

ANLAGE - KOMMENTAR NR. 185

19. Januar 1998

Schönwüst

1. Schwarz oder weiss oder?

Um den Jahreswechsel ziehen in unserer unmittelbaren Nachbarschaft der appenzellischen Voralpen eigentümlich maskierte und dekorierte Gestalten, die „Sylvesterchläuse“, durch die Gegend. In ihnen hat sich archaisches Brauchtum bis in unsere Tage hinein erhalten, lebt im Zuge der Freude am Rückgriff auf farbige Tradition gar wieder auf. Die „Chläuse“ besuchen in Gruppen von sechs bis neun Männern vorab die weitverstreuten Bauernhöfe, führen nach strenger, ungeschriebener Ordnung einen rituellen Tanz auf, lassen den appenzellischen Naturjodel ertönen und wünschen im übrigen den mit einem Besuch Beehrten ein gutes neues Jahr.

Es gibt drei Arten solcher Sylvesterchläuse. Da sind zunächst einmal die „Schönen“: Üppige Weibsgestalten mit übergesund wirkenden roten Wangen, mit gewaltigen Hüften, auf denen in oft jahrelanger Arbeit geschnitzte und bemalte Bauernhöfe in naiver Realität zu bewundern sind, mit farbigen Festtagstrachten und mit einer Vielzahl runder Schellen, die in ihrer optischen Wirkung an den gemeinsamen archetypischen Ursprung mit indischen Fruchtbarkeitsgöttinnen erinnern. Die „schönen“ Chläuse sind also gleichsam das Abbild der untersten Stufen der Maslow'schen Bedürfnispyramide: sichere, Wohlstand ausstrahlende Behausung, Sorglosigkeit bezüglich Speis und Trank, Erfüllung heimster (Männer-)Träume im Geschlechtlichen. Das personifizierte Schlaraffenland sozusagen.

Dann gibt es, zweitens, aber auch „wüste“ Chläuse, von oben bis unten mit Tannenästen bestückte stahlige Kerle, die einen aus holzgeschnitzten Fratzen anglotzen. Die Versinnbildlichung des Abgrunds, der dräuenden Katastrophe, des Unerklärlichen. Zum Glück schreibt ihnen das Brauchtum nicht auch

noch entsprechend ruppiges Verhalten vor, und so vermischt sich denn das frühwinterliche Bild im Appenzellerland zu einem fröhlichen Stelldichein „schöner“ und „wüster“ Chlausgestalten.

Die typische Raffinesse der hiesigen Volksseele hat zudem aber auch noch einen dritten Typus von Chlaus geschaffen, den „schönwüsten“. Eine Mischung aus farbiger Üppigkeit und ausgesprochener Borstigkeit und mithin das Abbild der realexistierenden Freuden und Leiden, wie es sie die bäuerlichen Vorfahren gekannt hatten, und wie wir sie, mit andern Vorzeichen und Rahmenbedingungen zwar, eben immer noch kennen. Der Wunsch nach dem „paradiso terrestre“ spiegelt sich in der mephistophelischen Abgründigkeit.

Es gibt keine Bezeichnung des derzeitigen Gemütszustands in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten, die treffender als „schönwüst“ wäre. Betrachtet man beispielsweise die Ergebnisse letztjähriger Vermögensverwaltungstätigkeit, so sind rosa Pausbacken und opulente Rundungen als Eigenschaften noch untertrieben – falls, und darin liegt die Crux der Situation, die Anlagetätigkeit sich auf die „richtigen“ Märkte Europas oder Amerikas konzentriert hatte. Jede Beimischung asiatischer Werte (etwa in Form der so breit vermarkteten Asien-Fonds) trübt das Bild und macht es bald einmal „schönwüst“. Wer in jene östliche Richtung übertrieben hatte, muss sich gar mit einem wirklich „wüsten“ Ergebnis abfinden.

Ähnlich „schönwüst“ geht es an den Börsen zu und her. Die grossen Mengen liquider, nach Anlagen suchender Mittel strömen einerseits in die Märkte Europas und Nordamerikas. Eitel Freude und Zuversicht scheint zu herrschen. Handkehrum erfolgt dann wieder ein Ausverkauf an den krisengeschüttel-

ten asiatischen Börsen, und schon grinst einen auch hier die teuflische Fratze des Absturzes ins Bodenlose an.

Zwei Seiten hat auch die Medaille der tiefen Zinsen: Für den Schuldner gestalten sich die Refinanzierungskosten immer komfortabler, dafür haben die Gläubiger (und mithin z.B. Pensionkassen und Lebensversicherungen) ihre liebe Mühe, aus ihren Anlagen noch eine einigermaßen akzeptable Rendite zu erwirtschaften. Zusätzliche Risikonahme ist für sie häufig der einzige Ausweg.

