

18. Januar 1999

## Neues und weniger Neues in der „New Economy“

### 1. Vom Ende der Geschichte zum Ende der Ökonomie?

Es mag mit dem nahenden Ende des zweiten Jahrtausends zusammenhängen, dass in mancher wissenschaftlichen Domäne endzeitliche Gedanken aufkommen. Der amerikanische Politologe Fukuyama postulierte nach dem Zusammenbruch des Kommunismus ein „Ende der Geschichte“. Dies in dem Sinne, dass die wesentlichste gesellschaftspolitische Frage der Weltgeschichte im Grunde genommen mit dem Nachweis der Überlegenheit des westlich-kapitalistischen Systems definitiv beantwortet worden sei. Im ökonomischen Bereich wird mit Blick auf den dramatischen und nachhaltigen Rückgang der Inflationsraten in den wichtigsten Industrieländern in ähnlicher Weise argumentiert, die Notenbanken hätten ihre letzte Schlacht geschlagen. Die Welt müsse sich künftig viel eher auf immer wieder neue Preisreduktionen in praktisch allen Güterkategorien gefasst machen. Deflation sei angesagt. Aus Prinzip und auf Dauer.

Man könnte getrost das Postulieren derartiger Thesen und die Auseinandersetzung mit ihnen der akademischen Welt überlassen, würden daraus nicht durch die ökonomischen Praktiker vorschnell Folgerungen mit konkreten Konsequenzen gezogen. Der Ruf nach weiteren Zinssenkungen ist in Deutschland eben gerade verhallt; in Japan versucht die Regierung ziemlich verzweifelt, mittels umfangreicher fiskalischer Interventionen die Wirtschaft wieder auf Wachstumskurs zu bringen. Es ist die geldpolitische Sorglosigkeit, die uns im Zusammenhang mit solchen beabsichtigten oder sich im Gange befindlichen Aktivitäten beschäftigt. Denn eines ist mittlerweile jedem Anleger klar geworden: Das mit dem Rückgang der Inflationsraten verbundene sehr tiefe Niveau der

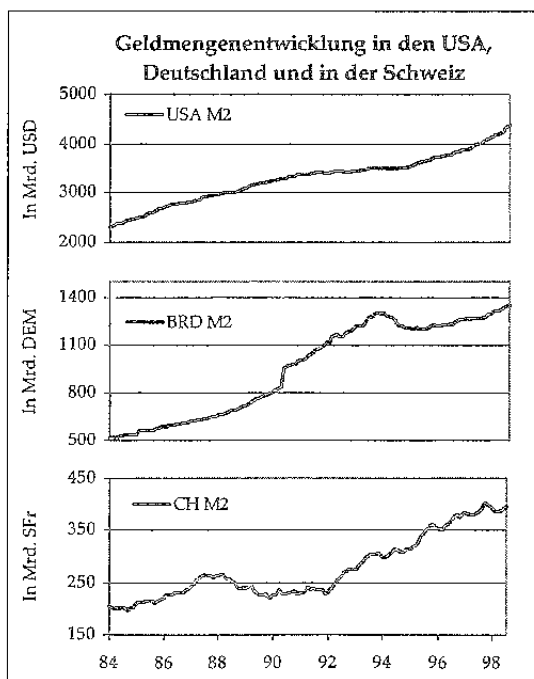
Nominalzinsen hat uns die hohen Bewertungen an den Aktienmärkten beschert. Im Umkehrschluss muss es deshalb von höchstem Interesse sein, ob die Voraussetzungen für ein längerfristiges Anhalten dieser günstigen Zinssituation gegeben sind oder nicht.

Wenn man über Voraussetzungen sprechen will, dann genügt es unseres Erachtens nicht, diese im Sinne einer neuen Theorie, die sich ihrerseits auf nur einige wenige Beobachtungen während eines kurzen Zeitraums abstützt, einfach als unanfechtbar hinzunehmen. Vielmehr gilt es zu analysieren, welche Faktoren die Voraussetzungen geschaffen hatten und wie sie sich in ein konsistentes Erklärungsmodell einordnen lassen. Um es gleich vorwegzunehmen: Je mehr man sich mit dem makroökonomischen Geschehen im Zuge des Inflationsrückgangs und der Nominalzinssenkungen beschäftigt, desto weniger kommt man zum Schluss, man habe es mit einer „New Economy“ und der Ausserkraftsetzung grundlegender ökonomischer Erkenntnisse zu tun. Vielmehr wird deutlich, dass einige sehr tiefgreifende Veränderungen auf der realwirtschaftlichen Seite die klassischen makroökonomischen Größen wie Arbeit, Produktivität, Kapazitäten und dergleichen in solchem Masse beeinflusst haben, dass man *meinen könnte*, die Gesetze der Ökonomie seien ausser Kraft gesetzt. Zwischen Meinen und Sein besteht aber ein Unterschied.

