

Die Neubewertung von Wirtschaft und Gesellschaft

1. Interessant, faszinierend und bedrohlich

Der eine mag es als Vorrecht empfinden, in einer äusserst spannenden Zeit zu leben, dem andern wäre es lieber, sein Arbeitsplatz, seine Altersrente, die persönlichen Verhältnisse ganz allgemein wären für alle Zukunft gesichert. So, wie es ehemals war, als noch zwei Machtblöcke das Weltgeschehen prägten und sich Wirtschaft und Gesellschaft dem Diktat der Sicherheitsinteressen in vielfältigster Weise unterzuordnen hatten. Goldene Zeiten der Linearität! Soziale Marktwirtschaft, Umverteilungsmaschinerie, Konkordanzdemokratie, Gesamtarbeitsverträge, Streikverzicht, Genossenschaften und Verbände: Sie hatten ihre grosse Blüte damals.

Und heute scheint nichts mehr zu halten. Bei ausbleibendem Wirtschaftswachstum in Ländern wie Deutschland und der Schweiz entgleiten die Kosten des Sozialsystems, dem Staat fehlen die Mittel zu den früher so üppig verteilten fiskalischen Strukturspritzen, sinkende Immobilienpreise führen zu rekordhohen Rückstellungen bei den Banken und entsprechender Zurückhaltung bei der Vergabe von neuen Krediten. Dem Bürger wird bewusst, dass die Sorge um seine persönliche Zukunft auf einmal keine Angelegenheit der öffentlichen Hand mehr sein könnte. Zurückhaltung im Konsum ist die logische Folge dieses Erkenntnis.

Ist es dann nicht geradezu zynisch, von „interessanten Zeiten“ zu sprechen? Nein, wenn man sich die Mühe nimmt, nicht nur die zugegebenermassen bedrohlichen Symptome, sondern die dahinterliegenden Gründe zu analysieren. Wir benützen diesen Anla-

gekommentar vor dem Jahreswechsel zu einer längerfristig orientierten und hoffentlich etwas tiefergreifenden Analyse, ohne dabei die Bezüge zum aktuellen Geschehen an den Finanzmärkten zu vernachlässigen. Letzteres hängt eng mit dem derzeitigen Wandel von Wirtschaft und Gesellschaft zusammen, ja ist nur zu verstehen, wenn die ökonomischen und sozialen Hintergründe in die Überlegungen einfliessen. „Jubelnde Börsen auf Kosten der Arbeitnehmer“: Es wird zu zeigen sein, dass eine solche Diagnose deutlich zu kurz tritt und weitestgehend daneben trifft. Denn bei allem Verständnis für Helveto- oder Eurozentrität des Denkens ist darauf hinzuweisen, dass andernorts auf dieser Welt, beispielsweise in den USA oder im Fernen Osten, Arbeitsplätze wie noch nie geschaffen werden, dass Wirtschaftswachstum in grossem Stile und eindrucklicher Nachhaltigkeit stattfindet - dass es also durchaus Gründe zum Jubeln gibt, und dies nicht nur auf Seite der Investoren. Leider aber eben andernorts ...

2. Das Ende eines Zeitalters

Als vor nicht einmal 15 Jahren die ersten Personal Computers auf den Markt kamen, konnten nur wenige erkennen, dass diese technische Neuheit ein neues Zeitalter einläuten würde. Beim „alten“ Main-Frame-Computer ging es noch um eine Maschine im Sinne einer Industrie-Anlage, und er wurde denn auch hauptsächlich industriell genutzt, das heisst unter Wahrnehmung der ökonomischen Skaleneffekte. Grossunternehmungen konnten sich grosse Rechenanlagen leisten, und mit den grossen Rechenanlagen konnten grössere Mengen verarbeitet werden. Der

Computer stellte ökonomisch die logische Weiterentwicklung des Fließbandes dar und half den grossen Firmen, noch grösser zu werden.

Mit dem Personal Computer änderten sich diese Verhältnisse radikal. Je weniger die Rechenkapazitäten und Speichermöglichkeiten ein technisches und damit kostenwirksames Problem mehr waren, desto weniger spielte die schiere Grösse eine Rolle. Heute ist - in Bezug auf Computerleistung - der kleinen Unternehmung möglich, was der grossen allenfalls unmöglich ist, weil diese sich nämlich in selbstgeschaffene Komplexitäten verstrickt, die als solche nur ökonomische Kosten, aber keinen Nutzen erzeugen.

