ein Rückgang der Arbeitslosenrate nach gängigen Vorstellungen tendenziell zu einem Anstieg des Konsumentenpreisindex führen, weil der erhöhte Nachfragedruck nach Arbeit höhere Löhne nach sich zieht, höhere Löhne aber einerseits die Produkte verteuern, andererseits auch den Konsum stimulieren - das Gegenteil war in den letzten Jahren der Fall! Eine höhere Kapazitätsauslastung müsste eigentlich ebenfalls auf eine Überhitzung der Konjunktur hindeuten - auch dieser Zusammenhang erwies sich in den letzten Jahren als negativ. Was wundert's, wenn die Interpretatoren des Wirtschaftsgeschehens angesichts solch unerwarteter Ergebnisse zu blinden Kühen werden?

Es macht den Anschein, dass sehr vieles in diesem Sinne „nicht mehr stimmt“. So erweist sich die vermeintliche Unvereinbarkeit eines Zinsanstiegs mit einer anhaltend positiv gestimmten Aktienbörse eben nicht mehr als unmöglich eintreffendes Szenario. Und der anhaltende Kriechgang der europäischen Volkswirtschaften ist trotz ebenso anhaltend grosszügiger Geldversorgung durch die Notenbanken ein nicht nur mögliches Szenario, sondern harte Realität geworden.

Das Problem des Wandels in diesem Wunderland besteht im wesentlichen darin, dass die meisten der Akteure sich nach Zeichen und Wegweisern sehnen, die ihnen die Richtigkeit der früheren Erklärungsmodelle wieder bestätigen würden. Die Inflationshysterie an Wall Street lässt sich nur auf diese Weise begründen. Weil in den 60er-, 70er- und 80er-Jahren immer irgendwann ein Inflationsschub folgte, muss er nun ja auch einmal kommen. Man nimmt zur Not auch

einmal überlange Zeitverzögerungen in Kauf. Aber kommen muss er. Inflationstheoretisches Wachstum hat es noch nie gegeben, und was nicht sein darf, ist auch nicht.

So stiert man denn auf Indikatoren, schreibt sich die Finger wund, ob sie unter oder über den Erwartungen liegen, jubelt oder heult gegebenenfalls. Und man redet die nächste Börsenbaisse herbei, weil ja kommen muss, was noch immer gekommen ist. Und in Europa faselt man von einem unmittelbar bevorstehenden, sicherlich aber 1997 eintreffenden Aufschwung. Man reduziert mit anderen Worten die Erwartungsbildung um den Denk- und Analysevorgang auf die Dimension eines Musterkastens. Und merkt nicht, dass ein ganz anderes Spiel im Gange ist, mit ganz anderen Spielregeln, und mit gewaltigen Auswirkungen.

3. Ein bisschen Mikroökonomie zur Abwechslung

Wenn wir uns an die „guten alten Zeiten“ einigermaßen abgeschotteter Märkte und bis zu einem gewissen Grade autarker Volkswirtschaften zurückerinnern, dann fällt ein ganz wesentlicher Unterschied zu den heutigen Verhältnissen auf: Die frühere Unternehmung musste sich bei weitem weniger um ihre Preisgestaltung kümmern. Sie operierte, selbst als international tätige Firma, stets in einem durch eine Vielzahl von Arrangements geschützten Umfeld. Erhöhten sich dann und wann einmal die Preise der Produktionsfaktoren, dann konnten diese Preiserhöhungen ohne weiteres an den Markt weitergegeben werden. Weshalb? Weil, ob Industrieunternehmung, Bank oder Versicherung, dieser Markt stets ein von hohen Zutrittschranken geschützter kartellähnlicher „Markt“ war. Der Ökonom spricht von einer „Monopolrente“, die in solchen Verhältnissen verdient werden kann. Die Preisbildung erfolgt nicht in der Nähe der durchschnittlichen Produktionskosten, sondern darüber. „Cost Plus“ heisst dieses Preisbildungsmodell, und es hat die Szene der letzten 50 Jahre beherrscht.

