

## ANLAGE - KOMMENTAR NR. 178

21. Januar 1997

### *Weshalb es Rekorde geben darf*

#### *1. Der kälteste Januar ...*

... seit es Thermometer gibt, rekordverdächtige 25 Tage Nebeldecke seit Weihnachten über der Stadt Luzern, die höchste Schneedecke in Norwegen seit 1981, die schlimmsten Niederschläge im Napa Valley, seit man sich dort fürs Wetter interessiert, der folgenreichste Eisregen in Südfrankreich seit Einführung der Eisenbahn; schliesslich: ein eindrücklich nachhaltiges Börsenrally an der Wall Street, das 40-Jahrestief bei der Obligationenrendite in Deutschland, ein Anstieg des US-Dollars, der selbst die klagegewohnte Schweizer Hotellerie verstummen lässt. Rekorde jagen sich, Rekorde machen nervös.

Weshalb? Weil die Intuition nahelegt, dass auf einen Rekord kein nächster folgen kann, sondern vielmehr eine „Normalisierung“ der Verhältnisse eintritt. Sonnenschein über dem Schweizer Mittelland, Tauwetter in Norwegen, Trockenheit in Kalifornien, laue Frühlingboten über dem Rhonetal; Kursrückschläge an den Aktienbörsen, Zinsversteifung in allen wesentlichen Währungen. Der bevorstehende Crash, oder zumindest eine deutliche Korrektur, ist in aller Analysten Munde, und es braucht schon einigen Mut, eine andere, vielleicht etwas differenziertere Prognose zu wagen.

Wir tun dies. Zunächst ein paar Vorbemerkungen über statistische Belange. Selbstverständlich gibt es Entwicklungsmuster, bei denen die Wahrscheinlichkeit einer Normalisierung mit jedem Tag wächst, wenn sich die Verhältnisse ausserhalb der üblichen Grenzen bewegen. Wetterentwicklungen gehören vermutlich zu dieser Art Muster, gewisse Krankheitsverläufe ebenfalls, und sicherlich

auch eine Vielzahl wirtschaftlicher Phänomene. Die nächste und die übernächste Entwicklung ist mit der Vergangenheit ursächlich verknüpft, und in der Tendenz ist deshalb eine Prognose auszumachen. Allerdings ist häufig trotz allem kaum zu sagen, wann genau das normalisierende Ereignis eintreten wird. Die Einzelentwicklung ist eben doch weitgehend dem Zufall unterworfen.

Der Mensch hat im Umgang mit der dem Zufall unterworfenen Einzelentwicklung seine Mühe. Das lässt sich am zweiten Muster, der überhaupt nicht ursächlich verknüpften Entwicklungsreihe, sehr schön darstellen. Nimmt man einen perfekt gearbeiteten Würfel zur Hand, dann ist es wahrscheinlich, dass auf eine Vielzahl von Würfeln ungefähr dieselbe Anzahl „Eins“, „Zwei“, „Drei“ usw. resultiert. Die Wahrscheinlichkeit, dass eine bestimmte Zahl erscheint, beträgt einen Sechstel. Wenn nun - per Zufall - drei oder viermal hintereinander dieselbe Zahl gewürfelt wurde, dann liegt die Wahrscheinlichkeit, nochmals die genau gleiche Zahl zu erhalten, wiederum bei einem Sechstel, ist also weder höher noch tiefer als zuvor. Der Würfel weiss ja nicht, welche Zahl er zuvor produziert hat. Selbst wenn hundert Mal nacheinander eine „Sechs“ erschienen wäre - das hundertunde erste Mal betrüge die Wahrscheinlichkeit wiederum nicht mehr und nicht weniger als einen Sechstel, dass dasselbe geschähe.

Es gibt Casino-Besucher, die das Gegenteil glauben und nach mehreren Runden „Rot“ alles Geld auf „Schwarz“ setzen - und es mit einer Wahrscheinlichkeit von 50 Prozent verlieren. Viele Glücksspiele leben von der Illusion, dass die einzelnen Spiel-Ereignisse mit-

einander ursächlich verknüpft seien. Die Illusion nährt sich aus der Erfahrung, dass in der grossen Zahl die Normalwerte eintreten. Die Unterscheidung zwischen Einzelereignis und durchschnittlich zu erwartenden Entwicklungsreihen fällt offensichtlich schwer.

