

6. Dezember 1999

Keine Verschnaufpause!

1. Ein Hauch von Januar 2000

Es entspricht einem alten Traum der Menschheit, durch die Zeit segeln zu können, Zeit zu raffen oder zu dehnen, die Vergangenheit nochmals aufs neue – und anders! – ablaufen zu lassen, oder einfach ein wenig in der Zukunft spazieren gehen zu können. Leider, vielleicht auch glücklicherweise, bleibt es beim Traum. Nicht auszudenken, welchen Komplikationen die Menschheit zusätzlich ausgesetzt wäre, wenn ihr ein willkürliches Surfen durch die Dimension Zeit beschieden wäre. Ganze Berufsstände sähen sich in ihrer stolzen Selbstgerechtigkeit in Frage gestellt. Was wären etwa die Berichte einer Volcker- oder einer Bergier-Kommission wert, wenn nochmals zu erleben wäre, wie es damals wirklich, *wirklich!*, war? Stattdessen ist man aber auf Vorstellungskraft angewiesen, und diese scheint über die Zeit keineswegs linear, sondern mindestens quadratisch abzunehmen.

Aber auch wir Analysten und Prognostiker kämen in arge Schwierigkeiten, wenn uns der Ausflug in die Zukunft tatsächlich einmal gestattet wäre. Denn es lebt sich, seien wir ehrlich genug, eigentlich doch recht gut mit der nicht sonderlich spektakulären Fähigkeit, die Gegenwart in die Zukunft fortzuschreiben und möglichst wenig „Undenkbares“ ins Kalkül miteinzubeziehen. Das Publikum dankt es uns. Zu viel Vorstellungskraft kann ja auch unbequem sein.

Im ganz kleinen Masstab gibt es allerdings die Möglichkeit, ein wenig zukünftige Luft zu schnuppern. Die Finanzmärkte stellen sie zur Verfügung. In der *Vorwegnahme* allgemein erwarteter, zukünftig eintreffender oder entstehender Ereignisse liegt eines der reizvollsten und gleichzeitig am wenigsten verstandenen Phänomene, welche die Ökonomie zur Verfügung stellt. Unter dem Trommelfeuer der Hard- und Software-

Spezialisten hat sich die ganze Welt auf einen unsanften Übergang ins dritte Jahrtausend eingestellt. Apokalyptische Szenarien wurden uns vorgespielt. Das Versagen des Bancomaten am Neujahr 2000 gehört zu den harmloseren, der Unterbruch der Stromversorgung zu den bedrohlicheren Varianten. Was tut der Durchschnittsbürger vorbereitenderweise im Hinblick auf solche Geschehnisse? Er sorgt vor und beschafft sich genügend liquide Mittel, um notfalls „überleben“ zu können. Was tut die Unternehmens-, was tut die Bankenwelt im Hinblick auf ein Ereignis, das ein vorübergehendes Versiegen der Zahlungsströme bedeuten könnte? Man wird bis über die Ohren liquid. Und was tun die Notenbanken im Hinblick auf den Millenniumswechsel? Sie stellen dem Finanzsystem zusätzliche Liquidität zur Verfügung.

Da nun aber die ganze Welt weiss, dass ebendiese ganze Welt wegen des Y2K-Problems in hohem Masse liquid ist, liegt auch der Schluss nahe, die Liquidität dürfte in den ersten Monaten des nächsten Jahrtausends weniger kurzfristige, dafür renditereichere Anlagen suchen. Und weil diese Folgerung allgemein einsichtig ist, scheint auch naheliegender, dass diese „Flucht aus der Liquidität“ rasch einmal in einen kurssteigernden Kaufrausch ausmünden könnte. Weshalb soll man sich dann nicht bereits heute schon ein wenig eindecken – zwar zugegebenermassen zulaisten der sorgsam aufgebauten Liquidität – zumal ja nach neusten Einschätzungen das Millenniumsproblem doch nicht so grob daherkommen dürfte?