Das hat sich radikal geändert. Neue Akteure sind aufgetreten, neue Märkte aufgegangen, neue Vertriebsmöglichkeiten geöffnet worden, durch neue Technologien die Informations- und Transaktionskosten dramatisch gesunken. Heute kann kaum mehr ein Unter-

nehmen irgendwelche Faktorpreiserhöhungen einfach weitergeben, vielmehr muss es Wege finden, die Kosten so zu senken, dass man trotzdem noch wettbewerbsgerecht anbieten kann. Man ist dauernd gezwungen, die Kostensituation in den Griff zu bekommen, denn die Preise werden einem diktiert. Ob man noch anbieten kann oder will, orientiert sich an den Grenzkosten, und ob man es auf die Länge noch kann, hängt davon ab, ob die durchschnittlich erzielten Einnahmen die Ausgaben noch zu rechtfertigen vermögen. Sonst geht man bankrott.

Das ist das neue Spiel, das heute gespielt wird. Es heisst *Wettbewerb*. Der Übergang zum neuen Spiel heisst *Strukturwandel*.

Die Möglichkeit, Veränderungen von Faktorpreisen praktisch ohne weiteres auf die Preisgestaltung am Endprodukt zu überwälzen, hatte über Jahrzehnte die Firmen- und Gesamtwirtschaftskultur geprägt. So mussten bis vor ein paar Jahren hohe Lohnforderungen, sei es der Mitarbeiter, sei es auch des Kaders, das Management nicht sonderlich kümmern. Man gab die Preiserhöhungen für Arbeit ganz einfach an den Konsumenten weiter. Dieser hatte aus verschiedensten Gründen keine andere Wahl, als das Produkt zum neuen, höheren Preis zu erwerben. Aus dieser Konstellation resultierte im Laufe der Zeit eine Art Management-Gewerkschaftskartell, das in der heutigen Zeit des Preisdrucks und der Arbeitsmarktkonkurrenz aus Ost und Fernost Schwierigkeiten hat, sich zu behaupten. In der Schweiz nannte man dieses Kartell „Arbeitsfrieden“ oder „Konkordanzdemokratie“. Der Strukturwandel wird auch diese Elemente, an deren sicherheitsspendende Wirkung wir uns so sehr gewöhnt haben, erfassen und sie in Frage stellen, ob wir das wollen oder nicht. Ankündigungen von *Reallohnkürzungen* (Wer hätte vor ein paar Jahren daran gedacht, dass dieses Wort im Vokabular der Schweiz je einmal gebraucht werden müsste?) bei den Bundesbahnen und in weiteren Zweigen des öffentlichen Sektors bestätigen die Existenz dieses neuen Kapitels in der Wirtschaftsgeschichte unseres Landes.

Aber auch der Preis von Kapital als einem der wesentlichen Produktionsfaktoren war unter dem Regime der Quasimonopole nicht Gegenstand intensiver Bemühungen des Managements. Konnte man aufgrund der Markt-

macht praktisch ohne Auswirkungen höhere Kapitalkosten an den Markt weitergeben, so kam es auch nicht sehr darauf an, wie produktiv dieses Kapital eingesetzt wurde. Es resultierten die substanzschweren, überkapitalisierten Gebilde, wie wir sie aus dem Strukturwandel bis zur Genüge kennen: Es sind ja sie, die nun am meisten Schwierigkeiten haben. Kapital als knappes ökonomisches Gut: diese Erkenntnis existierte hierzulande und in weiten Teilen Europas bis vor kurzem nur in den Köpfen von Ökonomen und in Lehrbüchern. Der Kampf um knappes Kapital, die Pflege des Kapitalgebers als eigentliche Managementaufgabe - dies muss erst noch gelernt werden. Wie eine kürzlich publizierte Studie von McKinsey belegt, ist die Kapitalproduktivität in den USA derjenigen in Europa bei weitem überlegen. Das bedeutet, dass pro investiertem Dollar in Amerika mehr bzw. Wertvolleres produziert wird als auf unserem Kontinent. Ein Management, das nie um Kapital wirklich kämpfen musste, wird eher zu teurem Perfektionismus oder gar zu teurem und letztlich unnötigem Firmenpomp neigen als die kapitalbewusste und kapitalmarkterfahrene Firmenleitung. Die auf dem europäischen Kontinent zu beklagende weitgehende Abwesenheit eines effizienten Kapitalmarkts und die durch sie geprägte mangelnde Kultur für Unternehmensübernahmen rächt sich nun.