### 2. Ein wenig Basiswissen ...

Auch auf die Gefahr hin, künftig zu den Oberlehrern gezählt zu werden, sei zunächst die Definition einiger Begriffe in Erinnerung gerufen. Leider wird gerade in den grundlegenden Bereichen des Schulbuchwissens in hohem Mass die Sprache ungenau und unsorgfältig gewählt, was dann jegliche weitere Argumentation auf wackligen Füßen stehen lässt. Die Triade *Inflation*, *Disinflation* und *Deflation* gehört zu den momentan am häufigsten unscharf verwendeten Begriffen.

Nach ökonomischer Lehre handelt es sich bei *Inflation* um ein Missverhältnis zwischen Geld und Gütern. Steigt die der Wirtschaft zur Verfügung stehende Geldmenge schneller, als es derselben Wirtschaft gelingt, zusätzliche Güter zu produzieren, so bleibt nur der Ausweg über Preiserhöhungen. Teuerung ist die Folge. *Deflation* ist das Gegenteil von Inflation. Im Vergleich zum Anstieg der produzierten Güter steigt die zur Verfügung stehende Geldmenge weniger; es entsteht ein Güterüberhang, die Folge sind Preissenkungen. *Disinflation* beschreibt den Rückgang der Inflation, der aber nicht zwingend im deflationären Zustand enden muss: Die Reduktion einer Inflationsrate von, sagen wir, 15 Prozent auf 10 Prozent ist disinflationär, wenn am Ende dennoch eine respektable Inflationsrate übrigbleibt. Genau in diesem Punkt zeigt sich, welche unglückliche Resultate eine ungenaue Begriffsverwendung zeitigen kann. So wird heute fröhlich und unkritisch von Deflation gesprochen, obwohl sich im Grunde genommen nur die Inflationsrate reduziert hat. Das Schreckgespenst der „Deflation“ hat in den letzten Monaten manche Fehlmanipulationen grösseren oder kleineren Stils ausgelöst!



Quelle: Bloomberg, Datastream; eigene Darstellung

Wer nun stellt die genannte Geldmenge „zur Verfügung“? Es sind die Notenbanken, unter Mithilfe (bzw. mit Multiplikatoreffekt) des Finanzsystems. Das Verhalten der Notenbanken unterliegt einer sehr intensiven Be-

obachtung durch die Finanzmärkte, weil in ihrer Grosszügigkeit oder ihrer Zurückhaltung der Schlüssel zum Verständnis und auch zur Vorhersage der künftigen konjunkturellen Entwicklung liegt. Der Beobachtungsvorgang findet seinen Niederschlag in der Befindlichkeit der Zinsmärkte. Erwarten die Marktteilnehmer aufgrund einer nach ihrer Einschätzung zu hohen Geldversorgung Inflationstendenzen, so verteuert sich das langfristige Geld – die Nominalzinssätze erhöhen sich um die Inflationserwartungen.

Nun haben es die letzten Jahre mit sich gebracht, dass bei anhaltend grosszügiger Geldversorgung – wir verweisen auf die nebenstehende Grafik mit der Geldmengenentwicklung in den uns interessierenden Hauptwährungen Dollar, Deutsche Mark und Schweizerfranken – sich kein Inflationsschub mehr einstellte. Die Zinsmärkte, anfangs noch ob jeder Geldmengenausweitung förmlich gestresst (man erinnere sich an den Zinsbuckel von 1994!), scheinen sich weitgehend daran gewöhnt zu haben, dass die Notenbanken die Geldmenge erweitern und mithin die Zinsen senken können, wie sie nur wollen – Inflationsgefahr dräut scheinbar nicht mehr.

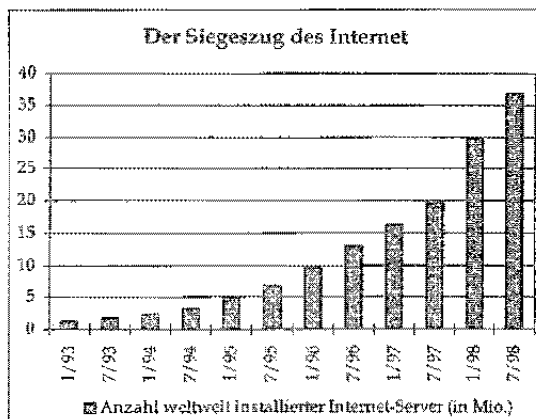
Scheinbar.

### 3. Die realwirtschaftlichen Schocks

Wenn man sich die letzten zehn Jahre der Weltpolitik und der Weltwirtschaft vergegenwärtigt, dann stehen drei Haupttendenzen hervor: Erstens hat sich der zur Verfügung stehende *Boden* (als einer der klassischen Produktionsfaktoren der Volkswirtschaftslehre) vervielfacht. Dies nicht etwa, weil sich unser Globus auf wundersame Weise vergrössert hätte. Beileibe nicht. Die Weltbevölkerung wächst nach wie vor mit einer atemberaubenden Rate von fast 2 Prozent im Jahr; es wird also nach wie vor enger auf unserer Erde. Dennoch nahm nach 1989 das der Wirtschaft zur Verfügung stehende Land schockartig zu: Der Zuwachs beim Produktionsfaktor Land resultiert aus dem Niedergang des Sowjetimperiums. Im Gegensatz zu den Nachkriegsjahren ist es heute möglich, mehr oder weniger gefahrenarm rund um den Globus seine Produktionsstätten aufzubauen. Die moderne Kommunikationstechnik trägt das ihrige dazu bei, dass geografische Verlagerungen nicht im führungsmässigen Abseits versanden.