Schliesslich sind auch die Verhältnisse in der Realwirtschaft irgendwie „schönwüst“. Einerseits könnten die wichtigsten Kennzahlen in vielerlei Hinsicht besser nicht sein: Tiefe Inflationsraten, tiefe Nominalzinsen, nachhaltig positives Wachstum in den USA, sprunghafter Anstieg der Produktivität in vielen Industrieunternehmungen und ganzen Volkswirtschaften, markantes und offenbar anhaltendes Gewinnwachstum bei den Firmen. Was Wunder, boomen die Aktienbörsen. Einerseits. Andererseits: Rekordhohe, bedrohliche Arbeitslosigkeit in Europa, an deflationäre Verhältnisse mahnender Vertrauensmangel, desaströse Situation der öffentlichen Finanzen in weiten Teilen der Welt, daraus resultierend hoffnungslos sich türmende Schuldenberge. Arbeitsplatzverluste aufgrund von Rationalisierungen und Fusionen, die die Frage aufkommen lassen, ob denn am Schluss nur noch ganz wenige arbeiten und der Rest der Gesellschaft in Arbeitslosigkeit dahinsiechen müsse. Und wer denn unter diesem Vorzeichen noch zu konsumieren in der Lage sei.

2. *Licht und Schatten in schneller Abfolge*

Selbstkritisch die Anlagekommentare der letzten Monate und Jahre zurückblättern, musste der Schreibende feststellen, dass allzu oft behauptet worden ist, die Zeiten seien so schwierig wie noch nie. Und selbst wenn man in der Profession der Prognostiker mit der Häufung dieses Ausspruchs beileibe nicht alleine dasteht, sollte man sich hüten, der Banalität bei jeder sich bietenden Gelegenheit nachzugeben. Entscheidungssituationen sind immer schwierig. Wenn es nicht Licht und Schatten gäbe, müsste man sich nicht entscheiden. Das Einerseits und das Andererseits,

das „Schöne“ und das „Wüste“, gehören begriffswesentlich zum Entscheid.

Mit einem kleinen, jedoch nicht unwichtigen Unterschied zu früheren Verhältnissen. Er besteht darin, dass das „Schöne“ und das „Wüste“ so unendlich nahe beieinander liegen. Geografisch nahe insofern, als die Welt in vielerlei Hinsicht tatsächlich zu einer Art Dorf geworden ist. In zeitlicher Nähe, weil sich Positives und Negatives praktisch zeitgleich vor unsern Augen präsentiert und uns einmal die ganze Situation in hellsten Farben, im nächsten Augenblick in tiefstem Schwarz präsentiert. Wir befinden uns sozusagen in einer mit modernsten Beleuchtungsanlagen ausgerüsteten Techno-Disco und müssen das Lichtspiel von blitzenden Stroboskoplampen über uns ergehen lassen. Mal so, mal völlig anders – aber nie so, wie es wirklich ist.

Die Gefahr solch digitaler Wahrnehmung für die auf langfristige Ergebnisse ausgerichtete Anlagetätigkeit liegt auf der Hand: Wer sich einseitig auf Weiss oder auf Schwarz konzentriert, übersieht letztendlich den Hauptteil der Wirklichkeit. Und wer dauernd von einer Sichtweise zur andern wechselt, droht ins Schlingern zu geraten, etwa wie ein Schiff mit ungenügend festgezurrtter Ladung bei hohem Wellengang: Irgendwann macht die Ladung das Momentum von Schiff und Wellen nicht mehr mit, und kippt über Bord.

Wir wollen in diesem Anlagekommentar einige der grellen Sichtweisen aufarbeiten. Im Vordergrund stehen für uns eine erneute Beurteilung der Asienkrise, die Frage ihrer Auswirkungen auf die Weltkonjunktur – man spricht jetzt oft vom Gespenst einer globalen Deflation – sowie eine Beurteilung der tiefgreifenden Strukturveränderungen im Geschäft der Finanzintermediäre, d.h. der Banken und der Versicherungen.

Vorweggenommen sei allerdings, dass uns weder noch so grelles Aufleuchten von Teilaspekten noch der Blick in abgrundtiefe Schlünde davon abbringen, uns schliesslich auf die paar wenigen längerfristig gültigen ökonomischen Basisannahmen zu verlassen. So versuchen wir unseren Weg auch unter Inkaufnahme seltsamer Beleuchtungsverhältnisse zu finden. Mit andern Worten darf der Leser nicht erwarten, dass wir Wesentliches an unserer längerfristigen Anlagestrategie

ändern. Im Gegenteil. Irrlichtern und Wunschvorstellungen wollen wir ja auch nicht nachlaufen.