Für Konjunktur, Zinsen, Aktienkursentwicklungen gibt es „Normalwerte“, die „in der Tendenz“ erwartet werden dürfen. Ein Wirtschaftswachstum, das wesentlich höher als real 5 Prozent liegt, dürfte in einem entwickelten Land bald einmal Überhitzung anzeigen und nach Abkühlung rufen. Umgekehrt wird nach spätestens zwei Jahren rückläufigen Wachstums der Aufschwung erwartet, ganz nach dem Motto, dass nach dem Regen die Sonne scheine. Zinsen schwanken um ein langjähriges Mittel, ihr Verlauf wird deshalb als „mean reverting“ bezeichnet. Je höher die Abweichung von diesem Mittelwert, desto grösser die Wahrscheinlichkeit einer Zinswende. Bei den Aktienkursen ist die Angelegenheit insofern etwas komplexer, als sie nicht um einen Mittelwert schwanken, sondern sich in sehr zufälligem Verlauf entlang einer langfristigen Renditekurve emporschwingen. Überschiesst die momentane Entwicklung das langjährige Wachstumspotential, dann erscheint eine Börse als teuer, als korrekturbedürftig.

## 2. Korrekturbedarf allüberall?

Nun wird der geneigte Leser einwenden, dass ja gerade die angeführten Beispiele der konjunkturellen Entwicklung, der Zinstendenz und der überschäumenden Aktienbörsen mit aller Deutlichkeit aufzeigten, dass sich die Dinge in eine völlige Übertreibung hineingesteigert hätten - in positiver Hinsicht bei den Aktienkursen, in negativer Richtung beim Wirtschaftswachstum. Es wäre deshalb unverantwortlich, nicht auf eine unmittelbar bevorstehende Korrektur oder Trendwende hinzuweisen.

Stimmt. Denn eine Korrektur kann es jederzeit geben. Die Einzelereignisse an den Finanzmärkten sind gemäss vielen Untersuchungen nur wenig miteinander verknüpft, ähneln also dem völlig unabhängigen Würfeln. Wer sich nicht bewusst ist, dass einzelne Marktentwicklungen, namentlich an den Ak-

tienbörsen, mitunter sehr sprunghaft sein können, der gehört mit seinem Geld grundsätzlich nicht auf dieses Forum. Wer nicht dauernd den Crash als Möglichkeit mit sich herumträgt, der hat nicht verstanden, weshalb für Aktien auf die Länge eine höhere Rendite zu erzielen ist als für ein Festgeld. Das Verlustpotential gehört begriffswesentlich zu den meisten Finanzinstrumenten. Es auszuschliessen wäre in der Tat verantwortungslos.

Das ist aber nur die eine Hälfte der Angelegenheit. Die andere besteht darin, die längerfristigen Mittelwerte und -tendenzen näher zu analysieren und sich zu fragen, ob sich bei diesen nicht dann und wann gewisse Dinge ändern könnten. Ob nicht beispielsweise der von uns schon mehrmals ausführlich beschriebene Strukturwandel einen so grundlegenden Einfluss auf die Verhältnisse ausübt, dass für die Konjunktur, für die Zinsen, für die Börsen eben andere Durchschnittswerte und -tendenzen gelten müssten. Denn so einfach strukturiert ist nun die globale Wirtschaft auch wieder nicht, als dass man sie einfach dem perfekt geformten Würfel gleichsetzen könnte!

Es lohnt sich deshalb, die einzelnen Bestimmungselemente der Weltwirtschaft und der Finanzmärkte durchzugehen und auf ihre Bedeutung im gegenwärtigen Strukturwandel zu überprüfen. Als Resultat sind Folgerungen für die Beurteilung der Verfassung von Wirtschaft und Finanzmärkten auszuarbeiten. Klimawechsel oder meteorologisches Einzelphänomen, das ist die Frage.