Rechenleistung auf der tiefsten denkbaren ökonomischen Ebene ist das eine, die Steigerung der Kommunikationsmöglichkeiten (Internet!) das andere: Zusammen ergibt sich ein hochexplosives Gemisch, welches das Industriezeitalter zur Geschichte werden lässt. Vorschnelles und allzu gewagtes Urteil im Vorgang zur Jahrtausendwende? Uns scheint eher, dass die Zeichen der Zeit, nolens oder volens, vielerorts übersehen werden. Blickt man auf das Industriezeitalter zurück, dann stellt man eine stete Ausrichtung auf die erwähnten Skaleneffekte und auf grosse Fertigungstiefe fest. Wirtschaftlicher Erfolg durch straffe, hierarchische Führung, durch Optimierung der betriebswirtschaftlichen Abläufe, durch Multiplikatoreffekte im Schaffen des Gleichen, immer Gleichen, durch den Versuch, mit Grösse natürliche Monopole zu errichten. Heute: wirtschaftlicher Erfolg durch rasches, flexibles Handeln, durch Beweglichkeit in den Kooperationen, durch Originalität und Individualität in den Problemlösungen. Noch nie wurden in den USA in so kurzer Zeit so viele (Klein-)Unternehmungen geschaffen wie in den letzten fünf Jahren. Und noch nie florierte der Markt für Unternehmenskäufe und IPOs (Initial Public Offerings) wie heute.

Das „explosive Gemisch“ hat selbst Industrie- und Dienstleistungszweige erreicht, die man als wenig anfällig für solche Individualisierungs- und Dispersionstendenzen gehalten hätte. Grosse Konglomerate bekunden mehr und mehr Mühe, mit der Geschwindigkeit der Produktefolge Schritt zu halten, nicht zu sprechen vom Forschungsbereich, der heute

nicht mehr nur in der Gentechnologie in kleinsten, selbständigen Einheiten stattfindet. Die „Mega-Hochzeiten“ der jüngsten Zeit (Ciba-Geigy und Sandoz, Hoechst und Clariant) sprechen nur scheinbar gegen die Richtigkeit der Dispersionsthese. Regelmässig geht es ja nicht in erster Linie um Erreichung von Skaleneffekten, sondern um die Möglichkeit, durch Zusammenlegen verstreuter Kapazitäten die Fähigkeiten im Bereich der Kernkompetenzen zu konzentrieren. Überflüssiges wird in der Folge abgestossen, was sich zunächst im Verlust von Arbeitsplätzen äussert. Längerfristig werden sich die freigesetzten Kapazitäten aber wohl (mindestens teilweise) zu neuen wirtschaftlichen Tätigkeiten zusammenfinden. Dies widerspricht zwar den hierzulande gängigen Vorstellungen über den Strukturwandel. Der Firmen Gründungsboom in den USA zeigt aber deutlich, dass bei stimmigen Rahmenbedingungen nach einiger Zeit durchaus neue, allerdings andersartige Arbeitsplätze entstehen. Andersartig: Zunächst einmal bezüglich Kostenstruktur, nämlich deutlich billiger, sodann aber auch bezüglich organisatorischer Einbindung, nämlich eher selbständig, zu temporären Allianzen fähig, vernetzt, oder kurz: post-industriell.

3. Handgreifliches wird zur Ausnahme

Die angedeuteten Entwicklungen der modernen Computer- und Kommunikationstechnik machen vor keiner Grenze, vor keinen Fabriktoren, vor keinen Bankportalen, ja nicht einmal vor der Haustüre halt. Wo bei den Privathaushalten vielleicht noch das spielerische Element vorherrschende Triebkraft namentlich jüngerer Semester ist, muss sich die Wirtschaft nach den Erfordernissen der Märkte richten. Der einsame Abteilungsleiter eines Grosskonzerns kann nicht warten, bis die Informatik-Abteilung nach unzähligen Sitzungen und nach Erstellung seitenlanger Anträge und Protokolle endlich einmal mit einer (vermutlich zu komplexen und damit untauglichen) „Lösung“ aufwartet. Er wird sich, möglicherweise auf private Rechnung, mit der notwendigen Hardware ausrüsten und seine Software-Lösung selber erarbeiten. Damit stellt er „time to market“ für seinen Bereich sicher. Das Warten auf die „industrielle“ Lösung hätte für ihn verheerende Folgen: Sie

rende Folgen: Sie würde von der Kundschaft nicht akzeptiert, da die Konkurrenz im Markt halt einfach schneller ist ...

