

5. Juli 1999

## Neue Komplexitäten

### 1. Terrible complicateur

Letzte Woche konnten die Finanzmärkte die Leitzinserhöhung durch die amerikanische Notenbank feiern. Nach Bekanntgabe des Entscheids durch das Fed stieg der Dow Jones Industrial Index innert 15 Minuten um rund 145 Punkte; die Renditen der langfristigen Dollarobligationen sanken unter die Marke von 6 Prozent. Eine durch und durch interessante Art, auf eine Verknappung der Liquidität zu reagieren. Erklärungen sind, wie immer, selbstverständlich schnell zur Hand: Die Märkte seien nun eben erleichtert, dass „es“ (d.h. die Verschärfung der Geldpolitik) nicht schlimmer gekommen sei; das Fed habe nicht auf „restriktiv“, sondern lediglich auf „neutral“ geschaltet. Oder: Die Märkte hätten wieder Vertrauen geschöpft in die Fähigkeit der Notenbank, das Fine Tuning der boomenden US-Wirtschaft zu bewältigen; das Fed handelte „präventiv“, um einem Inflationsschub zuvorzukommen. Oder: Die Unsicherheit in den Märkten sei durch den Zinsentscheid weitgehend eliminiert worden; man wisse nun wieder, woran man sei.

All diese Erklärungsversuche tönen irgendwie einleuchtend und sind es bei näherem Hinsehen dennoch nicht. Denn sie beziehen sich bestenfalls auf die Symptome oder auf technische Faktoren. Woran es mangelt, ist der Einbezug des Gesamtzusammenhangs. Dieser zeichnet sich ja zum Beispiel dadurch aus, dass die amerikanische Wirtschaft nun schon seit 9 (neun!) Jahren zyklensfrei wächst. Oder dadurch, dass trotz dramatischem und nachhaltigem Rückgang der Arbeitslosigkeit kein wesentlicher Druck zu höheren Löhnen aufkommen mag. Oder auch dadurch, dass die (wie auch immer gemessenen und geschätzten) Kapazitäten auch bei höchstem Output der Wirtschaft offenbar nicht ausgeschöpft sind. Wie verhält sich eine Notenbank in einer solchen Situation *sui generis*?

Einer Situation also, die nie je zuvor gesehen worden ist? Und wie sollen die Märkte das Verhalten einer Notenbank beim Blinde-Kuh-Spielen bewerten? Sind Jubel oder gelegentlich auch wieder einmal Katerstimmung tatsächlich angebracht? – Uns scheint, dass etwas gar viele terribles simplificateurs am Werk sind.

Ähnlich in weltpolitischer Hinsicht. Vieles scheint so schön geordnet und damit einfach zu sein. Die bipolare Bedrohung hat sich im Nichts des einen Kontrahenten aufgelöst. Übriggeblieben ist noch eine einzige Supermacht, die mit ihren Abstandswaffen, wo immer auf der Erde erwünscht, für Ruhe, Ordnung und Frieden sorgen kann. Und die diese Kapazitäten selbstverständlich auch immer im Sinne des globalen Allgemeininteresses anwenden wird. Wie im Kosovo soeben vordemonstriert. Die Demokratie hat über eine postkommunistisch – mafios – nationalistische Tyrannis gesiegt. – Stimmt das wirklich? War es ein Sieg im umfassenden Sinne? Und wenn ja: Liegt in der Wahrnehmung einer weltpolitischen Machtstellung durch eine einzige Instanz, so demokratisch sie auch sein mag, nicht auch wieder eine Gefahr? Und stimmt das mit der demokratischen Motivation und Legitimation so voll und ganz? Löst nicht gerade der Gedanke an die vermeintliche Einfachheit und Klarheit der Situation neue Bedenken zusätzlicher Komplikationen aus?

Schliesslich geben auch die terribles simplificateurs in unserem Mikrokosmos des Anlagewesens zu denken. Kein Tag vergeht, ohne dass nicht Gewinnhoffnungen und –warungen zu massiven Kursgewinnen oder auch –verlusten bei Aktien führen würden. Und keine Woche vergeht, ohne dass nicht ein Chief Executive Officer die Finanzstruktur seiner Unternehmung so verändern würde, dass die von den Märkten als wichtig und richtig erachteten Kennzahlen in besserem Licht erscheinen. Was dann umgehend mit Kursanstiegen (von teilweise recht kurzfristi-

ger Natur) quittiert wird. Der Vorteil für den CFO und das übrige Management: Der mit dem „Erfolg“ verbundene Bonus ist alles andere als vorübergehend. – Als wenn es so einfach wäre, dass ein paar (vergangene) Gewinnzahlen oder ein kleines Set von Kennzahlen über das künftige unternehmerische Gedeihen bestimmen würden! Wir haben ein Jahrzehnt von Restrukturierungen hinter uns, die nebst allen wohltuenden und notwendigen Entkrustungen auch fürchterlich vereinfachende Kostensenkungsmassnahmen mit sich gebracht haben, im Zuge derer allzu oft nebst wertvollem Personal auch gleich noch die Kundschaft wegrationalisiert worden ist. Gegen Ende dieses Jahrhunderts zeichnet sich ab: So einfach ist das nun auch wieder nicht mit dem unternehmerischen Wirtschaften. Kosten sind nicht *per se* einfach nur schlecht und Margen *per se* einfach nur gut. Eine Unternehmung ist bei weitem komplexer, als es die simplifizierenden Modelle vorgeben. Wenn man beispielsweise von einer Knowledge-based Economy spricht (und das tun heute ja schon viele): Wie in aller Welt, wenn nicht durch namhafte Kosten, soll denn langfristig Knowledge aufgebaut und gesichert werden?