## 3. Geldpolitik ohne Auswirkungen

Beginnen wir unseren Rundblick mit der Geldversorgung der Wirtschaft durch die Notenbanken. Wir kennen einige Wirtschaftswissenschaftler und Analysten, denen die relativ grosszügige Geldpolitik namentlich der Schweizer Nationalbank, aber bis zu gewissem Grade auch der Deutschen Bundesbank, zu denken gibt und die den Aufbau eines nicht zu unterschätzenden Inflationspotentials beklagen. Für sich betrachtet, kann die Geldversorgung in der Tat nicht als „zurückhaltend“ oder „vorsichtig“ bezeichnet werden. Die Zuwachsraten der Basisgeld-

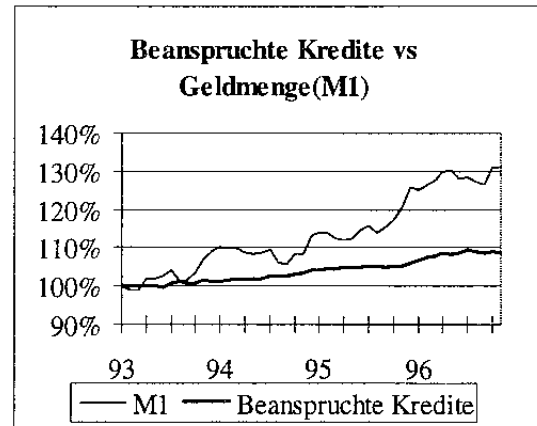
menge der letzten Monate und Jahre zeigt dies denn auch deutlich auf. Wir geben gerne zu, dass bei einer so grosszügigen Geldpolitik zu zyklischen Zeiten wohl recht bald aus dem „Go“ ein „Stop“ geworden wäre, mit allen Konsequenzen höherer kurzfristiger Zinssätze, inverser Zinskurve, schlotternder Aktienbörsen, erratischer Währungsbewegungen.

Allein, auch die Geldpolitik steht im Kontext der gesamtwirtschaftlichen Situation. Uns ist keine ökonomische Literatur bekannt, die sich mit der monetären Politik im Strukturwandel befasst. Der letzte Strukturwandel, der von Intensität und Tragweite her mit dem heutigen vergleichbar wäre, ist die Gründerzeit um 1870. Wir wissen insbesondere nicht,

- welchen Geldbedarf eine derart tiefgreifende Veränderung nach sich zieht,
- wie sich die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes in einem Strukturwandel typischerweise verhält,
- welche Geldmengenerweiterung durch Produktivitätssteigerung und Kapazitätsausweitung ohne weiteres kompensiert wird,
- wann der Strukturwandel als Lokomotive einer höheren Produktivität in eine verbesserte reale Einkommenssituation übergeht und sich damit ein Konsumboom ergeben könnte.

Noch ist es zu früh, aus den Erfahrungen der USA seit 1992 Folgerungen zu ziehen. Unseres Erachtens ist der Strukturwandel in Amerika im Vergleich zu Europa zwar weit fortgeschritten, aber immer noch im Gange. Der Übergang von der Industrie- in die Kommunikationsgesellschaft braucht auch seine Zeit. Was eindeutig ist: Noch ist man in den USA längst nicht bei einem Konsumboom angelangt. Die Einkommen der Haushalte stehen noch immer unter Druck; wer infolge erhöhter Produktivität mehr verdient, sind die Unternehmungen und mit ihnen die Aktionäre.

Ganz abgesehen davon ist es ohnehin alles andere als gewiss, ob die relativ grosszügige Geldversorgung in Europa und namentlich in der Schweiz überhaupt Folgen zeitigt. Wie nachfolgende Grafik deutlich aufzeigt, steht die Kreditschöpfung in einem krassen Missverhältnis zum Geldmengenwachstum.



Quelle: Bloomberg/Dr. G. Landert

Das heisst: Die Wirtschaft braucht zu wenig Mittel bzw. das Bankensystem stellt sie nicht in genügendem Umfang zur Verfügung. Ob das Huhn oder das Ei die Ursache sei, interessiert hier nicht besonders. Tatsache ist, dass, wie schon so oft gesagt, „das Pferd einfach nicht saufen will“, oder vielleicht eben auch, ihm die Tranksame nicht genügend gereicht wird. Die Sachlage wird allerdings langsam zu ungemütlich, als dass man sie lediglich mit saloppen Sprüchen abtun könnte. Seit 1991 ist die Schweizer Wirtschaft um 1 Prozent geschrumpft! Wäre es nach den oft zitierten und gehörten Experten offizieller Konjunkturforschungsinstitute gegangen, könnten wir heute auf kumuliert 12 Prozent Wachstum zurückblicken! Ein derartiges Danebenliegen in der Prognosetätigkeit ist nur noch mit systematischem „wishful thinking“ zu erklären. Das Pferd wird saufen, weil es muss. Schön wäre es!