Die Vorwegnahme eines Januar-Rally's beherrschte in den letzten Wochen das Geschehen an den Finanzmärkten. Die Kursarbitrage über die Dimension Zeit könnte kaum anschaulicher dargestellt werden, denn nicht immer steht ein Jahrtausendwechsel zur Verfügung, um die Bedeutung der Erwartungsbildung und der von ihr ausgehenden Kräfte aufzuzeigen. So wirkt die

Mechanik der Antizipation ja durchaus ausgleichend. Denn was heute schon gestiegen ist, wird es im Januar nicht mehr tun. Es könnte also durchaus sein, dass heute das meiste des im Jahre 2000 offenbar so Guten bereits vorweggenommen ist. Wer deshalb bis zum Januar wartete, könnte zu spät gewesen sein. – Weshalb sich dann einmal mehr die alten Wahrheiten erhärten, dass sich übermässiges Abseitsstehen kaum je lohnt, dass „les absents toujours tort“ haben und dass man weder Zeit noch Stunde kennt... Selbst wenn die Glocken ein neues Jahrtausend einläuten.

2. 1999: ein verlorenes Jahr?

Trotz der beschriebenen und im Gang befindlichen Vorwegnahme des angeblich bevorstehenden Januar-2000-Rally's hat das zu Ende gehende Jahr den Anleger nicht gerade verwöhnt. Wer Obligationen als sogenannte sichere Anlage in seinem Portefeuille hatte, musste in den meisten wesentlichen Währungen deutliche Kursverluste hinnehmen, und nur allfällige Devisengewinne (z.B. bei Dollarbonds, falls man in Schweizerfranken oder in Euro rechnet) vermögen das Bild einigermaßen aufzuhellen. Wer in altbewährter Manier in Schweizer Blue Chips investiert war, hatte bis heute seine liebe Mühe, gesamthaft gesehen über das Kursniveau von anfangs Jahr zu gelangen. Ein ständiges und ziemlich ziellos erscheinendes Auf und Ab machte dem Kunden wie auch seinem Berater das Leben schwer. Wer den Mut hatte, auf einige wenige Werte zu setzen, ging 1999 ganz besonders grosse Risiken ein. So schön die Kursgewinne einiger „Überperformer“ (wie ABB, Cisco, Nokia) auch immer erscheinen mögen, so krass sind auch die Kursverluste von Aktien, die man in den vergangenen Jahren fast blind in eine Vermögensanlage einbauen konnte. Und wer dürfte denn ehrlicherweise schon behaupten, von DaimlerChrysler (- 20%), Philip Morris (- 50%) oder Zurich Allied (- 8%) noch nie etwas gehört zu haben? Geschweige denn, den einen oder den andern Titel im Depot zu haben und ihn mit Blick auf bessere Zeiten durchzuseuchen?

Selbst für Märkte, die von der Entwicklung bestimmter Indices her gesehen im Jahr 1999 „interessant“ waren, trifft die enorme Selektivität zu. Wenn man vom Nasdaq- oder vom Dow Jones-Index die grössten und schwerwichtigsten Kursgewinner subtrahiert,

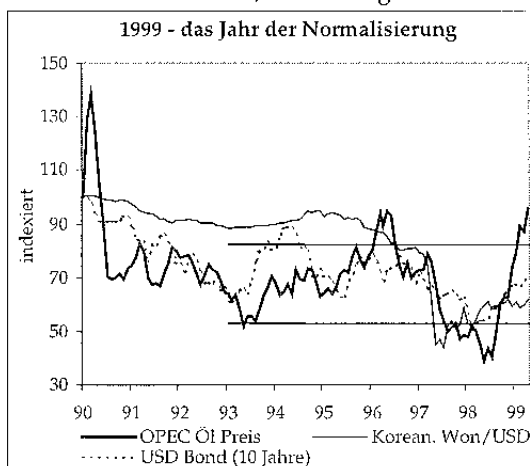
dann bleibt sehr wenig Rendite übrig (was bezüglich künftiger Entwicklung selbstverständlich in zweierlei, völlig gegenläufiger Art und Weise interpretiert werden kann: Entweder sind die einen wenigen Titel deutlich überbewertet, oder der ganze grosse Rest hat noch ein substantielles Aufholpotential... Vgl. dazu die gelbe Beilage „Anlagepolitik“, S.1). Wirkliche, ihrem Namen gerecht werdende Börsengewinne waren eigentlich nur in Fernost und in den meisten Emerging Markets zu erzielen; aber wer war schon tollkühn genug, nach einem Katastrophenjahr wie 1998 allein auf solche Märkte zu setzen? Es ist nicht von der Hand zu weisen: 1999 war für Kunden und Berater ein schwieriges Jahr. Stagnation kann noch mühseliger sein als eine herbe Verlustsituation, denn Ziellosigkeit ist nicht gefragt, wo Rendite die Regel und das Eintreffen von Risiko dann und wann die zu erwartende Ausnahme bilden sollten.