Wir behandeln in diesem Anlagekommentar weltwirtschaftliche und weltpolitische Fragestellungen sowie Grundsatzaspekte in Anlagebelangen unter dem Stichwort „neue Komplexitäten“. Damit ist zum vorherein auch klargestellt, dass im Rahmen dieser *Lagebeurteilung zur Mitte des Jahres* einfache Antworten keinesfalls zu erwarten sind, ja oft nicht einmal eindeutige. Dafür aber ehrliche.

## 2. Zinserhöhung im Nachvollzug

Die Leitzinserhöhung der amerikanischen Notenbank um 25 Basispunkte auf 5 Prozent fügt sich, wie oben bereits angetönt, in ein sehr erstaunliches makroökonomisches Bild ein. Das neunte rezessionsfreie Jahr der amerikanischen Wirtschaft bedeutet gleichzeitig den längsten Aufschwung einer Volkswirtschaft in diesem Jahrhundert. Der Wachstumspfad verlief zumeist in einer Bandbreite zwischen 2 und 4 Prozent (real) im Jahr; die letzten Zahlen ergeben eher eine Korrektur nach oben. Im gleichen Zeitraum, und das ist noch bemerkenswerter, sank die Inflationsrate kontinuierlich, um sich auf einem für amerikanische Verhältnisse tiefen Niveau von etwa 2 bis 3 Prozent einzupendeln. Es

wurde in diesem Zeitraum eine grosse Zahl neuer Stellen in völlig neuen Sektoren geschaffen. Die Arbeitslosenzahlen verringerten sich laufend und verharren momentan auf einem 30-Jahre-Tief. Jahr für Jahr wurde unter dem Eindruck dieser beinahe unglaublichen Entwicklung ein Ende des „Zyklus“ vorausgesagt, bis schliesslich auch den letzten Zyklikern klar wurde, dass es sich bei diesem Phänomen nicht um einen Zyklus handeln kann. Dass also das bekannte Muster Überhitzung – Versteifung der Geldpolitik/hohe Zinsen/inverse Zinskurve – Abkühlung/Rezession – Akkommodierung der Geldpolitik/tiefere Zinsen/steigende Zinskurve – Wirtschaftsaufschwung – Überhitzung etc. nicht spielt. Und dass das damit verbundene Auf und Ab der Börsen folglich auch nicht mitpendelt.

Wir haben in früheren Kommentaren verschiedentlich Erklärungen zu dieser sehr ausserordentlichen Abwesenheit „typischer“ Muster zu geben versucht. Das zeitliche Zusammentreffen produktivitätsfördernder Faktoren (Quantensprünge in der Technologie), arbeitsmarktentlastender demographischer Entwicklungen (dramatische Erweiterung der global verfügbaren work force) sowie interaktionsbeflügelnder Systeme (Kommunikationstechnologie, insbesondere mit Internet) führte zu einer Situation, in welcher der Kapitalstock ohne weiteres in extremer Weise ausgeweitet werden konnte (und musste), ohne dass deshalb ein Geldüberhang und damit ein Inflationspotential resultiert hätte. Wir verglichen die letzten Jahre dieses Jahrhunderts mit der Gründerzeit, als die Dampfmaschine die Produktivität dramatisch erhöhte und das neuerstellte Eisenbahnnetz dafür sorgte, dass der Austausch für die in völlig neuen Dimensionen anfallenden Güter darn auch funktionierte. Die Analogie ist zwar durchaus stimmig, aber doch sehr weit hergeholt, und dürfte deshalb nur beschränkt helfen, eine „richtige“ Geldpolitik zu formulieren.

Wissen wir denn, wie lange der Computer/Internet-Boom weitergeht? Wie weit die Produktivität im Dienstleistungsbereich zusätzlich noch zu steigern ist? Inwieweit die durch das Ende des bipolaren Systems hinzugekommenen Arbeitskräfte tatsächlich schon in den Weltwirtschaftsprozess eingeordnet sind? Bis zu welchem Grad Arbeitsplatz- oder Firmenmobilität in einem globalen Rahmen überhaupt spielen kann?

Wie weit E-Commerce schon fortgeschritten ist, bzw. wann auch diese Entwicklung den Kulminationspunkt erreicht hat? Fragen über Fragen.

Wir können deshalb nicht so recht glauben, die amerikanische Notenbank habe in vollem Wissen um alle relevanten Umstände gehandelt und im Bewusstsein aller wichtigen Tatsachen und Implikationen die Zinsen erhöht. Vielmehr gehen wir davon aus, dass bei allem Informationsvorsprung auch dort weitgehend „blackbox“ herrscht. Was tut man aber bei der Fortbewegung in einem verdunkelten Raum? Man vermeidet hastige Bewegungen und hält sich möglichst an Gegenstände oder Geländer, die einem einigermaßen bekannt sind.