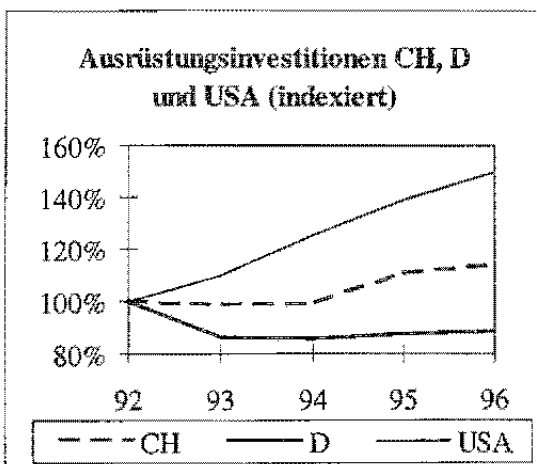
Japan demonstriert uns gegenwärtig vor, dass es durchaus auch die Möglichkeit einer fortgesetzten Deflation gibt. Eine Entwicklung also, in der sich trotz rekordtiefer Zinsen, trotz schwacher Währung und trotz aller möglichen Sanierungsprogramme ein Aufschwung einfach nicht einstellen will. Der Schlüssel für das Verständnis des Vorgangs liegt auch dort wohl im ungenügenden Ausmass der Kreditschöpfung. So lange ein Bankensystem durch unbereinigte Bücher mit sich selbst beschäftigt ist, so lange kann es keinen Aufschwung geben. „Unbereinigte Bücher“: Sie existieren in Japan in besonderem Masse infolge traditionell intransparenter Buchhaltungspraxis, Verschachtelung von Fi-

nanzkonglomeraten und, damit zusammenhängend, einer jahrzehntelang „erfolgreich“ praktizierten Überbewertung von Immobilien.

Ob die Schweiz, ob der darniederliegende Teil Europas eher dem japanischen oder eher dem amerikanischen Modell des Strukturwandels folgen wird? Wir wagen noch kein definitives Urteil. Wenn es aber in der derzeitigen Situation eine abgrundtiefe Bedrohung gibt, dann ist es De- und nicht Inflation. Deflation à la Nippon. Es ist abwegig, allein wegen der rekordverdächtigen Länge der Rezession zu schliessen, ein Aufschwung stehe unmittelbar bevor. Es kann eben durchaus auch neue Rekorde geben, traurige.

#### 4. Was nötig wäre

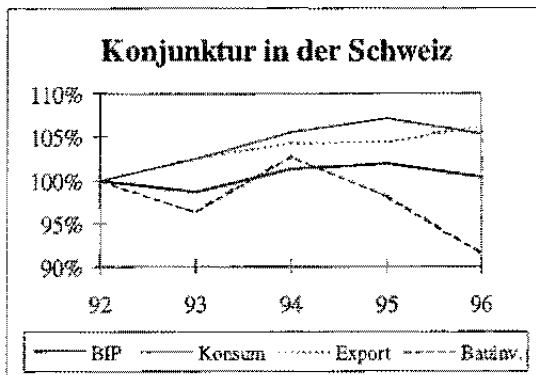
Wenn unsere These über den Strukturwandel zutrifft, dann kommt man nicht darum herum, die Aussichten für eine bessere konjunkturelle Situation an den physischen Fakten der interessierenden Volkswirtschaften zu messen. „Physisch“ in dem Sinne, dass ein Strukturwandel ja nur Erfolg zeitigen kann, wenn entsprechende Investitionen getätigt werden. Für uns stehen die sogenannten Ausrüstungsgüter im Vordergrund: Personal Computers, Netzwerkinstallationen, Teleinformatik-Anlagen, Laborgeräte etc. Welche Volkswirtschaft tätigt Investitionen in diesem Bereich, welche allenfalls nur mit Zurückhaltung? Nachfolgende Grafik zeigt deutlich, dass in den USA das Investitionsklima für Ausrüstungsgüter (auf hohem Niveau, und nach einigen Jahren robusten Wirtschaftswachstums) nach wie vor intakt ist.