3. Von der Grippe zum chronischen Infekt?

Wir haben in unserem letzten Anlagekommentar (Nr. 184 vom 8. 12. 97) verschiedene Aspekte der Krise in Japan und den asiatischen „Tiger“-Staaten behandelt. Dabei kamen wir zum Schluss, dass in erster Linie eine Jahrzehntlang dauernde, gigantische Fehlallokation von Mitteln zu einem Wachstum in Richtung übergrosser, undurchschaubarer, mit der Korruption aufs engste verknüpfter Unternehmungskolosse führte. Der an sich vorhandene Fleiss und Unternehmergeist in der Bevölkerung kann auf diese Weise gar nicht mehr richtig zum Tragen kommen. Wie üblich endet eine solche Fehlentwicklung in völlig überrissenen Finanzierungen und gefährlichen Spekulationsblasen. Sie sind geplatzt.

Nach unseren (groben) Berechnungen fand in den letzten Monaten allein an den Aktienmärkten der betreffenden Länder eine Vermögensvernichtung in der Grössenordnung von 1300 Milliarden US-Dollar statt. Im Vergleich dazu nimmt sich der Crash '87 an der Wall Street mit etwa 700 Milliarden geradezu bescheiden aus. Zusätzlich ist in Rechnung zu stellen, dass die Immobilienpreise im dritten Quartal 1997 ebenfalls um 20 bis 25 % eingebrochen sind, an bestimmten Orten in der Zwischenzeit sogar weit mehr. Rechnet man den Kursverlust von Lokalwährungen mit ein, so resultiert für die asiatischen Volkswirtschaften für das Jahr 1997 wahrscheinlich eine Halbierung bis Drittelung ihres Wertes.

Solche Krisen haben stets einen kurzfristigen, die Stabilität des regionalen – oder in Fällen dieser Grössenordnung des globalen – Systems betreffenden Aspekt. Wenn „Rette sich, wer kann“ die Devise ist, dann kommt es zu gewaltigen Umlagerungen, die die Schieflage nur noch verschlimmern. Die Bemühungen des Währungsfonds (IMF) und der Weltbank sind denn in erster Linie auch in diesem Lichte zu sehen. Was da an Milliarden in diese Länder gepumpt wurde und wird, dient mehr der Gemeinschaft der internationalen Finanzwelt denn den betroffenen Schuldnerländern.

Ein Blick auf die in Asien ausstehenden Beträge einiger europäischer Geldinstitute mag veranschaulichen, dass die IMF-Hilfe von dieser Seite her hochwillkommen sein muss.

Asien-Exposure¹⁾ ausgewählter europäischer Banken ²⁾

	Ausstand in Mrd US-\$
Deutsche Bank	16,0
Bayerische Landesbank	13,6
West LB	13,1
Commerzbank	10,1
Société Générale	17,2
BNP	15,0
Crédit Lyonnais	10,7
UBS+SBC	13,7
Credit Suisse Group	7,7
ABN Amro	12,1

¹⁾ umfassend: Thailand, Indonesien, Korea, Philippinen, Hongkong, Singapur, Taiwan; ohne Japan (!)

²⁾Quelle: Handelsblatt

Die europäischen Banken stellten in den asiatischen Ländern über 50 Prozent aller internationalen Finanzierungen. Teilweise muss man sich fragen, wie so etwas überhaupt zustandekommen konnte – was in aller Welt hat denn eine Landesbank eines deutschen Bundeslandes in diesem Ausmass in so „gefährlichen“ Regionen zu suchen? Die Antwort liegt vermutlich hauptsächlich in Exportfinanzierungen für deutsche Unternehmungen. Der deutsche Exporterfolg der letzten Jahre wäre somit sozusagen aus der eigenen Tasche bezahlt worden. Was die Tätigkeit des Exportierens ja durchaus einfacher gestaltet... Die Deutschen sind bekanntlich Weltmeister in dieser Disziplin.

Die Ungemütlichkeit der Lage angesichts derart hoher Ausstände in dieser exponierten Region macht also das verständlich, woran die internationale Finanzwelt seit ein paar Wochen am Herumlaborieren ist: am Verhindern der Zahlungsunfähigkeit der Schuldnerländer und der Schuldner als solcher. Soweit, so gut, möchte man sagen. Die Problematik jeglicher Solvenzhilfe besteht aber in der Ausgestaltung der zweiten Phase. Weil im internationalen Kontext der Konkurs kein Instrumentarium für das Ende und für den Neubeginn darstellt, führen die Solvenzhilfen in der Tendenz zu einem „bailing out“, also zu Verteilung der Abschreibungslast auf die

unbestimmte Menge der im IMF eingebundenen Weltgemeinschaft. Auch dies wäre per se nicht weiter schlimm oder gar untragbar - frühere Schuldenkrisen haben dies immer wieder bewiesen. Das Gefährliche am „bailing out“ sind aber die Signale und Anreize für Schuldner und Gläubiger. Sie werden dadurch geradezu eingeladen, ein nächstes Mal wieder gleich zu handeln. Die Möglichkeit, die Kosten fehlerhafter Kreditentscheide zu externalisieren, führt tendenziell zu Unvorsichtigkeit und zu übermässiger Kreditvergabe.