Worin bestehen solche Orientierungspunkte? Schon im dramatischen Zinsjahr 1994 konnte gezeigt werden, dass die damaligen Leitzinserhöhungen regelmässig den Bewegungen der Obligationenmärkte folgten. Wir prägten damals das Dictum „Die Bondmärkte regieren die Welt“. Die Zinserhöhung von Ende Juni 99 folgt im wesentlichen genau diesem Muster. Und nicht nur das: Auch die Leitzinssenkungen während der Finanzmarktkrise des letzten Jahres entsprachen im Grunde genommen nur einem Nachvollzug dessen, was die Obligationenmärkte vorgegeben hatten. Man erinnere sich an die damaligen Renditen von 4,9 Prozent im langfristigen Bereich.

In diesem Lichte kann die Erleichterung der Märkte über den jüngsten Zinsentscheid durchaus verstanden werden: Die Notenbank nämlich als Mitspielerin, nicht als alleinige Dirigentin, in einem System von checks and balances. Und als solches Element hat sie sich richtig, d.h. systemkonform, verhalten. Nicht mehr und nicht weniger.

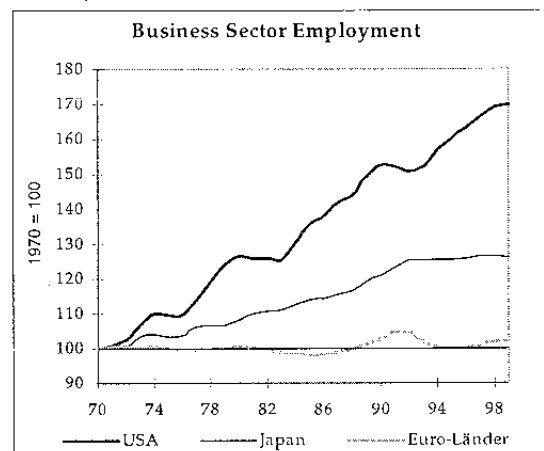
Das sind gute Nachrichten für die Wirtschaft und für den Anleger. Die Finanzmärkte funktionieren besser, als es die meisten Leute denken. Und vor allem, sie funktionieren mit bei weitem weniger absichtsvollen Eingriffen, bei weitem weniger „affirmative action“, als man gemeinhin annimmt. Die neue *Disziplin* der Notenbanken entspringt also nicht so sehr einem besonderen Willen, diszipliniert zu sein, sondern einer Notwendigkeit, da die Märkte alles andere desavouieren würden. Solches spricht auch für weiterhin moderate Inflationsraten, Wirtschaftswachstum und Sonderfaktoren hin oder her.

### 3. Wachstumskonvergenz: ein europäischer Wunschtraum

Folgt man den Prognosen der wichtigsten Wirtschaftsexperten dies- und jenseits des Atlantiks, dann wird allgemein und im Durchschnitt davon ausgegangen, dass sich die Wachstumsraten der drei Blöcke USA, Europa und Japan (inkl. der übrigen fernöstlichen Länder) im Verlaufe der nächsten Zeit angleichen werden. Die Konsensus-Prognose erwartet für nächstes Jahr etwa 2 ½ Prozent Wachstum für die USA und Europa; Japan dürfte gemäss dieser „Durchschnittsmeinung“ etwa 2001 soweit sein.

Die Argumentation ist einfach und zunächst auch einleuchtend. Für die USA wird angenommen, dass das zu einem Ende kommen muss, was ohnehin eigentlich nicht wahr sein darf, nämlich ein Wirtschaftsboom ohne Ende. Zudem sollte doch die restriktivere Notenbankpolitik zu greifen beginnen. In Europa herrscht demgegenüber das tiefste Zinsniveau aller Zeiten, und deshalb muss doch der Aufschwung irgendwann einmal kommen. Ausserdem profitieren die Europäer ja vom relativ schwachen Euro. Ähnliches müsste auch Geltung haben für den japanischen Raum. Rekordtiefe Zinsen und das sechste Stimulierungsprogramm in Folge müssten einfach einmal ihre Wirkung haben.

Wer so argumentiert, denkt zyklisch und keynesianisch. Gerade das Beispiel Japans, wo immerhin schon seit 5 Jahren nie mehr (langfristige) Zinsen von über 4 Prozent gesehen wurden, müsste doch eigentlich deutlich genug aufzeigen, dass tiefe Zinsen nicht hinreichend sind, um einen Aufschwung „herzustellen“. Auch fiskalpolitische Stimulierungsprogramme reichen nicht aus. Wenn die übrigen Bedingungen nicht stimmen, dann geht die Post trotzdem nicht ab.



Quelle: IMF, *World Economic Outlook*, Mai 1999

Die Voraussetzungen zwischen den Blöcken könnten eben unterschiedlicher nicht sein. Das sei an zwei Beispielen gezeigt. Im Gegensatz zu den USA, teilweise auch zu Japan, erzeugt der europäische Privatsektor seit Jahr und Tag per Saldo kaum mehr neue Stellen. Keine Regierung in Europa, welche nicht der Arbeitslosigkeit ihren Kampf angesagt hätte.