Quelle: Dr. G.Landert

Die eher negative Tendenz für Investitionen in Ausrüstungsgüter in Deutschland und der Schweiz spricht Bände. Erstens, weil sie eine Grundstimmung widerspiegelt, die alles andere als Optimismus bedeutet. Wer nicht einigermaßen sicher ist, dass er vom Erfolg seiner Investition schlussendlich profitieren kann, der nimmt sie nicht oder allenfalls eben anderswo vor. Es gibt leider genügend Gründe sowohl in unserem nördlichen Nachbarland wie auch in der Schweiz, an den längerfristigen Zukunftsaussichten für Investitionen zu zweifeln. Hohe Steuersätze und Soziallasten sind das eine, eine wenig überzeugende Performance des politischen Bereichs das andere. Wenn dann auch noch ein effizienter Kapitalmarkt für kleine und mittlere Unternehmungen, die ja bei den genannten Ausrüstungsgütern im Vordergrund stehen müssten, nach wie vor weitgehend fehlt, dann kann die Prognose nicht günstig ausfallen.

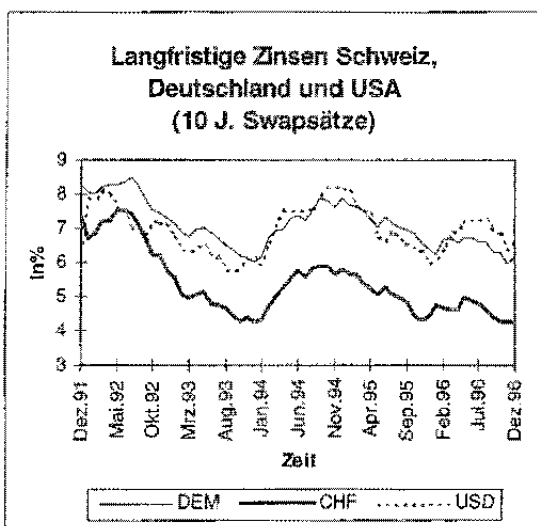
Die Gesamtsituation fällt dann im Prinzip noch negativer aus, indem namentlich diejenigen Bereiche, die im Rahmen des Strukturwandels ohnehin unter die Räder geraten sind, von Rekord zu Rekord eilen. Negativem Rekord, versteht sich. Die Bau- und Immobilienkrise in der Schweiz ist unseres Erachtens noch nicht ausgelitten. Es gibt noch zu viele unrealistische Buchwerte in gewissen Bilanzen mit zu wenig realisierten Verlusten in den Erfolgsrechnungen. Es lohnt sich zu überlegen, welche Bilanzen dazu gehören könnten. Allen voran die Bankbilanzen. Während die einen recht mutig ihren Jahresgewinn ans Bein streichen und Rekordabschreibungen tätigen (ehrlicher wäre es allerdings, auch die Dividende dafür zu opfern! [Interessant wird auch sein, was in solchen Abschreibungsjahren mit dem Bonus für die oberste Bankführung geschieht ...]), hört man aus dem andern Lager, namentlich der staatsgarantierten Institute und der Regionalbanken wenig. Zu wenig. Es gibt aber noch weitere immobilien-schwere Bilanzen. Im Versicherungsbereich etwa, und ganz gewiss auch bei vielen Pensionskassen. Hält die Bewertung wirklich allen Kriterien stand? Was zum Beispiel, wenn die Mietzinsen ins Taumeln geraten?