Deshalb gilt unser Augenmerk viel mehr der Phase zwei als der Phase eins in der Bewältigung der asiatischen Krise. Kämen einmal mehr die Gläubiger wie die Schuldner allzu ungeschoren davon, müssten wir unsere Meinung zur längerfristigen Stabilität des globalen Finanzsystems revidieren. Die nächste Spekulationsblase und Finanzkrise wäre vorprogrammiert. Und damit wegen der einhergehenden nächsten Vermögensvernichtungsaktion auch eine entsprechende Wachstumseinbusse der globalen Wirtschaft. Was wären dann aber die notwendigen Kennzeichen einer einigermaßen positiven Art der Krisenbewältigung in der „Work-out“-Phase der Asienkrise?

- Die grossen, intransparenten, ineffizienten, unrentablen und oft in Korruption verstrickten Konglomerate werden aufgelöst. Es findet entweder ein echter Wechsel von Eigentumsrechten statt, oder, wo keine Käufer sich einstellen, die Liquidation von Teilbereichen.
- Die vom IMF geforderten politischen Reformen führen zu mehr Rechtsstaatlichkeit und höherer Respektierung der privaten Autonomie.
- Die gewährte Solvenzhilfe wird nicht für die langfristige Finanzierung von Ausständen missbraucht. Vielmehr findet die Abarbeitung der Schuldenberge zumindest teilweise über die Umwandlung von Fremd- zu Eigenkapital statt (Debt to Equity Swaps).

Ob dies wohl in diesem Stile ablaufen wird? Zweifel sind angebracht. Auch hier gilt, dass es weder nur Schwarz noch nur Weiss gibt.

4. Auswirkungen auf die Weltwirtschaft?

Bange Fragen ergeben sich nicht nur bezüglich der weiteren Entwicklung der finanzierungstechnischen Fragen, sondern naturgemäss auch bezüglich des Ausmasses der bereits sichtbar werdenden Rezession in dieser Weltregion und deren Auswirkungen auf die Weltwirtschaft. Einfache Milchbüchleinrechnungen scheinen uns auch hier allerdings verfehlt. Es ist sehr unwahrscheinlich, dass nun einfach sämtliche Asienprojekte zum Stillstand gelangen und dass in diesen Regionen künftig weder Zement noch Elektrizitätswerke noch Suppen verkauft werden können. Gewiss werden sowohl Holderbank wie ABB und Nestlé vor höheren Hürden stehen als bisher, und sicherlich wird das Geschäft bis auf weiteres auch weniger rentabel sein. Der Gewinnbeitrag aus dieser Region wird dünner oder für eine Zeitlang auch negativ ausfallen. Schwarzweissmalerei ist aber sicherlich falsch.

Es kann nicht einfach alles, was früher für diese Region gesprochen hat, nun negativ sein. Fleissig, hungrig nach mehr Wohlstand, zahlenmässig in gigantischer Zahl vorhanden sind sie immer noch, die Asiaten. Und sie haben in der Geschichte auch schon mehrfach bewiesen, dass ihre Mischung aus Duldsamkeit und Zähigkeit immer wieder neue Aufschwungphasen mit eindrucklichen Resultaten ermöglicht.

Fragt sich andererseits, ob der Westen nun mit billigen Gütern überschwemmt werde. Die lokalen Währungen sind ja dramatisch gesunken, was die Exporte selbstverständlich verbilligt. Der koreanische Autohersteller KIA Motors soll seine Verkäufe in den USA im Monat November um 74 % gesteigert haben. Das Sephia-Modell wurde dort für 8'000 Dollar verscherbelt. Dennoch warnen wir davor, die Welt auch im Hinblick auf eine Schwemme asiatischer Billigwaren in allzu einseitiger Weise zu sehen. Dies aus den folgenden Gründen:

- Währungsverluste von Lokalvaluten sind stets auch mit erheblichen Nachteilen des abwertenden Landes verbunden. So verteuern sich die für die Produktionskosten wesentlichen Importe. Die Zinsen und damit die Refinanzierungskosten sind

hoch. Die Verteuerung der Importe und ein allfälliges Exportstrohfeuer führen überdies zu inflationären Verhältnissen.

- Verscherbelungsaktionen à la KIA Motors sind im selben Lichte zu sehen wie der Verkauf von Liquidationsposten bei Privatkonkursen. Es gibt zwar überall auf der Welt Leute, die sich auf solche Kaufgelegenheiten stürzen. Ein nachhaltig erfolgreiches Marketing lässt sich mit Liquidationsposten aber nicht bewerkstelligen. Wenn es sich bei den Gütern nicht um ausgesprochene Commodities, also Waren ohne jeglichen Spezifikationsgrad, handelt, dann zählt die Frage, ob es den Anbieter in ein, zwei Jahren immer noch gebe, weit mehr als der Warenwert als solcher. Mit andern Worten: Bei allen Preisvorteilen der Asiaten wird nun sehr viel Vertrauensbildung notwendig sein, bis die Amerikaner und die Europäer in grossem Stile einkaufen werden. Das gilt für KIA wie für Daewoo, Hyundai und Samsung.