Der „Erfolg“ dieser Bemühungen ist geradezu tragisch, weil vermutlich just kontraproduktiv. Was nicht heisst, dass damit nicht Wahlen zu gewinnen sind.

Das zweite Beispiel, das erste vermutlich begründend, ist etwas schwieriger mit Zahlen zu dokumentieren. Europa verfügt, im Gegensatz zu den USA, geschweige denn zu den meisten Schwellenländern, über ein ausgeklügeltes, weitreichendes Pensionssystem. Das sieht auf den ersten Blick verheissungsvoll aus: Für die Alten ist gesorgt. Von Staates wegen, mit garantierten Renten. Das Problem liegt nur darin, dass die Finanzierung dieser Wohltaten keinesfalls sichergestellt ist. Ja, wie z.B. der italienische Staatshaushalt zeigt, sind die Versprechungen nicht einmal richtig verbucht (sonst hätte man ja die Maastricht-Kriterien nicht erreichen können...). Bei steigendem Anteil der Alten an der Bevölkerung wird dies zur strukturellen Bedrohung, die zweierlei bewirkt. Erstens haben offensichtlich nur wenige Lust, in Europa direkt zu investieren. Zu gross erscheint die Gefahr, dass bei ohnehin schon drückender Steuerlast in einer nächsten Phase die Sanierung des Rentensystems bezahlt werden muss. Von wem? Von denjenigen, bei welchen es etwas zu holen gibt. Von den erfolgreichen Unternehmern und Investoren zum Beispiel. Besser, man investiert in einer solchen Gegend gar nicht. Zweite Auswirkung: Verunsicherung bei der Bevölkerung, weil sie im Grunde genommen weiss, dass die Rechnung, auch wenn man sämtliche Erfolgreichen durch Steuern und Abgaben zu Kirchenmäusen macht, nicht aufgehen kann. Das mangelnde Vertrauen widerspiegelt sich in der schleppenden Binnenkonjunktur überaus deutlich.

Gibt es gewichtige Gründe, die für eine rasche Verbesserung dieser Situation sprechen würden? Wohl kaum. Unsere Prognose für ein gesundes, kräftiges und nachhaltiges Wachstum in Europa bleibt deshalb verhalten.

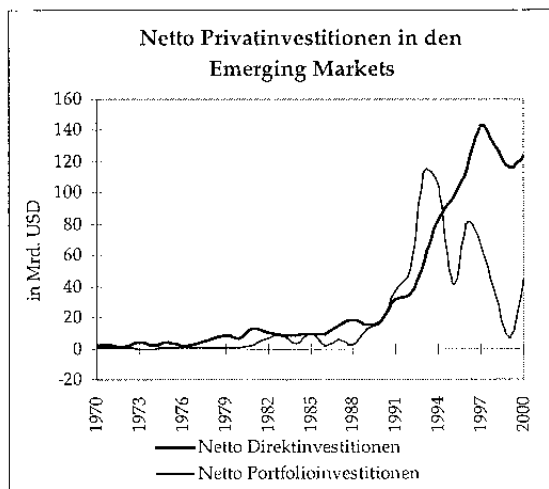
Kommt dazu, dass die 1997 so einträchtig erreichte europäische Konvergenz wieder auseinanderzudriften droht. Dies sowohl in Bezug auf die Wachstumsraten der einzelnen Volkswirtschaften wie auch in Bezug auf die Inflationsraten der einzelnen Länder. Noch ist die Situation nicht dramatisch, doch eines ist gewiss: Leichter wird die Aufgabe der Europäischen Zentralbank nicht! Und wenn gar der Ausgleich zwischen den Regionen im nicht-monetären Bereich, d.h. in der Politik, gesucht werden müsste, dann kann es leicht zu einer Zerreihsprobe kommen. Ein hohes Mass an *Disziplin* wäre notwendig.

#### 4. Emerging Markets: Es fliesst mehr Geld als angenommen

Die Finanzmärkte tauchten bekanntlich überraschend schnell aus der Finanzmarktkrise des letzten Jahres auf. Überraschend deshalb, weil die Krise in Bezug auf Ernsthaftigkeit und Gefährlichkeit kaum schlimmer hätte sein können. Der faktische Wegfall der vermeintlichen oder teilweise auch tatsächlich gewährten Garantien des IMF für Investitionen in Schwellenländer liess den Geldstrom in jene Richtung schlagartig versiegen, bzw. die Risikoprämien wurden drastisch erhöht. Zu Schaden kamen in erster Linie Banken und Investmentgesellschaften (bzw. die dahinterstehenden Anleger). Realwirtschaftlich hatte vor allem Japan den Ausfall vieler handelsmässig auf Nippon ausgerichteter Länder zu beklagen.