Einige der eingangs erwähnten Widersprüchlichkeiten werden nun erklärbar. So werden unter neuer Lesart Verengungen am Arbeitsmarkt, sprich tiefere Arbeitslosenzahlen, deshalb nicht mehr automatisch zu höherer Teuerung führen, weil a) Lohnforderungen unter dem Druck anderer Arbeitsmärkte ohnehin nur schwer durchsetzbar wären und b) allenfalls doch eintretende Lohnerhöhungen dann eben über Kostenreduktionen auf anderen Ebenen der Produktion kompensiert werden müssten - die Weitergabe an den Markt funktioniert ja nicht mehr. Im weiteren: Die in den USA beobachteten Erhöhungen der Kapazitätsauslastung müssen deshalb nicht zwingend auf Inflationsgefahr hinweisen, als sie lediglich Anzeichen des natürlichen Zwangs des Managements zur Kostenreduktion bzw. zur Erhöhung der Produktivität sein können. Produktivitätssteigerung wirkt aber *de-*, nicht *inflationär*.

4. Realwirtschaftliche Folgerungen

Wer nicht blinde Kuh spielen will, und das zu praktizieren empfiehlt sich dem Investor sicherlich nicht, der tut gut daran, den Tatsachen dieser grundlegenden Veränderungen ins Auge zu blicken. Zunächst ist einmal festzuhalten, dass der allenthalben vor sich gehende Abschied von der Monopolrente hin zur Marktpreisbildung ein Abspecken der Unternehmungen zur Folge hat. Der produktivere Einsatz von Kapital ist synonym mit einer weniger feudal ausgestatteten Eigenkapitalisierung. Stille Reserven gehören der Vergangenheit an. Der Abspeckungsprozess kann bewusst und mit allen notwendigen Vorsichtsmassnahmen ablaufen, er kann aber auch ungewollt und abrupt erfolgen. Wenn die Aussenwelt z.B. früher als sicher Gewähltes neu bewertet, wie dies etwa im Immobilienbereich der Fall gewesen ist, dann schmelzen stille Reserven („Substanz“) dahin wie im Frühjahr der Schnee.

Tiefere Eigenkapitalisierung bedeutet aber auch, dass Schwankungen in den Unternehmenserträgen weniger gut aufgefangen werden können. Die Schuldnerbonität wird darunter leiden. Entsprechend wird der Obligationen gläubiger in eine neue Ära der Risikobeurteilung und der Risikobewältigung treten. Die Zeiten der unbedenklichen und auch weitgehend reflexionslosen Übernahme irgendwelcher Kapitalmarktpapiere in der Annahme weitestgehender Risikolosigkeit sind vorbei. Dies sei insbesondere den Anlageverantwortlichen von Pensionskassen ins Stammbuch geschrieben. „Management of Counterparty-Risks“ wird das nächste Kapitel in der Vermögensverwaltung heissen.

Wenn nicht „Substanz“ und wenn nicht dicke Eigenkapitaldecke - was dann? Welcher Schuldner ist in Zukunft als glaubwürdig zu betrachten? Unter dem Regime des globalen Wettbewerbs nur derjenige, der sich im Wettbewerb behaupten kann, also derjenige, der trotz widrigen Gegenwindes der Märkte in der Lage sein wird, auch in Zukunft positive Cash Flows zu erzeugen. Die Wahrscheinlichkeit, in welchem Ausmass dies der Fall sein wird, wird über die Bonitätseinstufung der Schuldner entscheiden.