5. Das Deflationsgespenst

Die Asienkrise kam gerade rechtzeitig, um einem Gespenst, das sich schon seit einiger Zeit in gewissen Köpfen eingenistet hatte und auch schon die Spalten von Finanzpostillen zu nähren begann, wirkungsvoll Leben einzuhauchen. Nachdem noch bis im Sommer Inflationsängste Konjunktur hatten, ist es nun Deflation, die die Geister hüben und drüben des Atlantiks beschäftigt.

Die Argumentation ist sehr klassisch. Man kann ihre Spuren in der Geschichte der Nationalökonomie weit zurückverfolgen. Die enormen Produktivitätssteigerungen, die durch den Technologieschub der letzten Jahre ausgelöst worden sind, führten, so heisst es, unweigerlich zu einem Verlust an Arbeitsplätzen. Es werde immer mehr immer schneller mit bedeutend weniger Arbeitskräften produziert. Wegen den freigestellten Arbeitstätigen, sprich: Arbeitslosen, verliere die Konsumtätigkeit ihre Kunden, und somit kaufe am Ende niemand die dermassen effizient hergestellten Güter. Der volkswirtschaftliche Kreislauf müsse kollabieren. So gehört bei der Einführung der Dampfmaschine, bei der Betriebsaufnahme der ersten Eisenbahnlinie, bei der Hochkonjunktur der Fließbandarbeit und nun eben auch im Zusammenhang mit

der technologischen Revolution der Mikroelektronik.

Die Umstände scheinen dem Argument recht zu geben. In Europa grassiert eine Arbeitslosigkeit, die ihresgleichen in der Geschichte sucht. Ohne massive Stützungsmaßnahmen für gewisse wenig produktive Sektoren durch den Staat wären die Zahlen gar noch zu verdoppeln. Das könne ja so nicht weitergehen. Was wundert's, dass die alten marxistischen Theorien von der Verarmung der Massen in den in Europa in besonders hohem Ausmasse vorhandenen Köpfen der „Intelligenz“ wieder fröhliche Auferstehung feiern.

Dass Ursache und Wirkung möglicherweise nicht viel miteinander zu tun haben, wird allerdings geflissentlich übersehen. Zunächst einmal sei festgehalten, dass im Zuge derselben technologischen Revolution auf dem nordamerikanischen Kontinent *Arbeitsplätze geschaffen* worden sind wie nie zuvor in der Geschichte. Die Arbeitslosigkeit in den USA ist so tief, dass sie, wie angetönt, bis im Sommer letzten Jahres zu Inflations Sorgen Anlass gab. An die Verarmung der Massen mag auch nicht so recht glauben, wer in den USA die Konsum- oder die Bautätigkeit verfolgt. Beide haben sich auf ansprechendem Niveau stabilisiert.

6. Das Problem der relativen Preise

Wie üblich bei kontroversen Fragen besteht in erster Linie einmal ein heilloses Durcheinander in der Definition der Begriffe. Alle sprechen von Disinflation und Deflation und wissen oft nicht, was sie wirklich meinen.

Inflation ist ein genereller Anstieg des gesamten volkswirtschaftlichen Preisniveaus. Deflation ist analog eine generelle Reduktion des gesamten volkswirtschaftlichen Preisniveaus. Beide, Inflation und Deflation, sind monetäre Phänomene. Inflation rührt von einer übermässig grosszügigen Geldversorgung und einer dadurch ausgelösten übertriebenen Investitions- und später Konsumtätigkeit her. Deflation beruht auf einer vorangegangenen monetären Kontraktion, die vorhandene Produktionskapazitäten ins Leere laufen lässt und damit einen Güterüberhang und entsprechende Konsumabstinenz auslöst. Disinflation ist dagegen lediglich eine Verlangsamung einer inflationären Situation. Ihr öko-

nomisches Pendant ist die Reflation einer allfälligen deflationären Entwicklung. Soweit zum Definitiven.

Nun wird argumentiert, es treffe ja tatsächlich zu, die Preise seien global am Fallen. Wir ordnen diese Beobachtung wiederum dem Schwarzweiss-Effekt zu: Man sieht nur die eine, grelle Seite, und im Zusammenhang mit Preisen vorzugsweise diejenige, die man kennt. Es trifft zu, dass eine Vielzahl von Gütern und Dienstleistungen tatsächlich billiger geworden sind. Bestimmte Konsumgüter (wie Textilien, Nahrungsmittel, Benzin, Telefonapparate, Unterhaltungselektronik) kann man billiger erstehen als vor ein paar Jahren. Auch die Immobilienpreise sind an vielen Orten der Welt deutlich tiefer als früher.