Dass die Finanzmärkte sich so rasch wieder erholen konnten, dürfte wohl am ehesten auf die sehr robuste wirtschaftliche Verfassung der USA und auf die grosszügige globale Liquiditätslage zurückzuführen sein. Dass aber die Schwellenländer als solche bereits heute wieder Finanzströme anzuziehen beginnen, bedarf einer genaueren Untersuchung. Wir haben in diesem Zusammenhang die Aufteilung der in die Schwellenländer gerichteten Ströme angeschaut und deren Aufteilung in direkte und in Portfolioinvestitionen analysiert. Unter einer Direktinvestition versteht man ein mit Eigentumsrechten und Führungsverantwortung verbundenes Engagement; darunter fällt also z.B. der Kauf einer Zementfabrik in Vietnam oder der Betrieb einer Lachsfarm in Patagonien. Portfolioinvestitionen sind demgegenüber verbrieft oder direktgehaltene Forderungsrechte gegenüber Privaten, Banken

oder Staaten, im wesentlichen natürlich die berühmten kurzfristigen Interbankgeschäfte.



Quelle: IMF, *World Economic Outlook*, May 1999

Das ist wahrhaft bemerkenswert: Die Direktinvestitionen in Schwellenländer sind im Verlaufe der Finanzmarktkrise 1998 gar nicht wesentlich gefallen. Im Gegenteil, seither wurde kräftig weiterinvestiert. Gewiss ist für die Konstanz mitverantwortlich, dass es teilweise nicht leicht oder gar unmöglich ist, zeitgerecht aus einem Direktinvestitions-Schema herauszukommen. Darüber hinaus und viel eher ist der Effekt aber den günstigen Kaufgelegenheiten zuzuschreiben und dem Umstand, dass wirkliche Investoren am Werk sind, die mit *Disziplin* eine Strategie auch dann durchhalten, wenn der Himmel sich einmal verdüstert.

Es lohnt sich, die Daten detailliert zu studieren, um die Größenordnungen, die da im Spiele sind, zu ermessen, und um zu sehen, wohin die professionellen Direktinvestoren ihre Mittel tatsächlich fließen lassen. Der seit 1990 zu verzeichnende steile Anstieg der Beträge lässt darauf schliessen, dass es sich nicht um ein Strohfeuer handeln kann. Vielmehr müssten die Zahlen zu denken geben, wenn man weiss, dass unser europäischer Kontinent kaum mehr Direktinvestitionen anzuziehen in der Lage ist...

### 5. Sieg mit Fragezeichen

Ein zweites grosses Thema, das uns unter dem Titel „Neue Komplexitäten“ beschäftigen muss, ist die sicherheitspolitische Situation nach Beendigung des Kosovo-Krieges. Ist die Welt mit der Erledigung dieses Konflikts sicherer geworden? Wenn nein, welche Folgerungen sind zu ziehen in Bezug auf die Beurteilung der verschiedenen Weltregionen?

Auf den ersten Blick mag es ja durchaus scheinen, dass nun auch auf dem Balkan, wie vorher in der Golfregion, der zivilisierte und demokratische Westen über die Barbarei triumphiert hat. Die moderne Bewaffnung hat sich einmal mehr sehr bewährt; insbesondere ist es ja gelungen, den Krieg ohne Blutvergiessen (auf der einen Seite) zu beendigen. Ausserdem hat sich die Interessengemeinschaft Europas überraschend kohärent und diszipliniert gezeigt, und im übrigen

### Emerging Markets : Netto Privatinvestitionen (in Mrd. USD)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<b>Gesamt</b>										
Direktinv.	31.3	35.5	56.8	82.7	97	115.9	142.7	131	116.7	123.3
Portfolioinv.	36.9	51.1	113.6	105.6	41.2	80.8	66.8	36.7	8.0	44.2
<b>Afrika</b>										
Direktinv.	2.0	1.7	1.9	3.4	4.2	5.5	7.6	6.8	8.0	8.3
Portfolioinv.	-1.5	-0.6	1.0	0.8	1.5	-0.2	2.9	3.5	1.0	2.1
<b>Asien Krisenländer</b>										
Direktinv.	6.1	6.3	6.7	6.5	8.7	9.5	12.1	4.9	8.6	8.3
Portfolioinv.	3.4	5.3	16.5	8.3	17	20.0	12.6	-6.5	-3.3	5.9
<b>Andere Asien</b>										
Direktinv.	8.3	8.5	26.3	38.7	41.1	45.6	50.5	45.1	32.2	37.8
Portfolioinv.	-2.0	2.6	4.5	1.1	-6.1	-7.5	-11.8	-8.8	-13.3	-8.3
<b>Mittlerer Osten</b>										
Direktinv.	1.2	0.9	3.9	3.8	3.7	2.4	3.3	2.9	4.5	5.9
Portfolioinv.	22.3	13.5	21.8	13.6	9.4	4.1	4.3	8.8	8.0	10.4
<b>Lateinamerika</b>										
Direktinv.	11.3	13.9	12.0	24.9	26.1	39.3	50.7	54.0	45.6	43.7
Portfolioinv.	14.7	30.3	61.1	60.8	1.7	40.0	39.7	33.0	2.1	23.2
<b>Transitionsländer</b>										
Direktinv.	2.4	4.2	6.0	5.4	13.4	13.5	18.5	17.4	17.8	19.2
Portfolioinv.	-	0.1	8.8	21.0	17.8	24.4	19.0	6.7	13.6	10.9

Quelle: IMF, *World Economic Outlook*, May 1999

haben sich auch die internationalen Sicherheitsnetze (NATO, UNO) bewährt.