Die Obligationenmärkte sind daran, in diesen Strukturwandel einzutreten. Das Resultat wird in höheren Risikoprämien für schlechter

bewertete Schuldner und in einer grösseren Diskrimination zwischen „unbedenklich“ und „gefährdet“ bestehen. Der Investor tut gut daran, seine Anlagen im Hinblick auf diesen unausweichlich kommenden Prozess in aller notwendigen Seriosität durchzusehen. Und er tut auch gut daran, nicht aufs Naheliegendste zu verfallen: nur noch Schuldner auszuwählen, die mit irgendwelchen, meist staatlichen, Garantien ausgestattet sind. Staatsgarantien weisen, ökonomisch gesehen, in der Regel auf Gebilde hin, die einer Garantie bedürfen, weil sie sonst wirtschaftlich nicht funktionieren könnten. Ihre wirtschaftliche Berechtigung ist damit a priori fraglich. Ob man sein Geld Gebilden anvertrauen möchte, die ihre Daseinsberechtigung nicht primär aus der Erzeugung positiver Cash Flows beziehen, sei jedem selbst überlassen. Ob man zusätzlich noch auf Garantien von Körperschaften spekulieren will, die grundsätzlich in der Lage sind, die Spielregeln für die Honorierung der Garantien jederzeit zu ändern, und die zudem immer weniger finanziell in der Lage sein werden, für irgendwelche Schuldnerausfälle effektiv geradezustehen, - das ist eine Frage, die alle langfristig ausgerichteten Investoren zu beschäftigen beginnen sollte.

5. Struktureller Vorteil der Aktie

Der Kampf um das knappe ökonomische Gut Kapital wird aber auch dazu führen, dass der Hingabe von Eigenkapital ein höherer Stellenwert zukommt - und die Bemühung um Eigenkapital zu einer der wichtigsten Aufgaben des Managements wird. Noch wird hierzulande die Diskussion um den sog. „Shareholder Value“ mit grosser Intensität und zuweilen auch mit etwelcher Unkenntnis der Materie geführt. Ob es zu bedauern ist oder nicht - in einer Zeit knapper werdenden Kapitals wird diese Diskussion überhaupt nicht mehr zu führen sein. Wer sich nicht um das Kapital bemüht, wird auch keines mehr bekommen. Hungerige hat es auf der Welt genug, und die Welt ist heute nicht mehr so organisiert, dass sich Investitionen in entfernten Regionen zum vornherein ausschliessen. Folge des gegenwärtigen Strukturwandels wird also die Aufwertung der Aktie sein. Wobei aber gleichzeitig auch beigefügt sei, dass sich an den wesentlichen Rahmenbedingungen des Aktienbesitzes nichts ändern

wird. Aktienkapital bleibt *Risikokapital*, und in einer Welt der sich an Grenzkosten orientierenden Unternehmungen wird der Untergang von Firmen häufiger vorkommen als in der vergangenen Zeit kapitalschwerer, marktmächtiger, monopolaähnlicher Anbieter.

Das bedeutet, dass künftige Portefeuilles zwar tendenziell über einen höheren Aktienanteil verfügen werden müssen, dass gleichzeitig aber der Risikoverteilung grössere Bedeutung wird zukommen müssen. Nicht zuletzt aus diesem Grunde legen wir diesem Kommentar einen Vorschlag für Anlagen in Fernost und Japan bei. Angesichts der noch anstehenden Probleme in Europa meinen wir, dass eine gewisse Verlagerung der Vermögensgewichtung in Richtung der am meisten wachsenden Volkswirtschaften am Platz wäre.

6. Ende des Marschhaltes - mit Kompass und Höhenmesser geht's weiter!

Im eingangs beschriebenen Wunderland lassen sich also doch einige Phänomene erklären, wenn man sich die Mühe nimmt, den Strukturwandel zu analysieren. Das „seltsame“, nicht überbordende, inflationsarme Wachstum in den USA: Resultat eines weitgehend gelungenen Bereinigungsprozesses, einer Wirtschaft, die sich unter den Gegebenheiten knappen Kapitals und gegenüber hoher Konkurrenz aus anderen Gebieten der Erde behaupten kann. Der Kriechgang Europas und namentlich Deutschlands und der Schweiz: Konsequenz von Strukturen, die den neuen Gegebenheiten sehr weitgehend entgegenstehen und die nicht so schnell und schmerzlos zu verändern sind. Der anhaltende Anstieg der Börsenindizes: Ergebnis des Kampfes um das knappe Gut Kapital; die Unternehmungen kommen gar nicht mehr darum herum, bessere Gewinne auszuweisen; Resultat aber auch der Bemühungen für Produktivitätssteigerungen; das Angebot von Arbeitsmärkten und neuen Standorten beginnt sich auszuwirken.