So ist denn eigentlich jeder zum Programmierer in Eigenkompetenz geworden, zum Kleinunternehmer in der Unternehmung. Das post-industrielle Zeitalter kennzeichnet sich durch eine absolut unüberschaubare Menge von besseren und schlechteren Mini-Lösungen für alle nur denkbaren Problemstellungen. Hierarchische Einbindung, minutiöse Fünfjahresplanung und dergleichen hat in dieser Welt wenig Platz. Gefragt ist vielmehr Vernetzungskapazität, Flexibilität, Übersicht durch genügend Allgemeinbildung usw.

Was resultiert, ist eine „Virtualisierung“ von Wirtschaft und Gesellschaft. Das soll heissen: eine Abkehr von physischen Definierbarkeiten. Wenn jeder sein eigener kleiner Unternehmer ist, dann spielen physische Unternehmungsgrenzen eine geringere Rolle. Wichtiger werden dafür die informellen Kommunikationskanäle. Wenn Kommunikation von Ort zu Ort und von Kontinent zu Kontinent auf keine wesentlichen Hindernisse mehr stösst, dann haben auch physische Grenzen von Ländern nicht mehr die Bedeutung, die sie zu Zeiten der Nationalstaaten noch hatten.

„Virtualisierung“ bedeutet, dass mehr oder weniger beständige Arrangements höhere Bedeutung erlangen als hierarchische, eindeutig definierte Gebilde. Es gibt heute Firmen, die im wesentlichen nur aus einem Set von Patenten, Lizenzen und Zusammenarbeitsverträgen bestehen. Sportschuhe-Hersteller ohne eigene Produktionskapazitäten, dafür aber mit einer Reihe von Marken und Franchise-Verträgen: Das ist „Virtualität“. Sie begegnet uns heute schon auf Schritt und Tritt; als Konsumenten haben wir uns bereits an sie gewöhnt. Was unseren eigenen Arbeitsplatz, unsere Produktionsstätten betrifft - da ist noch viel dazuzulernen. Denn Stetigkeit in den Beziehungen und Vorausschbarkeit und Planbarkeit sind nicht gerade Tugenden der post-industriellen Unternehmung!

Die „Virtualisierung“ von Wirtschaft und Gesellschaft bedrängt in erster Linie jene Gebilde, die von ihrem Wesen her durch physische Grenzen definiert sind, vorab also die staatli-

chen Strukturen, wie es sie seit der Errichtung der Nationalstaaten gibt. Zeitgeschichtlich interessant ist der Umstand, dass andere Perioden durchaus virtuellere Staatsgebilde gekannt hatten. So konnten im Römischen Reich durchaus weitere Strukturen neben- oder untereinander koexistieren. Das Deutsche Reich des Mittelalters war oft sehr viel mehr eine virtuelle denn eine physische Realität. Kaiser, Könige und Fürsten regierten kreuz und quer durch den europäischen Kontinent und führten auch Kriege gegen einander innerhalb des Reiches. Dennoch hielt ein zwar oft schwaches, vermutlich eher im Geistig-Kulturellen beheimatetes Band die netzartige Struktur zusammen. Das „Virtuelle“ hatte insbesondere in der Einheitlichkeit gewisser Rechtsstrukturen und -vorstellungen aber bis in die heutige Zeit reichende Auswirkungen. Erst die Neuzeit beglückte die Welt mit der Vorstellung einer nach einheitlichen Gesichtspunkten durchorganisierten, durch Landesgrenzen definierten Körperschaft. Sie scheint nun mit dem Ende des industriellen Zeitalters ebenfalls relativiert zu werden.

Dies äussert sich zunächst einmal durch die Verminderung der Bedeutung des Politischen im öffentlichen Leben. Zwar wird Politik und werden deren Exponenten durch die Medien lautstark und wirksam zelebriert; öffentliche Ämter ziehen aber nur noch im Ausnahmefall die Besten und Wägsten unter den Bürgern an. Kaum ein Land, in dem nicht die Medioskritik der Behörden beklagt würde. Entscheidungs- und Führungsschwäche, Visionslosigkeit, mangelndes Durchsetzungsvermögen: Es kann kein Zufall sein, dass der Vorwurf ziemlich global ertönt.