Ja, gewiss, davon trifft vieles zu. Und doch: Wenn es nur so einfach wäre! Denn leider stimmt es zunächst überhaupt nicht, dass der Konflikt beendet ist. Vielmehr stehen die Friedenstruppen vor der fast unlösbaren Aufgabe, die Vertriebenen in ihre frühere Heimat zurückzuführen, ohne dass es zu größeren und gefährlichen Racheakten an den Serben kommt. Es wird eine starke Hand und eiserne *Disziplin* brauchen, um Vorwänden zu erneuten Übergriffen von beiden Seiten zuvorzukommen.

Die Situation nach Kosovo erweist sich aber auch aus anderen Gründen als viel komplexer. Für die Weltsicherheit von grosser Bedeutung erscheint uns die Tatsache, dass die UNO im Grunde genommen nicht funktioniert hat. Denn die „ex-post-Legitimation“ der NATO-Intervention kann ja kaum als taugliches Rezept für ähnliche Auseinandersetzungen in der Zukunft gelten. Die USA haben klar deklariert, dass sie sich auch künftig das Recht herausnehmen werden, irgendwo zu intervenieren, wenn das die Sicherheit Amerikas verlangt, auch wenn darüber kein Konsens im Sicherheitsrat gefunden werden kann. Die Problematik dieser Position liegt zum einen im Anreiz zur Kanonenboot-Politik anderer zu Interventionen fähiger Staaten und Staatengruppen. Legitimationsgründe sind in der Geschichte noch immer allzu leicht gefunden worden. Zum ändern steht ja auch die Legitimation der USA nicht ausser jeden Zweifels. So sehr man sie aus übergeordneten Gründen im Falle Serbiens bejahen mag, so wenig kann man sie beispielsweise im sog. „Drogenkrieg“ nachvollziehen.

Der frühere israelische Ministerpräsident Peres hat kürzlich in einem Referat die Ansicht vertreten, Demokratien könnten künftig keine Kriege mehr führen. Dies, weil sie wegen der Rolle der Medien die mit Kriegführung zwangsweise verbundenen Opfer nicht ertragen könnten. Im Kosovo-Konflikt wurde der Krieg „auf Distanz“, also ausserhalb der Reichweite gegnerischer Waffensysteme, geführt. Der Erfolg spricht auf den ersten Blick für sich. Weniger bekannt ist aber, dass einerseits der NATO gegen Ende des Konflikts langsam aber sicher die Abstandswaffen ausgingen, und dass andererseits die Wirkung im Ziel bei den militärischen Objekten eher beschränkt war. Eine Intervention am Boden

wäre angesichts der Stärke Serbiens im konventionellen Bereich kaum durchführbar gewesen. In diesem Sinne kam der Waffenstillstand für die NATO gerade noch rechtzeitig. Lange wäre die „remote warfare“ mangels Waffen nicht mehr durchzuhalten gewesen.

Es zeigt sich also, dass die Kapazitäten selbst eines ausserordentlich hochgerüsteten Militärbündnisses bald einmal erschöpft sind, wenn man es bei der Kriegführung auf Distanz bewenden lassen muss. Ein zweiter Kriegsschauplatz wäre für die USA in diesem Stile nicht zu bewältigen, ja, man muss davon ausgehen, dass die Arsenale für Abstandswaffen für geraume Zeit ausgeschossen sind.

Diese Einsicht bereitet Sorgen. Entweder folgt man den Überlegungen Peres' und leitet dann ab, dass grösste Anstrengungen nicht nur der Amerikaner, sondern auch ihrer Verbündeten, darauf auszurichten sind, sämtliche Möglichkeiten der „remote warfare“ auszuschöpfen und das diesbezügliche Potential zu erhöhen. Die Kapazität zur Bewältigung mehrerer Schauplätze über längere Zeit ist jedenfalls die Voraussetzung zur Wahrnehmung der Rolle des Weltpolizisten, wenn sie glaubwürdig sein soll. Das erfordert *Disziplin* in Bezug auf Rüstungsfragen. Was ganz schlecht, aber deshalb nicht völlig undenkbar wäre: Dass in Ermangelung von genügend Waffensystemen der industrialisierte Westen dereinst zur ultima ratio der „remote warfare“ greifen müsste, zur Atomwaffe. Krisenherde wie der Kaschmir oder Nordkorea lassen da sehr unangenehme Vorahnungen aufkommen.

Oder Peres hätte doch nicht recht. Demokratien wären trotz allem zur konventionellen Kriegführung fähig. Ohne wirkliche Legitimierung durch eine geschlossene internationale Staatengemeinschaft sind opferreiche Aktionen aber völlig abwegig. Immense völkerrechtliche Anstrengungen werden deshalb die ersten Jahre des nächsten Jahrtausends prägen müssen. Neue *Disziplin* in der Einhaltung staatsübergreifender Regeln ist notwendig. Selbst für die einzig noch übriggebliebene Supermacht, so verlockend und naheliegend der eine oder andere Übergriff kurzfristig auch aussähe.