Die Unsicherheit an den Zinsmärkten: Einerseits paranoide Angst vor einer Wiederkehr alter Stop-and-Go-Politik, obwohl solches angesichts der so eng vernetzten internationalen Kapitalmärkte fast nicht mehr denkbar wäre. Andererseits Zwischenergebnis einer Neuori-

entierung an den Bondmärkten in Richtung grösserer Differenzierung zwischen Schuldnern verschiedener Bonität.

Abschwächung der ehemals harten Währungen DM und SFr: Einerseits Resultat der strukturellen Schwäche dieser Länder, andererseits Vorwegnahme des unbändigen Willens der deutschen Politik, die Währungsunion doch noch herbeizuzwingen; Antizipation der Unmöglichkeit für die Schweizerische Nationalbank, eine von dieser Entwicklung völlig unabhängige Geldpolitik zu fahren.

Wir gehen davon aus, dass sich im kommenden Halbjahr an diesen Rahmenbedingungen nicht viel ändern wird. Wir setzen dezidiert auf weltweit wenig Inflation und glauben, dazu auch die nötigen Begründungen geliefert zu haben. Damit geben wir auch einer Fortsetzung eines weiteren Zinsauftriebs wenig Raum. Weder im moderaten Wirtschaftswachstum der USA noch im desolaten Zustand der europäischen Konjunkturentwicklung lassen sich Gründe für eine Änderung der Geldpolitik der Notenbanken ausmachen. Erst dies würde zu einer echten Zinswende führen.

Vorsicht ist walten zu lassen gegenüber vorschnellen Ankündigungen eines Aufschwunges in Deutschland oder der Schweiz. „Vorlaufende Indikatoren“ verwenden meistens die Geldmengenentwicklung und den Verlauf der Aktienbörse als Datenquelle. Leider gibt es keine Erfahrungswerte, wie sich die Entwicklung des Geldangebots in einem Strukturanpassungsprozess auswirkt. Momentan macht es den Anschein, dass das Geld noch so billig sein könnte - die Wirtschaftwürde es dennoch nicht nehmen. Man verweigert sich erhöhten Konsums und erhöhten Investitionen nicht, weil das Geld zu teuer wäre, sondern aus Gründen existentieller Besorgnis. Ähnlich nichtssagend ist der Verlauf der Aktienbörse in einer nichtzyklischen Situation. In der Schweiz machte der Novartis-Zusammenschluss etwa 80 % des diesjährigen Index-Verlaufes aus. Niemand käme aber auf die Idee, diesen Zusammenschluss als Vorläufer eines konjunkturellen Aufschwungs in der Schweiz zu sehen!

In dem aus Gründen konjunkturellen Schneekengangs im wesentlichen freundlichen Zinsumfeld bestehen für die Aktienbörsen weiterhin Möglichkeiten für eine positive Entwick-

lung. Angesichts der Bevorzugung traditionell eher schwächerer Währungen in Europa neigen wir dazu, Märkten wie Paris, Madrid und Mailand auch eine Chance zu geben. In der Schweiz und in Deutschland bevorzugen wir Werte von Unternehmungen, die den Strukturwandel verstanden zu haben scheinen, die also wissen, was sie dem Kapitalgeber schuldig sind. Für Investitionen in Japan und in Fernost weisen wir auf die beigelegte Studie hin. Insbesondere ist zu betonen, dass wir in jenen Märkten aus Gründen fehlender Unternehmenstransparenz auf Direktinvestitionen verzichten und uns konsequent an Index-replizierende Finanzprodukte halten.

Das Fremdwährungs-Exposure unserer Anlagepolitik ist recht substantiell geworden. Wir begründen dies mit der derzeitigen Lesart der europäischen Währungsunion, dem nach wie vor vorhandenen Zinsnachteil des Frankens sowie mit den unseres Erachtens im In- wie im Ausland bei weitem unterschätzten strukturellen Nachteilen unseres Landes. Die (Eid-)Genossenschaft hat Mühe in einer Welt globalen Wettbewerbs.

KH, 2.7.96