Die Virtualisierung trifft aber auch die Strukturen, die im Bann- oder auch Dunstkreis der Gebietskörperschaft ihr Dasein gefristet, gegebenenfalls mitprofitiert haben. Parteien und Verbände beklagen strukturelle Probleme. Es fehlt an Mitgliedern, Beitragszahlern, an effektiven Aufgaben - es braucht sie schlicht nicht mehr in der Masse wie früher. Die heutige - immer virtueller werdende - Unternehmung investiert ihre Mittel nicht mehr zwingend in Lobbying für günstige Rahmenbedingungen, sondern weicht ungünstigen Verhältnissen durch Schliessung von Kapazitäten am einen Ort und Errichtung

neuer Möglichkeiten an andern Orten dieser Erde aus.

Unnötig zu sagen, dass ein Land wie die Schweiz, von A bis Z durchstrukturiert und durchorganisiert, mit aller Art von Verbänden und Genossenschaften versehen, unter dieser Entwicklung besondere Anpassungsschwierigkeiten aufweist. Die nun in die Jahre gehende rezessive Entwicklung ist nicht eine Krise der Wirtschaft, sondern der Gesellschaftsordnung. Leider erweisen sich die teilweise obsolet gewordenen Strukturen als besonders persistent.

4. Wenn alles vergleichbar wird

Nicht ohne Absicht wurde im Gesagten auf die technischen Hintergründe der jüngsten sozio-ökonomischen Entwicklungen hingewiesen, um im folgenden den in den Medien zum Schreckwort gewordenen Begriff „Globalisierung“ in etwas qualifizierterer Weise zu analysieren versuchen. Allzuoft wird unter Globalisierung nämlich etwas (wohl durch politische Anstrengungen) absichtsvoll Herbeigeführtes verstanden. Also etwas, was man bei entsprechender politischer Willensanstrengung auch hätte vermeiden können, allenfalls hätte vermeiden müssen.

Wir vertreten dezidiert die Ansicht, dass die Globalisierung unvermeidliche Folge der technischen Entwicklung ist. Nicht bloss Machbarkeit war am Werk, sondern zeitgeschichtliche Entwicklung, vergleichbar mit der Erfindung des Buchdrucks oder der Dampfmaschine. „Deregulierung“, „Privatisierung“, „Liberalisierung“: sehr wohl (mit durchaus geteilter Sympathie) politisches Anliegen, in ihrer rasanten Verwirklichung der letzten Jahre aber keineswegs politische Errungenschaft, sondern schicksalhafte Konsequenz.

Dieser Punkt ist wichtig in bezug auf die Beurteilung der weiteren Entwicklung. Denn wenn Globalisierung lediglich ein politisches Konstrukt wäre, dann könnte sie allenfalls auch wieder rückgängig gemacht werden. Eine ökonomische Gegenreformation, sozusagen. Zeitgeschichtliche Zwänge jedoch sind beständig. Für den langfristig orientierten Anleger kann dies von entscheidender Bedeutung sein, wie noch zu zeigen sein wird.

„Globalisierung“ bedeutet in erster Linie einmal ganz praktisch, dass territoriale Überlegungen im wirtschaftlichen Kalkül eine geringere Rolle spielen als früher. Nicht dass sie gänzlich obsolet geworden wären - beileibe nicht. Nach wie vor gibt es gute Gründe, gewisse Dinge in Palermo und Neapel nicht zu tun, dafür sehr wohl in Zürich oder in Genf. Und es liegt auch nahe, dass es zur Produktion bestimmter Güter geeignetere und weniger geeignete Standorte gibt. Nur: Das Territorium *per se* ist nicht mehr unbedingt wesentliches Bestimmungselement. Wenn man problemloser als früher seinen Standort wechseln kann - weil man als teilweise virtuelle Organisation eigentlich gar keine physischen Standorte mehr braucht, dann ist das Territorium unwichtiger geworden.

Der empirische Nachweis für die Bedeutungs-minderung des Territorialen liegt im Preiszerfall bei den Immobilien. Von New York über Tokyo bis München und Zürich sind die Immobilienpreise bei weitem nicht mehr, was sie bis Ende der Achtzigerjahre noch gewesen waren. Dabei handelt es sich nun eben nicht um eine blosser Korrektur früherer Übertreibungen, sondern um eine nachhaltige Neubewertung: Das Territorium als solches, d.h. ohne Leistungsausweis mit entsprechenden Cash-Flow-generierenden Eigenschaften, hat ausgedient. Man nannte dies Substanzwertdenken. Heute orientiert man sich an wahrscheinlichen künftigen Erträgen. Auf die Auswirkungen dieser Neubewertung auf die Bankbilanzen wird zurückzukommen sein.