Quelle: Dr. G. Landert

### 5. Zinsen: tief, tiefer, am tiefsten?

Vor diesem geldpolitischen und konjunkturellen Hintergrund erstaunen die rekordtiefen Zinssätze wenig. Es gibt ganz einfach keinen Grund, weshalb die Schweizer Nationalbank oder die Deutsche Bundesbank an ihrer Zinspolitik etwas ändern sollten bzw. weshalb die kontinentalen Obligationenmärkte ob der konjunkturellen Entwicklung nervös werden sollten. So richtig es ist, dass sich die Zinsen „mean reverting“ verhalten, also um einen langjährigen Mittelwert herum schwanken und deshalb dereinst auch wieder einmal höher sein könnten, so wenig sehen wir zur Zeit einen Grund, dass dieser Anstieg unmittelbar bevorstünde.



Quelle: Bloomberg

Trifft dies auch für die USA zu? Immerhin verzeichnen wir dort ja ein durchaus akzep-

tables, nachhaltiges Wirtschaftswachstum, und was insbesondere eindrücklich ist, einen markanten Zuwachs an Arbeitsstellen. Zinsängste lassen in periodischen Abständen von ein bis zwei Monaten die Finanzmärkte erschauern. Die Periodizität hängt mit der Publikation von Konjunkturdaten zusammen. Fällt irgend ein Indikator „zu“ positiv aus, dann steigen die Zinsen. „Zu“ viele neugeschaffene Arbeitsplätze, „zu“ positive Meldungen vom Einfamilienhausbau - und prompt schnell die Rendite von 10-Jahres-Bonds in Richtung von 7 %.

Solche Nervosität wird mancherorts beklagt. Uns beruhigt sie. Denn sie zeigt, dass die Bondmärkte ein sehr aufmerksames Auge auf die geldpolitische und konjunkturelle Entwicklung werfen und zu jedem Zeitpunkt bereit sind, einer gefährlichen Überhitzung Gegensteuer zu geben. Wir kommen auf dieses neue Phänomen an den Finanzmärkten noch zurück, denn es ist unseres Erachtens entscheidend in bezug auf die Beantwortung der Frage, ob es weiterhin noch Rekorde an Obligationen- und Aktienmärkten geben dürfe. Einstweilen sei nur soviel gesagt: So lange dieser - zeitweise durchaus lästige - Mechanismus der Zinsnervosität an Wall Street funktioniert und so lange im übrigen das Wirtschaftswachstum wie bis anhin alles andere als „überhitzt“ erscheint, so lange gibt es für uns wenig Grund, auch noch und tatsächlich nervös zu werden. Das Wachstum der US-Wirtschaft bewegt sich (real) seit 4 Jahren in einem sehr engen Bereich und beträgt durchschnittlich etwa 2,5 %. Die Basis-Inflation liegt bei etwa 3 %. Wahrlich doch keine Werte, bei denen der geldpolitische Würgegriff des Fed greifen müsste!

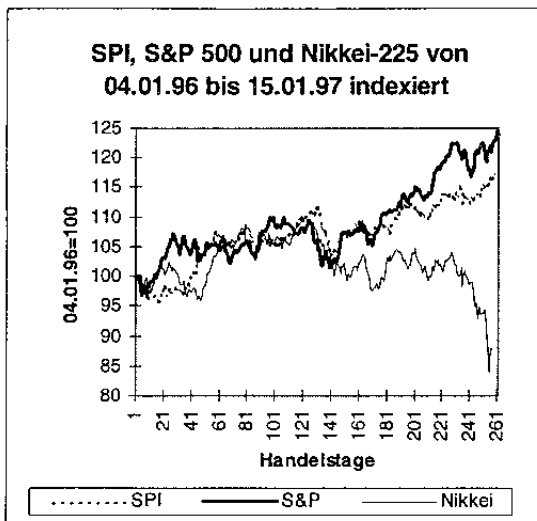
### 6. Aktienbörsen: Crash vs. Rally

Vor dem skizzierten geldpolitischen und konjunkturellen Hintergrund interessieren eigentlich nur zwei Dinge:

- Wie richtig ist die Zinsprognose, d.h. mit wieviel Wahrscheinlichkeit kann von einem weiterhin stabilen bis rückläufigen Zinsumfeld ausgegangen werden?
- Wie verhält es sich mit den Unternehmensgewinnen in einem fortgeschrittenen Stadium des Strukturwandels (USA) bzw.

in einer nicht vom Fleck kommenden Bereinerung (Schweiz, Europa)?