## 6. Die Mehrdimensionalität von Unternehmungen

Auch der dritte grosse Themenkreis dieses Anlagekommentars steht unter dem Titel „neue Komplexitäten“. Zunächst ist einmal ganz naheliegend, dass eine Phase des steten Auf und Ab, wie wir es seit Jahresbeginn an der Schweizer Börse beobachten, und des Per-Saldo-Nullsummenspiels, dem sich der am Index orientierende Investor ausgesetzt sieht, zum Denken anregt. Denn nicht wahr: Gerade der Schweizer Aktienmarkt stand doch in den letzten zwei, drei Jahren stark unter dem Einfluss jener, denen die nackte Unternehmensrendite alles, die übrigen eine Unternehmung allenfalls auch noch beeinflussenden Faktoren nichts bedeutete.

Die Rede ist von den „Return-On-Equity“-Fetischisten. Unter dem ROE versteht man das Verhältnis zwischen dem während einer bestimmten Periode erwirtschafteten Gewinn und dem eingesetzten Eigenkapital. Gewiss war es befreiend, als sich zu Beginn der neunziger Jahre mehr und mehr die Einsicht breitmachte, dass Gewinn und nur Gewinn den Unternehmenszweck ausmacht. Denn allzu viele Ineffizienzen und versteckte Pfründe hatten sich im Laufe der Jahre hinter den hehren „übergeordneten“ Zielsetzungen vieler Schweizer Firmen verborgen. Der Ruf nach vermehrter und konsequenterer Ausrichtung auf den Unternehmensgewinn war dringend nötig.

An der Kennzahl des ROE lässt sich in der Tat sehr einfach die Gewinnsituation ablesen, namentlich für den Aktionär, dessen Kapitalhingabe ja den Nenner der Formel ausmacht. Je geringer sein Einsatz und je höher der erwirtschaftete Ertrag im Zähler, desto besser. Anhand des ROE lassen sich auch sehr einfach Erfolgsbeteiligungen des Managements ableiten. Was für den Aktionär gut ist, das sollte auch dem Management wohlbekommen, und, schwupps, ist das Principal-Agent-Problem (der Interessengegensatz zwischen Kapitalgeber und Unternehmensleitung) gelöst. Was an (immer blödsinnigeren) Bonuszahlungen in den letzten Jahren die Seite wechselte, lässt sich in aller Regel auf das ROE-Konzept zurückführen.

Das grosse Problem dieses Konzepts liegt nun aber darin, dass es die Fristigkeit jeglichen unternehmerischen Wirkens fast oder überhaupt nicht berücksichtigt. Nichts ist einfacher, als in einem bestimmten Jahre X

einen wunderbaren ROE zu erzielen. Kosten senken, Gewinn maximieren (vielleicht gibt es sogar ein paar stille Reserven aufzulösen – wie segensreich sind doch solche ausserordentlichen Erträge!), Eigenkapital reduzieren – und schon ist man am Ziel. Dass man mit den Kostensenkungsmassnahmen unter Umständen wertvolles Personal und damit auch Kunden verloren hat, dass man über die Gewinnmaximierung möglicherweise die eigene Marktstellung und das Ansehen seiner Marke gefährdet hat und dass man infolge der Reduktion der Eigenmittelbasis die Fremdfinanzierung in vielleicht gefährliche Ausmasse hat anschwellen lassen, kümmert bei der Ausrichtung auf den ROE nicht. Es werden mit anderen Worten Anreize geschaffen, die langfristig gefährlich sind.

Aus dieser Sicht ist denn auch verständlich, dass immer wieder das Shareholder-Value-Prinzip angegriffen wird, denn durch dessen Gleichsetzung mit dem ROE verliert es tatsächlich an Berechtigung. Erst die Einführung von Komponenten, die ein langfristiges Kalkül ebenso berücksichtigen wie die kurzfristige Befindlichkeit einer Firma, kann zu richtigeren Resultaten führen.

Es existieren durchaus Kennzahlen, welche die Gesundheit einer Unternehmung zur Bewältigung längerfristiger Herausforderungen wiedergeben. Mit der Berücksichtigung beispielsweise des Verschuldungsgrads kann beurteilt werden, inwieweit auch allfällige Fehlentwicklungen absorbiert werden könnten. Mit dem Einbezug von Informationen über die effektive Wertschöpfung der Firma lässt sich die Frage beantworten, ob es sich gesamthaft gesehen überhaupt lohnt, ein derartiges Geschäft in derartiger Weise zu betreiben. Als Grundlage für diesen Wertschöpfungsgrad („Value Spread“) dient der Ertrag über dem ganzen betrieblich eingesetzten Kapital (Eigenkapital plus Fremdkapital), korrigiert um die gesamten durchschnittlichen Kapitalkosten. Gesundes Wachstum kann längerfristig nur diejenige Unternehmung erzielen, deren Value Spread positiv ist.