Die Hauptwirkung der Minderbewertung des Territorialen besteht darin, dass verschiedene Wirtschaftselemente unter weitgehender Ausklammerung des rein territorialen Elements miteinander *vergleichbar* geworden sind. Das ist Globalisierung: Vergleichbarkeit der Produktivität, Vergleichbarkeit der angewendeten Technologie, Vergleichbarkeit der Lohnstückkosten, Vergleichbarkeit der Eigenmittelrendite - ohne das stete *caveat* irgendwelcher territorialer Vor- oder Nachteile. Nicht umsonst werden überall die Buchhaltungsregeln („accounting standards“) vereinheitlicht. Vorbehaltlose Vergleichbarkeit von ABB mit Siemens, von Nestlé mit Unilever, von SBG mit Citibank, von Zürich mit Allianz: Hierin liegt der Schlüssel zum Verständ-

nis nicht nur der Globalisierung, sondern auch des beispiellosen Anstiegs der Börsenkurse der letzten Jahre.

„Vergleichbarkeit“ ist ja eine der Voraussetzungen für einen funktionierenden Wettbewerb. Was wir gegenwärtig miterleben, ist ein sich mehr und mehr in Gang setzender Wettbewerb um Kapital. Das Bemühen um „schlanke Strukturen“, die Diskussionen um den „Shareholder Value“, die Idee des „Outsourcing“: Sie sind nicht so sehr Folge cleverer Managementkalküle, sondern vielmehr unvermeidliche Folge der Vergleichbarkeit von wirtschaftlicher Leistung. Unseres Erachtens gibt es also durchaus handfeste ökonomische Gründe für den einer Neubewertung der Wirtschaft gleichkommenden Anstieg der Aktienindizes. Er widerspiegelt das Bemühen der Firmen, durch nachhaltige Sicherung künftiger Cash-Flows im Wettbewerb der vergleichbar gewordenen Eigenmitteltrenditen mitzuhalten.

Das Bemühen um Kapital macht aber auch nicht Halt vor übergeordneten Strukturen. Ein kürzlich absolvierter Besuch des Autors dieses Kommentars bei der Notenbank eines afrikanischen (!) Landes ergab die Erkenntnis, dass an Orten, wo man dies am wenigsten erwarten würde, die Erkenntnisse von Finanztheorie und Monetarismus Selbstverständlichkeit geworden sind. Chicago-Boys im Busch: Das ist die heutige Realität globaler Vergleichbarkeit, und siehe da - die Inflationsrate dieses besuchten Landes beträgt noch knappe 10 %, einen Wert, den die USA vor Jahren auch noch erreicht hatten. So ändern sich die Verhältnisse!

Natürlich hinken die politischen Realitäten den ökonomischen Vorreiter-Rollen von durch den IMF beeinflussten Notenbanken solcher Länder bei weitem hintennach. Aber die Beispiele Chiles oder einzelner Tigerstaaten prägen heute die Zielvorstellungen der Eliten in Entwicklungs- und Schwellenländern weit mehr als irgendwelche veralteten Vorstellungen idealistischer (und meist sozialistischer) Entwicklungshilfespezialisten des industriellen Westens.

Unvermeidlicherweise wird die globale Vergleichbarkeit von Leistungen immer neue Bereiche erfassen. Müssen wir uns heute auf der Güterebene gegen Konkurrenz aus Billiglohnländern wehren, wird morgen das Thema

Wettbewerb um Kapital heißen. Es wird einzelnen, vielleicht sogar vielen bisher vom internationalen Kapital wenig berücksichtigten Gegenden gelingen, die Gründe für die hohen Volatilitäten von Investments in ihren Regionen zu vermindern oder zu eliminieren. Voraussetzung staatlichen Handelns als Voraussetzung für nachhaltiges Investieren: Diese Lektion Friedrich August von Hayeks wurde an vielen Orten dieser Welt verstanden, möglicherweise besser als im saturierten Westen, und entsprechend werden sich die staatlichen Strukturen wandeln. Jedes Zuviel an politischer Machtanmassung, an Korruption, an mafioser Gewalt bedeutet Strafpunkte bei der Refinanzierung auf dem globalen Kapitalmarkt.