Es ist ja durchaus begreiflich, dass der anhaltende Anstieg der Aktienkurse Nervosität auslöst, wenn man sich die nachfolgende Grafik vor Augen führt.



Quelle: Bloomberg

Bezüglich Zinserwartungen haben wir unsere Meinung weitgehend geäußert. Es gibt noch ein weiteres Argument, das eher gegen abrupte Zinsbewegungen nach oben spricht. Wir haben auf die sehr sensible Reagibilität der Bondmärkte in bezug auf irgendwelche relevant erscheinenden Wirtschaftsdaten hingewiesen. Um dieses Phänomen vollständig zu verstehen, muss auf die immensen Unterschiede der Marktstruktur im verzinlichen Bereich zwischen früher, sprich etwa zehn, fünfzehn Jahre zurück, und heute hingewiesen werden. Die Kombination neuer (derivativer) Finanzinstrumente mit den modernen Informations- und Kommunikationsmitteln hat zu einer Effizienzsteigerung der Finanzmärkte geführt, die nicht nur einen Faktor, sondern Potenzen erreicht. Für jegliche Marktteilnehmer weltweit ist es möglich, innert kürzester Frist und mit extrem tiefen Transaktionskosten Positionen zu wenden, Zinsrisiken auf- oder abzubauen. Das bedeutet unter anderem, dass jegliche geldpolitischen Manöver der Notenbanken unmittelbare Antworten der Banken nach sich ziehen.

Es liegt auf der Hand, dass es künftig unter solchen Verhältnissen extrem schwierig sein wird, erneut eine Politik des wahrhaft „billigen Geldes“, eine Inflationspolitik zu betreiben. Einerseits würden Reflationierungsmaßnahmen die Obligationenmärkte mit den für die Wirtschaft entscheidenden langfristigen Sätzen kräftig in die Tiefe reisen, andererseits würde die betroffene Währung stark in Mitleidenschaft gezogen. Die Effizienzsteigerung der Finanzmärkte hat mit anderen Worten das erreicht, was sich die Monetaristen stets gewünscht hatten: von der Politik völlig unabhängige Notenbanken. Nicht, weil diese durch institutionelle Massnahmen besonders vor dem Zugriff der Politiker geschützt wären, sondern weil ihnen von Seiten der Finanzmärkte die Hände für irgendwelche Spielereien weitgehend gebunden sind.

Es gibt noch einen weiteren Grund, weshalb Inflation für absehbare Zeit kein Thema sein wird. Der Strukturwandel zielt ja in erster Linie auf eine Ablösung der industriellen Produktion in eine post-industrielle, dienstleistungsorientierte Wirtschaft ab. Bezüglich Arbeitsplätzen und Organisation deutet dies auf eine Ablösung der Massenstruktur durch eine sehr stark gegliederte, vernetzte, individualistische Arbeitswelt hin. Förderbandarbeit, riesige Menschenmassen vor den Fabrikatoren: Das sind Organisationsformen der Arbeit von gestern. Damit wird aber auch die Kartellisierung der Arbeit, sprich die Macht der Gewerkschaften, ihr Ende finden. Die Zukunft wird der durch Marktpreise erzielte Erlös des Einzelnen für seine Leistung sein.

Das Ende der Kartellisierung der Arbeit in Kombination mit dem Ende geldpolitischer Machenschaften ist ein starkes Argument dafür, dass in Zukunft das generelle Zinsniveau tiefer sein wird als in der durch Stop-and-Go geprägten Zeit des westlichen Edelsocialismus. Wenn in grundsätzlicher Weise weniger Gefahr besteht, dereinst den Gegenwert für Geld über die Entwertung desselben zu verlieren, dann sinkt die Risikoprämie für Geld.

In bezug auf die Zinskomponente des Aktienkurses können wir also zumindest „ceteris paribus“ von einer Fortschreibung der relativen Stabilität des Aktienmarktes ausgehen. Allenfalls liegt sogar noch, je nach Währung,

da und dort ein gewisses Zinssenkungspotential drin.