Zweites Hauptmerkmal ist die immense Ausweitung des Produktionsfaktors *Arbeit*. Durch den Wegfall des eisernen Vorhangs hat sich die global zur Verfügung stehende Arbeitskraft als solche etwa verdreifacht. Das allein wäre schon viel. Dazu kommt aber eine bisher unbekannte Steigerung der Produktivität durch den nunmehr bis in die letzten Weltecken verbreiteten PC und dessen Vernetzungsmöglichkeiten. Arbeit ist, alles in allem gesehen, kein limitierender Faktor mehr. Die das zwanzigste Jahrhundert wesentlich mitprägende Kartellisierung der Arbeit durch die Gewerkschaften entschärft sich zusehends.

Das dritte und letzte Hauptmerkmal besteht in der ebenso schlagartigen Vermehrung des Produktionsfaktors *Wissen* (oder Information) durch die Internet- bzw. durch die Kommunikationstechnologie ganz allgemein. Mit Blick auf die künftig interessierenden Güter und die dahinter stehende Wertschöpfung handelt es sich bei dieser Ausweitung um die wahrscheinlich wesentlichste wirtschaftliche Veränderung seit der Entdeckung der Dampfkraft. Damals wurde die reine Muskelkraft um diejenige von fossiler Energie multipliziert. Heute wird reine menschliche Hirnkapazität durch diejenige intelligenter Netzwerke ergänzt.



Quelle: Network Wizards (www.nw.com); eigene Darstellung

Bleibt der Produktionsfaktor *Kapital*. Was muss geschehen, wenn alle übrigen Produktionsfaktoren sich in schnellem Tempo ausweiten? Kann der Kapitalstock auf demselben Niveau bleiben? Wohl nicht – das Kapital und mithin die ihm zugrundeliegenden nationalen Geldmengen müssen sich, dürfen sich im gleichen Masse ausweiten. Die „Grosszügigkeit“ der Notenbanken in den letzten Jahren ist mit anderen Worten durchaus konsistent mit der Vermehrung der

übrigen Produktionsfaktoren. Inflationsdruck kann solange nicht entstehen, als ein neues Gleichgewicht noch nicht gefunden ist, als nicht in einem der realen Produktionsfaktoren Engpässe entstehen können.

Hier sei eine Prognose gewagt. Wir gehen davon aus, dass weder die globale Arbeitskraft bereits vollständig ausgeschöpft ist noch die Produktivitätssteigerungen mittels moderner Technologien vorüber sind, schon gar nicht der Wissensschub durch die Internet-Technologie. Die Kapazitäten werden laufend erweitert. Dies, und nicht die Abschaffung ökonomischer Gesetze aufgrund nebulösen Halbwissens, bekräftigt uns denn auch in unseren sehr moderaten Inflations- und Zinsprojektionen.

#### 4. Tiefe Zinsen als Allerweltsheilmittel?

Wir haben bis anhin nur sehr generell von *den* Produktionsfaktoren, *dem* Kapital, *der* Geldmenge usw. gesprochen, ohne einen Unterschied zu machen zwischen den einzelnen Wirtschaftsböcken. Ganz offensichtlich gibt es aber solche Unterschiede, sehr markante sogar. Während sich die USA (etwas mehr als einen Drittel des Weltbrutto-sozialprodukts repräsentierend) eines nachhaltigen, moderaten, beinahe inflationsfreien Wachstums erfreuen, steckt Japan, früher der weltwirtschaftliche Spitzenreiter, nun schon seit sechs Jahren in einer anhaltenden Wirtschaftskrise. Dies bei rekordtiefen Zinsen und nach Lancierung von nunmehr acht Stimulierungspaketen seit 1992 (in der Höhe von gesamthaft etwa 800 Milliarden Franken!). Für Europa werden die Wachstumsprognosen auf etwa 1½ bis 2 Prozent (real) für 1999 reduziert. Verschiedene Branchen (wie etwa der Bau in Deutschland) leiden förmlich, in anderen werden die Wachstumsaussichten deutlich tiefer angesetzt. Namentlich die für Europa so wichtigen Exportchancen sind nach der Fernost-Krise markant gesunken. Auch in Europa herrscht ein historisch tiefes Zinsniveau mit etwa 3 bis 4 Prozent im neugeschaffenen Euro.

Drei Wirtschaftsböcke - von tiefschwarzen Aussichten in Japan über halbgraue in Europa bis zu weiterhin und nachhaltig rosigen in den USA - wie sind die Unterschiede zu erklären?