5. Marktökonomische Eindeutigkeiten...

Vergleichbarkeit der Eigenkapitalrendite, Vergleichbarkeit der Geldpolitik: Was sind die Auswirkungen für die Finanzmärkte? Zunächst sind es die gesamthaft gesehen als historisch einmalig günstig zu beurteilenden monetären Rahmenbedingungen, die heute das Feld beherrschen. Noch nie notierte die Inflationsrate in praktisch allen OECD-Ländern auf dermaßen tiefem Niveau. Teuerung ist selbst in Ländern, die nun schon seit einigen Jahren ein kräftiges Wirtschaftswachstum aufweisen, kein Thema. In den USA flackern zwar ab und zu Inflationsängste auf und bewirken dann schockartige Mini-Rückschläge an den Börsen. Im makroökonomischen Datenkranz ist aber kaum irgendwelcher Teuerungsdruck auszumachen. Der Grund dafür liegt in der enormen Produktivitätssteigerung, die der Strukturwandel in diesen Ländern bewirkt hat. Wenn pro Arbeitsstunde deutlich mehr generiert werden kann als früher, dann kann Arbeitskraft keine Mangelware sein.

Mit der nachhaltig tiefen Inflationsrate sind auch die nominellen Zinsen auf ein historisch tiefes Niveau gesunken. Dies nicht nur im Schweizerfranken, wo man für kurzfristige Anlagen gerade noch knappe 2 %, für längerfristige Obligationen nicht einmal mehr 4 % Zins erhält, oder im noch tiefere Renditen notierenden Yen, sondern auch in allen Euro-Währungen. Ihre Zinsen liegen zwar 1 bis 4 Prozentpunkte höher, absolut gesehen und historisch aber sehr tief.

Dass die Aktienbörsen bei solch günstigen monetären Rahmenbedingungen hohe Kurse generieren, wurde bereits erklärt. Dabei muss allerdings festgehalten werden, dass „hohe Kurse“ nur für Unternehmungen gilt, die den Markt von der Nachhaltigkeit ihrer künftigen Cash-Flows überzeugen konnten. Multinational operierende Firmen und kleine, wendige „Virtuelle“ haben im heutigen Umfeld eindeutige Vorteile gegenüber veralteten Kolossen oder hoffnungslos ausgegrenzten Lokal- und Regionalunternehmungen. Da die wesentlichen Marktindizes von den meist hochkapitalisierten Multis ausgemacht werden, notieren sie denn auch auf sehr hohem Niveau. Ein „Small-Cap“-Index hat da schon mehr Mühe.

Die Neubewertung der Wirtschaft findet ihren augenscheinlichsten Niederschlag dort, wo Bewertungen zu barer Münze werden: in den Bankbilanzen. Die Mega-Abschreiber schweizerischer Grossbanken widerspiegeln nichts anderes als die Substanzvernichtung im Rahmen der Neubewertung des Immobiliensektors, der ja zumeist zur Deckung diente. Es erstaunt deshalb nicht, wenn antizyklisches Verhalten von Bankenseite kaum zu erwarten ist. Für Kreditschöpfung im grösseren Stile müssen die Bankbilanzen (und Ertragsrechnungen) erst einmal nachhaltig in Ordnung gebracht werden.

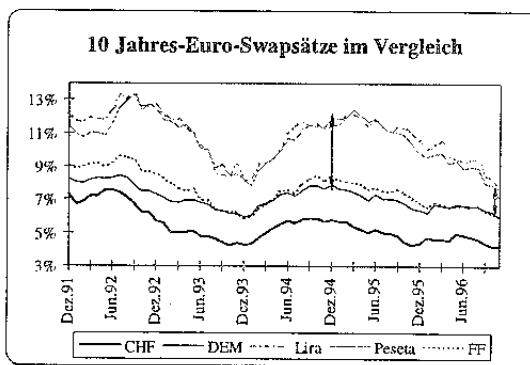
In der Realwirtschaft herrschen zwei völlig verschiedene Grundmuster vor: das zuversichtliche, zukunftsgerichtete, innovative, investierende einerseits, das defensive, hoffnungslose, deflationäre andererseits. In Ländern wie den USA, in denen der Strukturwandel bereits weiter fortgeschritten ist, scheint eitel die Sonne, währenddem sich weite Teile Europas als „dying continent“ präsentieren. Die perfektionierten, aber künftig wohl kaum mehr zu finanzierenden sozialen Auffangnetze erweisen sich als Beta-blocker für einen Aufschwung. Das Wasser steht zuvielen zuwenig am Hals, als dass eine Welle des Sich-Selbständigmachens, der Mobilität, einer offensiven Grundstimmung durch den alten Kontinent ebte.