Aber es gibt auch Preise, die gestiegen sind. Sie betreffen Güter und Dienstleistungen, die (noch) nicht so geläufig sind wie Kopfsalat und Spaghetti und deren Preisanstieg deshalb auch (noch) nicht so bewusst wird. Im ganzen Computer- und Software-Bereich steigen die Preise unaufhörlich. Zwar bekommt man für weniger Dollar laufend mehr Rechenkapazität, aber die notwendig erscheinenden Programme benötigen auch immer mehr Rechenleistung und damit neue Hardware. Zwar wird die Leistungsfähigkeit von Software dauernd gesteigert, aber man braucht auch immer mehr Unterstützung durch immer teurere Fachleute.

Dies gilt auch für andere Bereiche. Wo auch nur ein wenig mehr als das absolute Commodity-Minimum für Güter und Dienstleistungen gefordert wird, muss diese individuelle Qualität relativ teuer bezahlt werden. Entsprechend sind jene Löhne am Steigen, die mit der Erbringung von Dienstleistungen und der Produktion von Gütern zusammenhängen, die keinen Commodity-Charakter haben.

In einem Strukturwandel von der Tragweite, wie wir ihn heute erleben, fallen gewisse Preise relativ zu anderen, andere wiederum steigen relativ zu den ersteren. Einseitige Wahrnehmung der einen oder der anderen Preise und Löhne darf nicht dazu verleiten, eine generelle Preisentwicklung daraus abzuleiten. Die Welt des Strukturwandels ist weder „schön“ noch „wüst“, sondern sie ist eben „schönwüst“.

Die Angst, dass uns die Arbeit ausgehe und damit letztlich dann auch die Konsumtätigkeit einfriere, hängt wesentlich zusammen mit einer seltsam altmodischen Perzeption des Begriffs „Arbeit“, namentlich hier in Europa. Ja, der Schreibende neigt dazu, in dieser Perzeption einen wesentlichen Grund für die derzeit herrschende und nicht wegzukriegende Arbeitslosigkeit zu sehen. Arbeit ist nach gängiger Auffassung nur, was in irgendeiner Art auch physisch feststellbaren Output generiert. Wer in einem Bergwerk Kohle hervorbuddelt, ist das typische Modell eines Arbeiters. Wer im Schmelzwerk seines Angesichts Stahl giesst oder wer mit viel Mühe und Gefahr Brücken baut und Tunnels bohrt, ebenfalls. Wer aber als Mickey Mouse verkleidet in Disneyland die Herzen der Besucher erfreut, arbeitet nicht „richtig“. Ebenso wenig ist künstlerische Tätigkeit dem Begriff „Arbeit“ zuzuordnen. Und schon gar nicht kann der gängige Arbeitsbegriff etwas mit den Heerscharen von Finanzdienstleistern in den Schaltzentralen von London oder New York anfangen. Spekulanten und Volksschädlinge sind das, nichts anderes...

Der Strukturwandel in Europa wird erst richtig zum Durchbruch gelangen, wenn mit dem alten Arbeitsbegriff definitiv gebrochen wird. Arbeit, so müsste die „neue“ Definition lauten, ist alles, was zur Befriedigung eines nachgefragten wirtschaftlichen Bedürfnisses führt. Ungeachtet, ob Kohle, derivative Finanzinstrumente oder virtuelles Vergnügen das Bedürfnis ausmachen.

Die europäische Sicht sieht einseitig die Wirtschaftszweige schwinden, die im Strukturwandel ganz einfach an Bedeutung verloren haben: Die Rüstungs- und Schwerindustrie, den Bergbau, die Landwirtschaft gemäss europäischer Selbstversorgungsideologie, gewisse Staatstätigkeiten, die sich aus der bipolaren Weltorganisation gerechtfertigt und genährt hatten. Und sie übersieht die Bedeutungssteigerung neuer Wirtschaftszweige, die halt oft auch mit vordergründig weniger ernsthaften Dingen zu tun haben als die Produktion von Braunkohle, Panzerchassis, Fleischbergen und Milchseen. – Im übrigen: Ist die neue Welt dann „schön“ oder „wüst“? Wir meinen: vermutlich relativ „schönwüst“.

7. Über Restrukturierungserdbeben

Unter Schwarzweiss-Sicht ist auch die gängige Beurteilung einer der grössten Transaktionen des Strukturwandels einzuordnen: die vieldiskutierte Fusion von Schweizerischer Bankgesellschaft (UBS) und Schweizerischem Bankverein (SBC). Für die einen, vorab die in den Titeln der genannten Unternehmungen engagierten Investoren, ist der Zusammenschluss in jeder Hinsicht „schön“. Und weil sie vom Kursanstieg der UBS- und SBC-Aktie mächtig profitiert haben, will man ihnen nun auch mit einer neu zu schaffenden Kapitalgewinnsteuer an den Kragen. Für die andern steht der Verlust an vielen Arbeitsplätzen im Vordergrund, und sie beklagen das Verschwinden zweier kulturell recht unterschiedlicher Bankunternehmen vom Finanzplatz Schweiz.