Eines ist offenkundig: Allein am jeweiligen Zinsniveau kann es nicht liegen, ob einer Volkswirtschaft Momentum verliehen wird

oder nicht. Dann müsste Japan ja weit obenaufschwimmen, gefolgt von Europa. Und die USA hätten wegen relativ zu hohen Zinsen ein Wachstumsproblem. Das Gegenteil ist aber der Fall: Tiefe Zinsen weisen auf eine tiefe Nachfrage nach Geld hin. Unseres Erachtens weist deshalb das eher wieder etwas gestiegene Zinsniveau im US-Dollar sogar auf eine Verstärkung des amerikanischen Wachstums hin. – Nun, das Misslingen einer lediglich auf Zinsen basierenden Erklärung für den völlig unterschiedlichen Verlauf der Wachstumsraten liegt in einem ziemlich trivialen, aber um so häufigeren Denkfehler, nämlich in der mangelnden Unterscheidung zwischen „notwendig“ und „hinreichend“. Ihm ist die japanische Regierung, ist der deutsche Finanzminister Lafontaine zum Opfer gefallen.

Es mag durchaus sein, dass tiefe Zinsen eine notwendige Bedingung sind, dass sich eine darniederliegende Wirtschaft unter den derzeitigen Rahmenbedingungen zu einigermaßen akzeptablem Wachstum aufrappeln kann. Hinreichend sind tiefe Zinsen aber nicht. Die oben dargestellten schockartigen Veränderungen bei den Produktionsfaktoren Land, Arbeit und Wissen widerspiegeln sich ja in enormen strukturellen und gesellschaftspolitischen Herausforderungen, denen man sich entweder einigermaßen stellen oder denen man sich auch verweigern kann. Wenn wir die Entwicklung in den USA während der letzten fünf, sechs Jahre in bezug auf die Bereitschaft zu strukturellen Reformen analysieren, dann resultiert eine weitgehend positive Beurteilung. Sowohl der Arbeitsmarkt wie aber auch vor allem der Informationsmarkt weisen gegenüber Europa ganz andere Flexibilitäten auf, nicht zu sprechen von Japan. Sinkende oder tiefe Zinsen und der Wille zu Strukturreformen: Diese Paarung erst ist die notwendige und hinreichende Medizin für eine Volkswirtschaft. Sie fehlt ganz sicher in Japan, möglicherweise (und was im folgenden noch etwas näher untersucht wird) auch in Europa.

Die mangelnde intellektuelle Leistung der Verwechslung von notwendigen und hinreichenden Bedingungen führt an ziemlich gefährliche ökonomische und politische Abgründe. Beflügelt durch den beschriebenen geldpolitischen Handlungsspielraum, der sich aus den schockartigen Verschiebungen bei den Produktionsfaktoren ergeben hat, wird einerseits in hoher Sorglosigkeit

nach immer neuen monetären Stimuli verlangt und andererseits auf die Erledigung der strukturellen Hausaufgaben verzichtet. Neoklassizismus, gepaart mit eklatantem Strukturkonservatismus: Das ist hinreichend, dass weder Japan noch Europa zu einem gesunden Wachstum zurückfinden.

### 5. Die Mär vom „credit crunch“

Was macht denn die Stärke des amerikanischen Wachstums aus, und was fehlt uns so nachhaltig? Zunächst fällt einmal die Abwesenheit einer breiten Palette von kleineren und mittleren Firmen an den Finanzmärkten auf. Es gibt in Europa keine mit der Nasdaq zu vergleichende Börse. Ein Übernahmeka-russell, wie es sich in den USA in völliger Selbstverständlichkeit dauernd dreht und das ständig junge, innovative Firmen konsumiert, ist auf unserem Kontinent weitgehend inexistent. Dass hierzulande denn auch die Biotechnologie untervertreten ist und ein Silicon Valley weitgehend fehlt, ja, dass ganz einfach zu wenig neue Firmen entstehen, ist die logische Konsequenz dieser wenig optimalen, weitgehend gewerblichen Wirtschaftsstruktur.

Kommt dazu, dass wenig getan wird, um die strukturellen Fesseln zu sprengen und den Unternehmungen den nötigen Raum zur freien und profitablen Entwicklung zu verschaffen. Das sei an einigen Beispielen aus der Schweiz gezeigt. Wie F.A. von Hayek in seinem Buch „The Road to Serfdom“ gezeigt hatte, erfolgt der Würgegriff gegen eine freie Wirtschaft nicht mit einem lautstarken Frontalangriff am helllichten Tag, sondern klammheimlich, oft rücklings durch Mittäter aus der eigenen Koalition, und unglücklicherweise meist in derart kleinen Raten, dass sich das Wehren fast nicht zu lohnen scheint. In der Schweiz stieg der Staatsanteil am Brutto-sozialprodukt, gemessen mit den Gesamtausgaben von Bund, Kantonen und Gemeinden, in den letzten 8 Jahren von 33 Prozent auf 41 Prozent. Der Löwenanteil des Zuwachses entfällt auf das Sozialwesen im weitesten Sinne. Ein kleinerer oder mittlerer Unternehmer kommt heute, die direkten Unternehmenssteuern und Steuern auf seinem Erwerbseinkommen zusammengerechnet, auf einen Steuersatz von etwa 40 bis 50 Prozent. Das erscheint zwar im europäischen Kontext noch einigermaßen moderat, mit den USA ist es aber nicht vergleichbar. (Zur Erinnerung: Die amerikanische Staatsquote