6. ... versus politische Unsicherheiten

Unsere sich an makroökonomischen Daten orientierende Analyse sieht im Grunde genommen keine wesentlichen Gefahren für die

Fortsetzung des Strukturwandels im beschriebenen Sinne und mit den weiterhin günstigen monetären Bedingungen, wären da nicht einige politische Risiken, die ab und zu durchaus Albträume auszulösen imstande sind. Eine wesentliche Gefahr lokalisieren wir in einem übertriebenen europäischen Integrationsprozess, bei dem sich das Politische mehr und mehr von den wirtschaftlichen Gegebenheiten abkoppelt.

Vor gut einem Jahr herrschte an den Finanzmärkten noch tiefe Skepsis bezüglich Grundsatz, Zeitpunkt und Modalitäten der Einführung einer europäischen Einheitswährung. Unterdessen wurde auf politischer Seite so viel unternommen, dass kaum mehr jemand davon spricht, ob und wann der Euro eingeführt werde, sondern höchstens noch davon, ob Griechenland (!) mit dabei sein werde oder nicht. Dass die Finanzmärkte die Situation so beurteilen, zeigt sich an der weitgehenden Konvergenz der Zinsen in Europa. Man stelle sich vor: Zwischen der Deutschen Mark und dem Belgischen Franc besteht nurmehr eine Zinsdifferenz von 0.2%! Und die italienische Lira notiert Bond-Zinsen, die lediglich noch ein knappes Prozent über den deutschen liegen!



Was für den Europa-Gläubigen Bestätigung seiner Position bedeutet, bringt für den anderen ein Pferd zum Lachen. Es ist doch völlig undenkbar, dass für Länder der Qualität Belgiens auf die Länge keine Risikoprämie zu entrichten wäre. Beziehungsweise: wenn nicht, dann muss zwingend auf irgendeine Art ein politischer Ausgleich, zum Beispiel in Form offener oder verdeckter Transferzahlungen, erfolgen. Es wundert nicht, dass namentlich den Deutschen vor einer Wiederholung ihrer Erfahrungen mit der Wiedervereinigung graut. Wie auch immer: Konvergenz

zen, wie sie heute im europäischen Zins- und Währungsgefüge vorherrschen, müssen den ökonomisch Denkenden zutiefst skeptisch stimmen. Was nicht sein kann, wird im Rahmen des globalen Wettbewerbs um Kapital nicht Bestand haben können, Stabilitätspakt hin oder her. Wer glaubt denn im Ernst an dessen Durchsetzbarkeit?

Ein zweiter Grund, weshalb wenn nicht Alpträume, so doch zumindest Bauchweh übertriebene europäische Integrationsanstrengungen begleitet, ist das offensichtliche Primat der Politik, das im Kontext der Globalisierung und der Zurückdrängung politischer Einflussnahme völlig quer in der Landschaft steht. Die europäische Union ist eine noch weitgehend von Vorstellungen der Siebzigerjahre geprägte etatistische bis sozialistische Veranstaltung mit sehr viel Hang zur kartellistischen Abschottung des Binnenmarktes nach aussen. Wir können uns nicht vorstellen, dass sich mit diesen Rezepten aus der Motenkiste der dringend notwendige Aufschwung so bald einstellen wird und sich damit die Arbeitslosigkeit nachhaltig reduzieren lässt. Man kann sich jedoch durchaus ein Szenario vorstellen, in dem sich ein von der übrigen Weltwirtschaft abgekoppeltes Europa in seinem selbstgemachten Sumpf teurer Umverteilungssysteme suhlt, währenddessen das Wachstum andernorts stattfindet. Unsere Diversifikationsempfehlungen für institutionelle wie private Anlagekunden haben deshalb nicht nur finanztheoretische, sondern durchaus handfest-fundamentale Hintergründe!