Auch in der Frage der Beurteilung dieser durchaus erdbebenhaften Fusion sehen wir die Dinge etwas differenzierter, „schönwüster“ sozusagen. Beginnen wir mit dem Verlust an Arbeitsplätzen. Wir wollen ihn nicht vom Tische reden. Aber es ist ja bei keiner Firmenrestrukturierung so, dass

- sämtliche freigestellten Arbeitskräfte nachher arbeitslos bleiben. Vielmehr entstehen im Umfeld der alten auch neue, unternehmerische Strukturen. Ebensovienig trifft zu, dass
- alle nicht freigestellten Arbeitskräfte in der neuen Unternehmung verbleiben. Vielen passen die neuen Vorgesetzten und deren Zielsetzungen nicht. Sie suchen nach Auswegen bei anderen Firmen oder in der Selbständigkeit.

Mit anderen Worten löst ein solches Fusionserdbeben durchaus auch neue, positive Impulse aus. Dies gilt nicht nur bezüglich der Arbeitskräfte, sondern in höherem Masse auch für die bestehende Kundschaft der fusionierten Unternehmungen. Diese muss nicht zwingend begeistert sein von der neuen Struktur und von der neuen, scheinbar noch effizienteren Leistungserbringung. Und deshalb kann es durchaus sein, dass sie sich andere Kanäle für die Befriedigung ihrer Nachfrage sucht. Jedenfalls kann das Bankhaus am Bohl in St.Gallen diesem Aspekt der Bankfusion durchaus ihre „schönen“ Seiten abgewinnen. Was sich schliesslich unter anderem

auch in der Schaffung neuer Arbeitsplätze äussert.

Die „wüste“ Seite der Angelegenheit orten wir eher an einer Stelle, die bis anhin nur wenig diskutiert worden ist. Eine der Motivationen für den Zusammenschluss (nebst dem verständlichen Bedürfnis des obersten UBS-Kaders, seine Haut vor Martin Ebner zu retten) liegt ja in der Idee, das recht schlagkräftige Investment Banking Unit des Bankvereins mit dem überaus wohlbestallten Vermögensverwaltungsgeschäft der Bankgesellschaft zusammenzuführen und daraus einen sehr effizienten, ertragreichen Apparat zu schaffen, der die ganze Wertschöpfungskette vom Kapitalmarktschuldner bis zum Portfolio des Vermögensverwaltungskunden umfasst.

Die Idee eines Trichters also, der einsammelt und aufsaugt, was an Finanzierungsbedürfnissen auf der Fremd- und Eigenkapitalseite weltweit im Markt vorhanden ist, in einer Pipeline sammelt und über Investment-Funds und andere Sammelstrukturen an ein grosses Auffangbecken weiterleitet, wo die Investoren dankbar auf die Segnungen von oben warten. Die Idee ist bestechend, wenn auch nicht neu. „Plazierungskraft“ war schon immer das Schlüsselwort im Kapitalmarktgeschäft.

Aus unserer bescheidenen Sicht fragt sich allenfalls nur, ob die Perspektive – oben Investment Banking, unten Private Banking – auf die Länge in dieser Form durchzuhalten ist. Denn sie geht letztlich davon aus, dass der Anleger Befehls- und Produkteempfänger ist und sich mit dem Sortiment zufriedengibt, das der Trichter eben gerade zu produzieren in der Lage ist. Es gibt danebst aber einen praktisch unbeschränkten freien Markt mit weiteren Produkten und Sortimenten. Kann man diesen längerfristig der Kundschaft vorhalten? Oder etwas überspitzt formuliert vielleicht: Kann auf die Länge eine Unternehmensstruktur Erfolg haben, die in ihrem Wesen die Finanzmärkte in ihrer grossen Varietät ausschaltet? Und die, weil Trichter, Pipeline und Topf ein kostspieliges Gesamtes bilden, auch durch nicht marktkonforme Gebühren und Konditionen, sprich performance-schmälernde Kostensätze, genährt werden muss! Wir haben unsere Zweifel. Aus unserer Sicht der Dinge sollte der Anleger, salopp ge-

sagt, als Hund mit dem Schwanz wedeln und nicht umgekehrt.

Kommt dazu, dass es ernstzunehmende Stimmen gibt, die an der Nachhaltigkeit der Lukrativität im Investment Banking zweifeln. Investmentbanking ist insofern zyklisch, als der gegenwärtig laufende Strukturwandel besonders viele „Fälle“ produziert und die Nachfrage dementsprechend hoch ist. Von ewiger Dauer kann der Boom in dieser Form aber nicht sein, und dann wird es spannend, was hernach mit den geschaffenen Kapazitäten geschehen wird.