Dennoch erachten wir es als völlig verfehlt, von 1999 als einem „verlorenen Jahr“ zu sprechen. Dies einmal ganz einfach sozusagen in eigener Sache. Wir haben bekanntlich anfangs Jahr unseren Kunden empfohlen, in grossem Stil mittels strukturierter Produkte die damals vorherrschenden Marktverhältnisse auszunutzen und die damalige allgemeine Aufregung zu Prämiengeschäften zu instrumentalisieren. Das hat sich ausbezahlt. Nur wenige der weit über hundert strukturierten Produkte aus unserem Hause haben unter pari abgeschlossen; die allermeisten konnten Renditen von 10 Prozent und darüber generieren. Dies bei geringer oder mässiger Risikoaufnahme.

Aber auch ökonomisch gesehen war 1999 kein verlorenes Jahr. Wenn man sich noch erinnern mag, welche Vorgaben das Jahr 1998 geliefert hatte, dann wird man sich bewusst, welche enormen weltwirtschaftlichen Veränderungen im zu Ende gehenden Jahr bewältigt werden mussten. Im wesentlichen war ja die Finanzmarktkrise ein lautstarkes und gefährliches Bersten einer gewaltigen Kreditblase, die sich im Laufe der Jahre unter dem letztlich dann illusionären Schirm des Internationalen Währungsfonds gegenüber den Schwellenländern aufgebaut hatte. Mit der Zahlungsunfähigkeit Russlands wurde mit einem Mal klar, dass niemand in der Welt in der Lage ist, das gesamte Klumpenrisiko aller Schwellenländer abzudecken. Und es wurde auch plötzlich klar, dass ein solches

Garantie-Schema in keiner Weise wünschbar wäre, da es ja die Gläubiger der Welt dazu einladen würde, zu hohe Risiken einzugehen und da den Schuldern übermässige Finanzierungen zu viel zu billigen, weil nicht risikogerechten, Konditionen ermöglichen würde. Der Begriff des „Moral Hazard“ machte die Runde und umschreibt präzise das ordnungspolitische Problem, das durch unbedachte Garantiestellungen entstehen kann. (Wir kommen weiter unten bei der Besprechung des Falles Holzmann auf das Thema zurück. Die Fehler wiederholen sich leider immer wieder. Und oft früher, als man es für möglich halten würde.)

1999 war das Jahr der Normalisierung. Die Zinsen begannen sich von ihrem absolut absurden Tiefst anfangs Jahr auf ein dem Wachstum entsprechendes Niveau einzupendeln. Der Ölpreis stieg nach den Notverkäufen von 1998 auf ein Niveau, das den Zusammenhalt der OPEC gerade noch ermöglicht, und das es noch nicht rechtfertigt, neue Förder- und Raffineriekapazitäten aufzubauen. Die Direktinvestitionen in Schwellenländer nahmen stark zu und haben mittlerweile ein höheres Volumen als vor der 98er Krise erreicht. Die seit dem Spätsommer 1998 nun frei flottierenden Währungen von Ländern wie Korea, Thailand, Russland oder Brasilien haben sich, auf markant tieferem Niveau zwar, eindeutig stabilisiert.



Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Wir sprachen Ende 1998 von den Chancen, die sich aus der Krise im vorangegangenen Herbst ergeben könnten. Im Vordergrund stand für uns die Aussicht, dass von nun an und für geraume Zeit das internationale Kapital ohne Verfälschung durch irgendwelche (in ihrer letztlichen Wirkung illusionären) Agenturen zu dem Preis dorthin fließen wird, wo sich dieser Preis durch Renditeaus-

sichten auch rechtfertigt. Oder anders ausgedrückt: Wir sagten damals einen *Effizienzgewinn* für die internationalen Kapitalmärkte voraus. Er ist, im grossen und ganzen, eingetroffen. Die Bedeutung dieser Normalisierung kann gar nicht hoch genug eingeschätzt werden.