Ein weiteres, ebenfalls politisches Phänomen, das uns längerfristig Sorgen bereitet, ist der aufkeimende Moralismus, vielleicht auch Fundamentalismus, der gleichsam als Reaktion auf alle Deregulierung und auf den ausgesprochenen Individualismus und Partikularismus der post-industriellen Gesellschaft zunehmende Attraktion zu gewinnen scheint. Bei den amerikanischen Präsidentschaftswahlen mussten sich sowohl der obsiegende Clinton wie auch der unterlegene Republikaner Dole durch zahlreiche Zusagen unterschiedlichster Tragweite und Qualität den Sonderinteressen bestimmter Gruppen beugen. Abtreibungsgegner, Feministinnen, Homosexuelle, Ureinwohner, Neuzuzüger, Rentner, Nachkommen von Überlebenden des Holocausts, Sinti und Roma: Sie alle ver-

suchen sich nicht nur eine Gleichstellung vor dem Recht zu verschaffen, sondern darüber hinaus mehr Rechte auf Kosten anderer zu ergattern, denn schliesslich tat man ihrer Gattung ja bisher Unrecht. „Affirmative Action“ heisst ein konkretes Programm zum Ausgleich von Klassen- bzw. Gruppenunrecht. Es sind nicht so sehr die resultierenden, teilweise grotesken finanziellen Forderungen, die einem in diesem Zusammenhang Angst machen, sondern vielmehr die letztlich faschistoide Grundhaltung, die jegliche „Affirmative Action“ kennzeichnet: Die Zugehörigkeit zu einer Volksgruppe, zu einem Stamm, zu einer Rasse (!) soll bestimmte besondere Rechte begründen. So darf nach neuestem, von Clinton unterzeichnetem Dekret beispielsweise, wer immer einen Tropfen hawaiianischen Ureinwohnerbluts in seinen Adern wohnt, von den derzeitigen Bewohnern der Pazifikinsel „sein“ Land zurückfordern. Bis zu „Blut und Boden“ ist es dann nicht mehr weit!

Begleitet werden die Forderungen aller Art zumeist mit dem Etikett des Höherwertigen, des wegen erlittener Benachteiligung zu Bevorzugenden, des moralisch Wertvolleren. Moralismus, Puritanismus und im Extremfall Fundamentalismus gedeihen in einer Welt der religiösen und ethischen Orientierungslosigkeit offenbar bestens.

Fundamentalismus dieser Art passt an sich nicht in eine sich globalisierende Welt, könnte aber, mit Unterstützungsfürer der Medien, durchaus gefährliche Ausmasse annehmen. Gefährlich, weil er die Büchse der Pandora öffnet, die man vor fünfzig Jahren endgültig zugeschlossen wähnte.

7. Neubewertung: Chancen und Risiken

Dass wir in interessanten Zeiten leben, ist nach dem Gesagten kaum zu verneinen. Dass interessante Zeiten Härten und Gefahren generieren, ebensowenig. Auf der ökonomischen Seite sehen wir, allen Schwierigkeiten der Umstrukturierung und der globalen Konkurrenz zum Trotz, viele positive Elemente. Vor allem der vermutlich auf längere Zeit ausbleibende Inflationsdruck bestärkt uns in dieser Ansicht. Dabei ist aber nicht zu verkennen, dass nebst markanten Höherbewertungen aufgrund des Wettbewerbs um (Eigen-)Kapital auch Tieferbewertungen, ja

Eliminationen in der nächsten Zeit an der Tagesordnung sein werden. Wie in früheren Kommentaren bereits ausführlich dargelegt, orten wir die grösste Gefahr im Bereich von staatsnahen Unternehmungen bzw. - für den Anleger - bei deren Fremdfinanzierung (Obligationen!).

Die gesellschaftliche Neubewertung wird mühsamer vorstatten gehen. Im politischen Bereich gibt es keine sukzessive Notengebung durch effiziente Finanzmärkte; Wahlen finden nur in grossen zeitlichen Abständen statt; was Politiker säen, müssen sie zudem zumeist nicht ernten. Für den Anleger gilt es, das Po-

litische als letztlich Unberechenbares im Auge zu behalten. Zu schützen vermag ihn eigentlich nur die Diversifikation in verschiedenste Gegenden der Welt. Denn dass gleichzeitig überall der gleiche Blödsinn abläuft, ist letztlich doch wenig wahrscheinlich. Mit dieser tröstlichen Bemerkung wünscht der Kommentator aus dem Hause Wegelin in St.Gallen seinen Leserinnen und Lesern ein gutes 1997.

KH, 17.12.96