Wir sind auch nicht sicher, ob bei der Fusion die Besonderheit des Private Banking nach Schweizer Art ins Kalkül einbezogen worden ist, falls von Kalkül angesichts des hohen Zeitdrucks beim Zusammenschluss und der vorhandenen menschlichen Ressourcen überhaupt gesprochen werden kann. Ein gewichtiger Teil der im Private Banking, gerade der Bankgesellschaft, angesammelten Mittel ist ja dem „Offshore“-Bereich zuzuordnen. Es handelt sich m.a.W. um Vermögen, denen es vermutlich an der einen oder anderen fiskalischen Registrierung mangelt. Dagegen ist beileibe nichts einzuwenden – wenn fast weltweit der Fiskus in raubritterischer Art konfiskatorische Sätze anwendet, ist dessen Umgehung durchaus eine volkswirtschaftliche Wohltat, insbesondere wenn man daran denkt, was mit dem Geld an einigen Orten angestellt wird. Aber man muss sich im klaren sein, dass dem Offshore-Banking immer ein Makel anhaften wird, dass im Zeitalter der fast unbeschränkten Datenvernetzung die Zurückverfolgung und die Transparenz von Transaktionen weiter ansteigen wird und dass deshalb das Offshore-Banking in noch zunehmendem Masse mit einem Erpressungspotential verbunden sein wird. Offshore-Banking verlangt nach höchstmöglicher Unabhängigkeit und räumlicher Flexibilität. Heute in Vaduz, morgen auf Curaçao, übermorgen im Internet. Wir bezweifeln lebhaft, dass solche Anforderungen auf die Länge mit den für das Investment Banking notwendigen Präsenzen in London, New York und in andern Höhlen des Löwen vereinbar sind. Stimmt diese Aussage, dann fehlt der neuen Struktur die langfristige strategische Berechtigung.

8. *Wider die Unausgewogenheit!*

Ob im ständigen Auf und Ab der internationalen Börsen, ob beim besorgten Blick nach Asien, ob bei der Analyse der konjunkturellen Situation oder ob beim Versuch, die relevanten Konsequenzen aus der Fusion zweier Grossbanken zu ziehen: Uns scheint wichtig, dass man sich nicht im Sinne der Schwarzweissmalerei zu Überzeichnungen auf die eine oder andere Seite hinreissen lässt. Es gibt nicht nur „schön“, es gibt nicht nur „wüst“, das meiste auf dieser Erde ist halt einfach „schönwüst“. Übertreibungen in jede Richtung scheinen uns mit Blick auf längerfristig gültige Strategien fehl am Platz. Weder Euphorie noch bodenloser Pessimismus dürfen unser Handeln leiten.

Konkret heisst dies, dass wir uns an die bewährten „grossen Linien“ halten. Es sind dies (nach wie vor)

- eine seit Jahren zu beobachtende Abflachung konjunktureller Zyklen in den wichtigsten Industrieländern,
- wohl damit zusammenhängend (oder verursachend) eine hohe Disziplin in der Geldpolitik der Notenbanken,
- tiefe Inflationsraten bei gleichzeitig hoher Konvergenz unter den verschiedenen Volkswirtschaften,
- ein ungebrochener Trend der Nominalzinsen nach unten,
- ein hoher Restrukturierungsdruck bei den Unternehmungen, verbunden mit einem entsprechenden Kampf um Eigenmittel,
- damit zusammenhängend nachhaltiges Bemühen um höhere Unternehmensgewinne,
- Kursgewinne bei den Aktien der in diesem Kampf erfolgreichen Firmen.

Wir wissen andererseits, dass einige dieser Entwicklungen im Markt seit einiger Zeit bekannt und in ihren Auswirkungen auch anerkannt sind. Damit scheint uns die Zeit der grossen „Windfall Profits“ aus dem Strukturwandel vorbei. Was im Durchschnitt ökonomisch zu erwarten ist, wissen wir aus den historischen Daten. Schweizer Aktien „bringen“ langfristig eine jährliche Rendite zwischen 6 und 10 Prozent.

Wir wissen auch, dass das Risiko von Renditeausschlägen nach oben oder unangenehmerweise auch einmal nach unten derzeit höher ist als gewöhnlich. Im Schweizer Aktienmarkt steckt derzeit eine implizite Volatilität von etwa 25 bis 30 Prozent. Normalerweise beträgt sie nicht mehr als 15 bis 20 Prozent. Wer gleichbleibende Vorstellungen darüber hat, wieviel seines Geldes er notfalls kurzfristig zu verlieren bereit wäre, muss deshalb sein Aktienengagement etwas zurückstutzen. Dies empfehlen wir, ohne dass wir der grundsätzlichen Freude über die Hingabe von Eigenkapital in irgendwelcher Weise Abbruch tun möchten. Risikonahme ist

stets eine Frage des Masses, und dieses wiederum hängt von den ganz persönlichen Umständen und Vorstellungen ab.

Ruhe im Angesichte des Lichtspiels der Discobeleuchtung, der Übertreibungen hüben und drüben, bestimmt also die Anlagepolitik und -tätigkeit Ihrer Bankiers am Bohl in St.Gallen. Auf dass kommen möge, was immer die Zukunft an "Schönwüstem" so alles auf Lager hat.

KH, 19.1.98