Wenn sich heute männiglich wundert, weshalb sich der Wiederaufschwung in den Schwellenländern so rasant eingestellt hat, dann ist der Grund sicherlich nicht in irgendwelchen besonders geglückten internationalen Stabilisierungs- und Stimulierungsprogrammen zu suchen, sondern just in der höheren Effizienz, mit welcher das Kapital nun das gesuchte Risiko-/Renditeprofil finden kann. Der weiteren Entwicklung kann man durchaus mit Vergnügen entgegensehen, vorausgesetzt, die internationale Staatengemeinschaft und deren Institutionen schaffen es, nicht aufs neue wieder Schemen einzuführen, welche letztlich zuviel Geld an zu unsichere Orte und in zu risikoreiche Projekte leiten.

3. Das 20. Jahrhundert: ein verlorenes Säkulum?

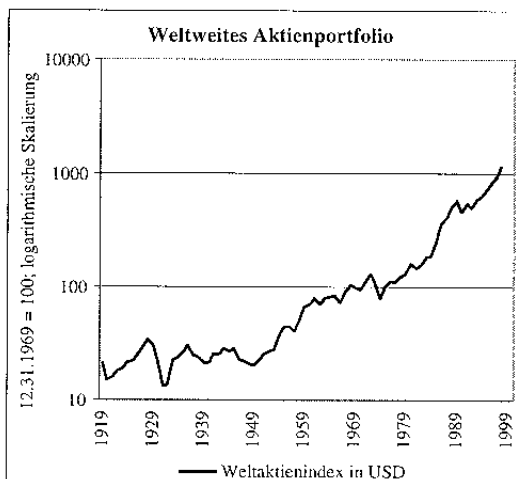
Am Ende eines Jahrtausends und mithin eines Jahrhunderts kommt man kaum umhin, die Rückschau ein wenig auszuweiten und nicht nur im vergehenden Jahr, sondern auch im Zeitraum zuvor Essentielles zu suchen. Weil uns ja die Spaziergänge in die Vergangenheit und in die Zukunft missgönnt sind und wir deshalb nur anhand einiger besonders deutlich zutage tretender Leitlinien eine einigermaßen taugliche Vorstellung über das Kommende aufzubauen imstande sind.

Der Blick auf das 20. Jahrhundert ist grundsätzlich *enorm trist*. Nie zuvor wurde so viel und so grausam Krieg geführt. Nie zuvor wurden ganze Völker systematisch ausgemerzt. Nie zuvor wurde mehr Leben, Land, Eigentum und Wohlfahrt für abstruse Ideen und Ideologien geopfert. Nie zuvor wurden Menschenmengen dermassen irregeführt. Kein Jahrhundert zuvor hat so vielen Individuen, Frauen, Männern, Kindern, soviel Leid zugefügt. Für Millionen und Abermillionen ist der Ausdruck „verlorenes Jahrhundert“ beinahe noch euphemistisch.

Ob diese Schattenseite vom anderen absolut faszinierenden technischen und wirtschaftlichen Aufschwung, den das Jahrhundert eben auch brachte, aufgewogen werden

kann, bleibe den Wertungen der Leserschaft anheimgestellt. Relativ wertfrei lässt sich aber sicherlich feststellen, dass beides, die kriegerische und zerstörerische Schattenseite wie die schöpferische Komponente eines immer rasanteren Aufschwungs, neben- und nacheinander auf ein- und demselben Planeten Platz fanden. Und ganz bemerkenswert ist, dass *es uns* angesichts des hundertfachen Total-Zerstörungspotentials der Nuklearwaffen überhaupt *noch gibt*. Die Feststellung ist keinesfalls trivial, denn sie lässt, als eine Leitlinie für die Zukunft, durchaus auch Hoffnung und Zuversicht zu: Offenbar gelingt es der Menschheit nicht, sich gänzlich kaputtzumachen oder sich total und definitiv irgendwelchen Geisteskranken zu unterwerfen. Bis jetzt hat immer wieder die Freiheit (im weitesten Sinne) Oberhand erhalten. Freiheit bedeutet - unter vielem anderem - auch wirtschaftliche Entfaltung und Tätigkeit.

Und so ist es denn eben auch bemerkenswert, dass trotz aller Kriege und Umstürze das freie Eigentum immer nur regionenweise, nie aber gänzlich untergegangen ist. Ein über die Welt diversifiziertes Portefeuille von Aktien weist eine positive Rendite auf, Zweiter Weltkrieg, Stalinismus, Koreakrieg, Kalter Krieg, Vietnamkrieg hin oder her. Gewiss, es gab Deilen und Durststrecken. Aber alles in allem hat die *freie Vermögensanlage besser überlebt* als ein grosser Teil der Menschheit. Das gilt es festzuhalten.