liegt bei etwa 30 Prozent; entsprechend tiefer ist die steuerliche Belastung.) Und nun wurde, wird, auf Samtpfoten die fiskalische Belastung weiter erhöht, indem man an der Mehrwertsteuer schraubt (1999: +1 Prozent), eine obligatorische Mutterschaftsversicherung einführt, den für kleine und mittlere Unternehmungen existentiell wichtigen Schwerverkehr mit einer Abgabe belastet – dies alles, ohne die direkte Unternehmensbesteuerung zu reduzieren.

„The Road to Serfdom“ ist mit Watte gepflastert: Auch Unterlassungen, von den meisten nicht einmal richtig bemerkt, stehen am Strassenrand. Wenn z.B. der schweizerische Bundesrat beabsichtigt, bezüglich der Liberalisierung des Elektrizitätsmarktes ein deutlich langsames Tempo einzuschlagen als das umliegende Europa, dann weiss man eines: Es wird vorab die kleinen und mittleren Unternehmungen sowie die Haushalte treffen, die noch während Jahren zu teuren Strom beziehen müssen. Übertarife von Monopolunternehmungen sind im Grunde genommen den Steuern zuzurechnen. Oder wenn dieselbe Schweizer Regierung, um etatistische Vorteile krampfhaft bemüht, die Mediengesetzgebung dermassen zögerlich öffnet, dass sich beim besten Willen keine eigenständige, liberale Medienwirtschaft etablieren kann, dann hat man seine Zweifel, ob in diesem Land die Zeichen der Zeit wirklich erkannt worden sind. Keine Wirtschaftssparte wird für die künftige Prosperität einer Volkswirtschaft entscheidender sein als die Informations- und Kommunikationsbranche. Strukturkonservatismus, wie er seit Jahren betrieben wird, ist das sichere Rezept dafür, dass sich die Schweiz aus diesem Wirtschaftszweig abmelden muss. Und das bei einer geradezu einmaligen Ausgangslage als vielsprachiges Land im Herzen eines Kontinents, der informations- und kommunikationsmässig noch weitgehend unterentwickelt ist!

Wir können uns des Eindrucks nicht erwehren, dass – auch in unserer Profession der Anlagestrategen – zuviel an makroökonomischen Aggregaten herumstudiert und zuwenig an die mikroökonomischen strukturellen Bedingungen der einzelnen Unternehmungen und Branchen gedacht wird. Das Beispiel der Schweiz zeigt es deutlich: Tiefe Zinsen hin oder her – in dem beschriebenen, problematischen strukturellen Umfeld sind die einen Aufschwung notwendigerweise aus-

machenden kleineren und mittleren Unternehmungen ganz einfach zu wenig profitabel.

Es ist deshalb auch nicht korrekt, die Schuld an der eher tiefen Kreditvergabe („credit crunch“) einfach den Banken zuzuschreiben. Gewiss, auf Seiten der grossen Kreditinstitute werden derzeit viele Fehler gemacht, namentlich im menschlichen Bereich. Aber auf Dauer und im Durchschnitt gesehen wird eine Kreditvergabe immer tief bleiben, wenn die zu finanzierenden Projekte einfach zu wenig profitabel sind. Und das trifft für den Bereich der kleineren und mittleren Unternehmungen der Schweiz, heutzutage einer globalen Konkurrenz ausgesetzt, wohl sehr weitgehend zu. Die jahrelang betriebene fiskalfreundliche (bürgerliche!) Politik rächt sich nun eben. Durch die Hintertüre sozusagen, aber dafür um so nachhaltiger.

Man geht wohl nicht ganz fehl, diese mangelnde Bereitschaft zu wirklichem Strukturwandel – cum grano salis – auch dem mit neuem Gesicht versehenen Europa zu attestieren. Der Schuh drückt dort in einem noch viel entscheidenderen Bereich: im Arbeitsmarkt. An sich wird mit der durch die Einführung der Einheitswährung geschaffenen Vergleichbarkeit der Löhne der Druck zur Deregulierung und De-Kartellisierung (sprich: Entmachtung der Gewerkschaften) der nationalen Arbeitsmärkte voraussichtlich immens werden. Bei der derzeitigen Zusammensetzung der Regierungen der Mitgliedsländer ist aber nur schwer vorstellbar, dass in diesem absolut entscheidenden strukturellen Bereich Liberalisierungsfortschritte gemacht werden. Der erste Stolperstein für die Währungsunion ist jedenfalls vorprogrammiert. Ohne Arbeitsmarktreform aber kein Aufschwung à l'américaine.