## 7. Tiefe Nominalzinsen – wichtigere Langfristigkeit!

Bei unseren Untersuchungen im Zusammenhang mit der Einführung eines zweiten Anlagefonds, der als Vorsorgevehikel sehr langfristige Aktienanlagen zum Zweck hat, haben wir ein kombiniertes Kennzahlenset

zur Bewertung einer grossen Anzahl internationaler Unternehmungen angewandt. Die Zusammenstellung der Kernzahlen erfolgte mit der Zielsetzung, auf langfristiges Wachstum ausgerichtete Firmen aufgrund ihrer finanziellen Verhältnisse zu erkennen und als Kandidaten für die Investitionstätigkeit des Fonds zu evaluieren. Die Anwendung verschiedener, miteinander nicht in direktem Zusammenhang stehender Messgrössen führt zwangsläufig zu einer mehrdimensionalen Struktur. Um dennoch zu eindeutigen Ergebnissen zu gelangen – am Ende muss man ja investieren oder man muss darauf verzichten – benutzen wir eine Art Rangliste der Kriterien, die uns unter dem Gesichtspunkt langfristigen Wachstums als sinnvoll erscheint. Auf die Ergebnisse der Analyse wird noch in aller Ausführlichkeit zurückzukommen sein.

Soviel sei aber schon vorweggenommen: Es ist nicht so, dass die international tätigen Schweizer Unternehmungen unter langfristigen Wachstumsgesichtspunkten generell sehr positiv abschneiden. Im Gegenteil: Einige der erhaltenen Kennziffern geben zu Sorgen Anlass. *Cum grano salis* lässt sich ähnliches für viele europäische Firmen sagen, währenddem die angelsächsischen Unternehmungen mit Bezug auf ihre auf langfristiges Wachstum ausgerichtete Finanzstruktur überraschend positiv abschneiden.

Will heissen, dass die hierzulande gängige Vorstellung der Kurzfristig- und Kurzsichtigkeit der angelsächsischen Unternehmenskultur in geradezu unangenehmer Weise Lügen gestraft wird. Man kann sich nicht des Eindrucks erwehren, dass auf unserem Kontinent und in unserem Lande im Zuge der Restrukturierungswelle unternehmensinterne Anreize geschaffen wurden, die in der Umbruchphase zwar vielleicht Sinn machten, von denen nun aber raschestens Abschied genommen werden müsste. Gleich wie von den Machern unter den Unternehmensführern, deren einziges Verdienst in der Maximierung ihres Bonus mittels des ROE liegt. An ihre Stelle müssten Leute treten, die von längerfristiger Optimierung etwas verstehen und denen der Aufbau einer diesbezüglich unverzichtbaren Firmenkultur nicht fremd oder vorgestrichelt ist.

Denn eines ist klar und wurde im  
auch schon deutlich genug vertreten: In einem Umfeld tiefer Nominalzinsen, wie es der Welt durch den Techno-

logieschub und durch die erhöhte Effizienz der Finanzmärkte beschert wurde, zählen aus rein mathematischen Gründen die längerfristig anfallenden künftigen Cash-Flows in ihrer heutigen Bewertung bei weitem mehr als in Hochzinsphasen. Es lohnt sich m.a.W. auch unter dem Gesichtspunkt des Shareholder-Denkens, gewisse Investitionen ins Auge zu fassen, die unter reiner Kostensenkungsphilosophie dahinfallen müssten. Die Erledigung der diesbezüglichen Hausaufgaben steht noch bevor und erfordert vom Management ein hohes Mass an *Disziplin*, nicht zuletzt gegenüber eigenen Begehrlichkeiten.

---

Dem aufmerksamen Leser mag aufgefallen sein, dass in allen drei behandelten Themenkreisen als Schlüsselwort zur Bewältigung neu erkannter oder neu aufbrechender Komplexitäten der Begriff „Disziplin“ verwendet wurde. Es mag veraltet und vielleicht auch etwas gar moralinhaltig tönen, wenn gegen Ende des zwanzigsten Jahrhunderts, das uns schlussendlich so viel Pluralismus gebracht hat, ausgerechnet „Disziplin“ als Lebensweisheit gepredigt wird. Nur: In einer Welt, in der bald einmal fast alles möglich ist, einer Welt, die zu hastigem Hin und Her, zu schneller Abfolge von billigsten Transaktionen über Internet - Handel nur so einlädt, einer Welt, die alles daran setzt, den Gesichtshorizont noch weiter zu verkürzen, da sind auf Langfristigkeit ausgerichtete Rezepte überlebensnotwendig.

Das gilt für die Geldpolitik einer Notenbank genauso wie für sicherheitspolitische Überlegungen eines einzelnen Staates oder einer Staatengruppe wie für die verantwortungsvolle Tätigkeit von Wirtschaftsführern. Es gilt aber insbesondere *auch* für den Anleger, dem bald einmal nichts mehr im Wege stehen wird, seine Dispositionen auf minutlicher Basis zu ändern, wenn möglich mehrmals fählich. Wenn nicht Disziplin platzgreift, sind Verluste vorprogrammiert. Unser Haus wird deshalb, gerade unter dem Eindruck der sich dauernd verbessernden Transaktionsmöglichkeiten, der Beratung in wirklich strategischen Belangen noch viel mehr Gewicht einräumen.

KH, 5.7.99