Und die Unternehmensgewinne? Kein Tag vergeht, ohne dass eine berufene oder auch weniger berufene Instanz darauf hinweist, dass die Gewinnzunahme der Unternehmen sich dem Ende zuneige, zuneigen müsse, denn sie sei nun ja schon seit einiger Zeit im Gange. Wir kennen die Argumentation. Sie entspricht jener, die keine Sechs mehr beim Würfeln erwartet, weil schon viermal Sechs erschienen ist. Aus unserer Sicht stellt sich nicht so sehr die Frage der Extrapolation des Vergangenen nach vorne, sondern vielmehr, ob denn die Gewinnsituation einer Unternehmung und der Kurswert der betreffenden Aktie in angemessenem Gleichgewicht seien oder nicht.

Nun ist es an sich vermessen zu behaupten, der Markt widerspiegeln eine Über- oder Unterschätzung irgendwelcher Faktoren. Man müsste dann schon die besseren Informationen (rascher) haben als der Markt. Wir meinen aber auch, dass man gut daran tue, gewisse Modelle kritisch auf ihren Gehalt in einer strukturgewandelten Wirtschaft zu untersuchen. Einige grundsätzliche Überlegungen zu dem in letzter Zeit populär gewordenen „Tobin-Q“ in unserer Anlagepolitik (gelbe Beilage) mögen einen Ansatz zu einer solchen Infragestellung darstellen. Was soll in einer Wirtschaft, in der weder Drehbänke noch Bohrtürme noch Förderbänder, sprich materielle Investitionen, sondern Know-how, Marketing-Vernetzung, Brand-Names und Personal („Brain-Ware“) entscheidend sind, ein Vergleich zwischen dem Kurswert einer Aktie und dem Wiederbeschaffungswert der Anlagen?

### 7. *Rekorde als Balanceakt*

Wir sind der Ansicht, dass es gute Gründe für die Annahme einer generellen weiteren Verbesserung der Unternehmensgewinne gibt. Wir haben sie in unserem letzten Anlagekommentar (Nr. 177) gründlich erarbeitet. Weil es möglich geworden ist, auf globaler Basis zu investieren bzw. zu desinvestieren, muss sich die Kapitalnachfrage nach globalen Kriterien messen lassen. Es ist die Notwen-

digkeit der globalen Vergleichbarkeit des Return on Investment (ROI), welche die Unternehmungen zwingt, in einem Dauerprozess nach besserer Profitabilität zu streben. Die diesbezüglichen (zum Teil stillen!) Reserven sind dazu noch keineswegs aufgebraucht.

Danebst muss aber auch in aller Deutlichkeit darauf hingewiesen werden, dass die mehr als moderaten konjunkturellen Aussichten in Ländern, die offensichtlich Mühe haben, im Strukturwandel zu bestehen, für die Gewinnsituation gewisser Unternehmungen auch grosse Gefahren bergen. Rekordhohe Abschreibungen im einen Jahr mögen von den Börsen ja noch freudig aufgenommen werden. Müssten sich die Rekorde aber wiederholen (das gibt es ja, wie wir nun mittlerweile festgestellt haben ...), dann wäre ein freier Fall wie in Japan auch ein mögliches Szenario. Trau, schau wem: Wer Geld anlegt, kommt um diese triviale Notwendigkeit nicht herum.

Der Balanceakt in Richtung neuer Rekorde ist also ein mehrfacher: Die Bedingung, auf der einen Seite nicht in die Tiefe zu fallen, ist die Annahme eines moderaten Zinsszenarios. Auf der anderen Seite gähnt der Abgrund ungenügender Unternehmensgewinne. Wenn wir von den Rekorde reden, die sich an den Aktienmärkten jagen, dann sprechen wir deshalb gleichzeitig von Zinsen, die uns zu Recht immer wieder nervös machen, und wir sprechen von Unternehmungen und Unternehmensleitungen, die entweder die erwartete Leistung - hier und heute - erbringen. Oder eben nicht. Der Balanceakt findet an einem steil ansteigenden Seil statt, sozusagen.

Darf es noch Rekorde geben? Wenn ein Strukturwandel darin kulminiert, dass a) Zinsen strukturell bedingt tief bleiben müssen und b) die Unternehmensgewinne strukturell bedingt wachsen müssen - dann gibt es nur eine Antwort darauf: Ja. Es muss sie geben.