Mit „New Economy“ hat das alles überhaupt nichts zu tun. Vielmehr zeigt sich deutlich, dass die Rahmenbedingungen nach wie vor einen entscheidenden Faktor für das Wohlergehen oder den Misserfolg der Wirtschaft und der einzelnen Unternehmungen darstellen. Eines jedoch ist neu: Bei einem allgemein weltweit sehr tiefen Nominalzinsniveau fallen strukturelle Vor- und Nachteile viel stärker ins Gewicht als in inflationären Zeiten. Weshalb? Weil die langfristigen Aussichten für erfolgreiches Wirtschaften bei tiefen Zinsen bei weitem mehr wert sind als bei hohen Zinsen. (Diese einfache Folgerung aus der Diskontierungs-

formel haben wir im letzten Anlagekommentar Nr. 191 für die Unternehmensbewertung hergeleitet.) Wenn wir deshalb heute so enorme Unterschiede zwischen den Wirtschaftsblöcken USA, Europa und Japan beobachten, und wenn alle paar Monate eine Gruppe von Schwellenländern ins währungspolitische Abseits gleitet, dann ist das unter den beschriebenen Gesichtspunkten nicht unerklärbar oder irgendwie „new“, sondern ganz schön traditionell-volkswirtschaftlich: Strukturen haben ihren Wert, einen höheren oder einen tieferen, und im Zeitvergleich einen positiven oder einen negativen. Bei global tiefen Nominalzinsen fallen die Wertunterschiede einfach höher als gewohnt aus – sie werden entscheidend.

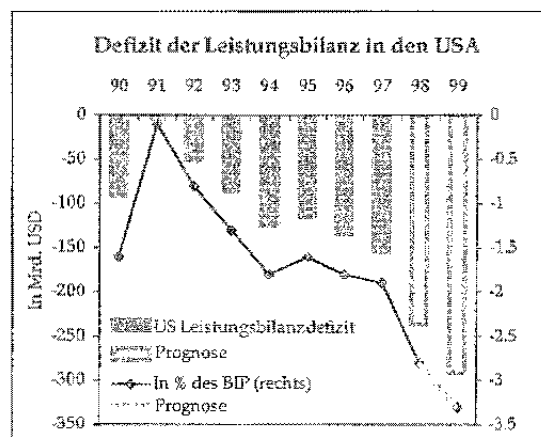
#### 6. Asset inflation, Leistungsbilanzen und Sparquoten

Im Rahmen der Strukturdiskussion wird oft ins Feld geführt, auch die USA hätten ihr hausgemachtes Problem, nämlich eine bei weitem zu tiefe Sparquote der Haushalte. Die Amerikaner lebten wieder einmal „über ihre Verhältnisse“, sie konsumierten auf Kosten des sie finanzierenden Auslandes. Die negative Leistungsbilanz müsse zwingend zu weiteren Abwertungen des US-Dollars führen. Zudem sei die amerikanische Wirtschaft in hohem Masse abhängig von der jeweiligen Stimmung an den Aktienmärkten. Die Ersparnisse der Haushalte sind ja zu einem hohen Teil in Aktien angelegt (es handelt sich dabei um etwa 50 Prozent aller Ersparnisse), so dass jegliche Kurseintrübung zu panischem Konsumverzicht führen müsse. Daraus ergebe sich zwingend eine rezessive Abwärtsspirale.

Solche und ähnliche Überlegungen werden selbstverständlich in einen apokalyptischen „New Economy“-Look gekleidet und mit viel Deflations-Schminke versehen. Da die Beurteilung der Stärke oder der allfälligen Anfälligkeit der amerikanischen Wirtschaft entscheidend für die Einschätzung der mittel- und längerfristigen Aussichten an den Finanzmärkten ist, lohnt sich die Auseinandersetzung mit der Argumentationsreihe durchaus. Zumal die Diskussion noch einige weitere Elemente zum Thema „Neues und weniger Neues in der 'New Economy'“ beiträgt.

Zunächst zur Leistungsbilanz, bzw. umfassender zur Ertragsbilanz. Nach klassischer Volkswirtschaftslehre steht dem „current

account“, das den Saldo der Waren- und Dienstleistungstransfers mit dem Ausland und deren Bezahlung wiedergibt, die Kapitalverkehrsbilanz gegenüber. Sie beschreibt den Fluss von geldwerten Forderungen gegenüber dem Ausland bzw. des Auslands gegenüber dem jeweiligen Inland. Beide Bilanzen müssen gegenseitig „aufgehen“. Nun trifft in der Tat zu, dass die amerikanische Leistungsbilanz gegenüber dem Ausland in den letzten Jahren immer negativer geworden ist. Die Amerikaner beziehen m.a.W. mehr Waren und Dienstleistungen aus dem Ausland, als sie momentan dort verkaufen können. Der Schluss ist naheliegend: Die Amerikaner leben auf Kosten des Auslands.



Quelle: IMF World Economic Outlook (Oct. 98); eigene Darstellung

Betrachtet man aber die Kapitalverkehrsbilanz, die natürlich mächtig positiv ist, dann kann man auch anders argumentieren: Die USA sind momentan weltweit die einzige Volkswirtschaft, die Kapital anzuziehen in der Lage ist. Weil nämlich in den übrigen Teilen der Welt (Europa, Japan, Schwellenländer ... vgl. dazu oben 5.) die Renditeaussichten so miserabel sind, dass niemand Lust hat oder es wagt, dort in grossem Stile Kapital zur Verfügung zu stellen. Nun wird allerdings entgegengehalten, die Amerikaner investieren mit dem vom Ausland so großzügig zur Verfügung gestellten Kapital gar nicht. Vielmehr würden die Haushalte es einfach „verkonsumieren“. (In dieser Vorstellung kommt natürlich auch eine gute Portion europäischer Vorurteile gegenüber dem scheinbar so oberflächlichen hamburgerversessenen Amerikaner zum Ausdruck!)

Der Einwand des übermässigen Konsums der amerikanischen Haushalte hält einer genaueren Überprüfung nicht stand. Er erkennt den gewaltigen Strukturwandel, den

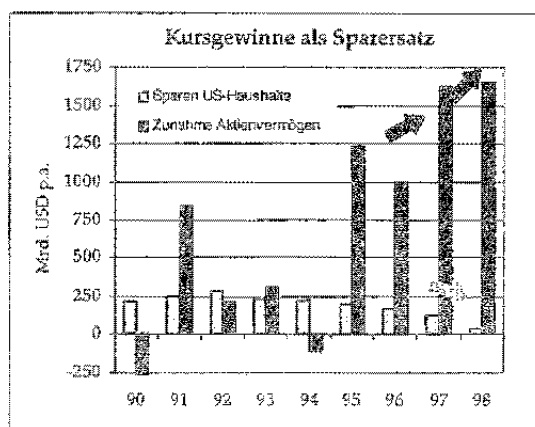
die amerikanische Volkswirtschaft durch die Einführung der Internet-Technologie erfahren hat und weiter erfährt. Die schockartige Erweiterung des Produktionsfaktors „Wissen“ findet eben nicht im klassischen Unternehmenssektor statt, sondern vielmehr völlig fragmentiert verteilt in jedem einzelnen amerikanischen Haushalt. Mit Internet werden die Haushalte quasi zu kleinen Unternehmungen. Sie verfügen, jeder einzelne, über ihren eigenen Internet-Host und vernetzen sich haushaltsintern sozusagen zwischen Eltern- und Kinderschlafzimmer. Belanglose und vorübergehende Modeerscheinung? Glauben wir nicht. Es spricht wenig dafür, dass der Produktionsfaktor „Wissen“ so bald wieder örtlich und sachlich in „richtigen“ Unternehmungen konzentriert werden müsste. Internet hat immense zentrifugale Kräfte ausgelöst.

Die Haushalte als Unternehmungen: Dem Ökonomen ist selbstverständlich unmittelbar klar, dass damit die traditionelle volkswirtschaftliche Rechnung ins Wanken gerät. Endlich ein bisschen „New Economy“ also. Das Bruttosozialprodukt wird ja bekanntlich so errechnet, dass die Wertschöpfung der Unternehmungen und die Kosten des Staatsapparats zusammengezählt werden und den privaten Haushalten die Rolle des Konsumierens und des Sparens zukommt. Haushalts- und Kindererziehungsarbeit von Ehepartnern sind nach dieser Buchhaltung wertschöpfungsfrei (Glücklicherweise, möchte man sagen, sonst käme noch jemand auf die Idee, darauf Mehrwertsteuern zu erheben...). Wenn nun aber der immer wichtiger werdende Produktionsfaktor „Wissen“ just in der Privatsphäre des Haushalts bewirtschaftet wird, dann erfährt die Buchhaltungsmethode eine weitere Einschränkung in ihrer Aussagekraft.

Vor allem müsste man im Wissen um die veränderten Umstände vorsichtig sein in bezug auf die Interpretation einzelner Indikatoren. Wenn zum Beispiel beklagt wird, die Amerikaner sparten „zu wenig“, dann müsste man sich im Lichte des Gesagten überlegen, ob dieses „zu wenig“ nicht einer hohen Investitionsquote der privaten Haushalte entsprechen könnte und somit positiv zu veranschlagen wäre. Auch hier gilt mit anderen Worten: Man täte gut daran, den Blick von den makroökonomischen Aggregaten wie „Wertschöpfung“, „Konsum“ und „Sparen“ auf die mikroökonomische Wirk-

lichkeit der einzelnen Individuen zu lenken und zu analysieren, was diese tatsächlich tun und unterlassen.

Eine ziemlich weitgehend vergleichbare Fehlbeurteilung ergibt sich unseres Erachtens auch aus der Angst vor dem überaus hohen Aktienanteil an den amerikanischen Ersparnissen. Wenn in einer Volkswirtschaft die privaten Haushalte weitgehend selber zu Unternehmern geworden sind, weil ihnen nämlich diese Unternehmungen grossenteils gehören, dann geht es nicht an, nur die Dollars und Cents, die irgendwann und irgendwie auf einem Savings Account einer amerikanischen Bank zur Seite gelegt werden können, zu den Ersparnissen zu zählen, sondern sicherlich auch die „Retained Earnings“ der Unternehmungen. Tut man dies, dann sieht das amerikanische Sparen völlig anders aus.



Quelle: Dr. G. Landert

Überhaupt: Ist denn die hohe Sparquote der Japaner und die nur wenig tiefere Quote der Europäer unbedingt so positiv zu veranschlagen? Sparen hat unseres Erachtens zwei Seiten. Einerseits ist da der Vorsorgeaspekt im Sinne des zeitlich aufgeschobenen Konsums. Was man heute am Mund abspart, kann man morgen und übermorgen aufbrauchen. Sparen hat andererseits aber auch mit Angst vor der Zukunft zu tun. Das „Sparen in der Zeit“, um dann „in der Not“ zu haben, impliziert die Angst vor einer künftigen Not. Wenn die genannten Volkswirtschaften unter einer Nachfrageschwäche leiden, so steckt im Verhalten der betroffenen Individuen in unseren Augen ziemlich viel Vorwegnahme solch künftiger Not. Und man überlege sich darüber hinaus einmal, zu was für traurigen Anlagen die armen Japaner und Europäer für ihre Ersparnisse gezwungen sind: Die einen müssen fast zwangsläufig

Kunden der bekanntermassen maroden japanischen Banken sein, die andern sind in staatlich regulierten Pensionssystemen gefangen, die ihrerseits zumeist schlecht rentieren, teilweise bezüglich ihrer künftigen Zahlungsbereitschaft zumindest in Frage zu stellen sind – sind in diesem Lichte die 50 Prozent Aktien in den Ersparnissen der amerikanischen Haushalte tatsächlich so negativ zu beurteilen?

Und wie steht es dann mit der immer wieder bemühten, scheinbar so gefährlichen „Asset Inflation“? Was soll die Aussage, die Börsenhausse der letzten Jahre habe „inflation in paper, deflation in things“ produziert, angeheizt durch die Aktiengeilheit der amerikanischen Haushalte? Und dadurch, so wird impliziert, besonders anfällig für die Zukunft seien? Wer ist denn auf die Länge anfälliger für künftige Entwicklungen – ist es derjenige, der auf Guthaben fraglicher Qualität (Japan) oder fraglicher Rendite (Europa und Japan) sitzen muss, oder ist es derjenige, dem ein Anteil an den künftigen Cash Flows von Unternehmungen gehört?

#### 7. Es gibt auch Konstanten.

Auf unserem geistigen Gang durch die Produktionsfaktoren, wie sie die klassische Volkswirtschaftslehre unterscheidet, sind wir nun also beim Kapital und seiner Allokation angelangt. Wir haben weiter oben festgestellt, dass angesichts der schockartigen Ausweitungen bei den realwirtschaftlichen Faktoren Land, Arbeit und Wissen der durch die Grosszügigkeit der Notenbanken herbeigeführte Zinsrückgang kaum zu inflationärem Druck geführt hat, und wir haben auch die Prognose gewagt, dass dem bis auf weiteres so sein wird, weil die realwirtschaftlichen Verschiebungen noch nicht vorbei sind.

Bei weitgehend konstant zu veranschlagendem künftigen Preisniveau, einem mithin konstant bleibenden Geldwert, kommt der Effizienz der Verteilung des Kapitals insofern besonders hohe Bedeutung zu, als keine störenden Zusatzfaktoren (wie etwa die Geldentwertung einen darstellt) die Renditeerwartungen für eine Investition verfälschen. Oder anders herum gesagt: Bei konstantem Geldwert und tief bleibenden, vermutlich aber nicht mehr viel weiter sinkenden Zinssätzen kommt es nur noch auf den zu erwartenden Erfolg eines Investments an. Wir beobachten zur Zeit sehr hohe Unterschiede in den Bewertungen der Aktien in-

nerhalb ein und derselben Indexgruppe. Die Jahresrendite des besten SMI-Titels betrug 1998 rund +66 Prozent, diejenige des schlechtesten -52 Prozent. Diese Tendenz zu recht extremen Bewertungsdifferenzen wird anhalten. Sie spricht für eine genügende Diversifikation der Anlagen und für einen genügend langen Anlagehorizont, da das richtige Picking und richtige Timing nur im Ausnahmefalle gelingen wird.

Verfälschungsfreie Bewertungen in einer sich bei allen Produktionsfaktoren drastisch verändernden Wirtschaft: Was wundert's, dass die Volatilitäten an den Märkten so hoch sind, dass also zwischen sehr positiver und sehr negativer Interpretation hin- und hergeschwankt wird? Wir müssen damit zu leben lernen. Bei allen Gefahren, die an den verschiedensten Ecken der Welt und ihrer Wirtschaft lauern: So richtig schwarz mögen wir ob des Aufbruchs zu immer neuen Horizonten nicht sehen. Im Gegenteil: Wo Produktionsfaktoren sich dermassen stark verändern, wird auch Mehrwert geschaffen. Und wo Mehrwert entsteht, gibt es auch positive Renditen.

KH, 18.1.99