Quelle: www.globalfindata.com; eigene Darstellung

Eine zweite Leitlinie ergibt sich aus dem Umgang dieses Jahrhunderts mit dem Nationalen und Staatlichen. Das Europa um 1900 war noch geprägt von Kaiserreichen, König- und Fürstentümern, von stolzen *républiques* und bald einmal von brutalen Machtkomple-

xen verschiedenartiger Couleur. Aus Distanz gesehen handelte es sich bei den zwei grossen Kriegen und dem nachfolgenden Kalten Krieg um eine Kulmination, ein Aufbäumen des nationalen Gedankens, der nachher aber stetig und in zunehmendem Masse an Bedeutung verlieren sollte. Die moderne Technik lässt territoriale Grenzen immer mehr zu einem fragwürdigen Konzept werden. Haben Telefon, internationales Fernsehen und insbesondere das Faxgerät einen Koloss wie die Sowjetunion ins Wanken gebracht, so nagt nun das Internet an sämtlichen territorialen Strukturen. Ein Ende ist nicht abzusehen - es gibt keine Verschnaufpause.

In einem späteren Anlagekommentar wird auf die steuerlichen Folgen dieses Megatrends zurückzukommen sein. Soviel für heute: Steuern sind am territorialen Prinzip angeknüpfte Konzepte. Die Entwicklung vom Territorium weg und hin zu einer virtuellen Internationalität stellt die verbleibenden staatlichen (territorialen) Strukturen vor schwer lösbare Probleme. Es ist alles andere als sicher, ob sich daraus in den ersten Jahrzehnten des 21. Jahrhunderts nicht ein fiskalisches Aufbäumen ergibt. Denn den territorialen Strukturen droht die Zahlungsunfähigkeit. Raubzüge auf bisher einigermaßen verschonte Töpfe sind vorprogrammiert.

Der Bedeutungsschwund des Nationalen und Territorialen hat gegen Ende des 20. Jahrhunderts auch deutliche Spuren auf der *monetären* Seite hinterlassen. Kriegführung und die politisch motivierte Manipulation der Geldmenge sind Zwillingsgeschwister. Kaum eine Phase von namhafter Geldentwertung, die nicht irgendwie, das heisst zuvor, parallel oder darnach, mit einer kriegerischen Aktion verbunden gewesen wäre. Inflation lässt sich trefflich organisieren, wenn die betreffende Volkswirtschaft abgeschottet ist und wenn namentlich das Kapital nicht frei über die Grenzen flottieren darf. Inflation lässt sich trefflich begründen, wenn die sie generierende Politik „höhere Interessen“ geltend machen kann. Und das höchste der „höheren Interessen“ war in der Geschichte noch alleweil der vaterländische Krieg.

Wenn es einen Fortschritt in diesem sonst so dunklen Jahrhundert gibt, dann denjenigen, dass es der zivilisierten Welt zunehmend schwerfällt, Gründe zur Abschottung zu finden. So interpretieren wir den europäischen Zusammenschluss weniger als Resultat einer politischen Leistung denn als Folge

einer Entwicklung, die alles andere als absurd erscheinen liesse. Aber auch die unzähligen weiteren Zusammenschlüsse und Konventionen wie zum Beispiel gerade auch die World Trade Organization (WTO) laufen im Grunde genommen weitgehend auf einen Nachvollzug dessen hinaus, was aufgrund der technischen Entwicklung ohnehin unabwendbar ist. Free Trade gibt es nicht, weil irgendeine „böse“ Instanz ihn explizit will, sondern weil er im Sinne der Macht des Faktischen gar nicht mehr aufzuhalten ist.

4. Europa in der Transformation

Territorium und Macht wurden aber kaum je einmal kampflos preisgegeben. Dessen muss man sich bewusst sein, wenn man die oben beschriebene Entwicklung auf die einzelnen Weltwirtschaftsregionen anwendet. So ist Europa selbstverständlich noch sehr weit weg von einem Gebilde, in welchem das Politische und das Nationale den gebührenden Platz und verminderte Bedeutung hätten. Die beinahe reflexartige Reaktion der deutschen Bundesregierung auf die beiden Fälle Mannesmann und Holzmann veranschaulicht schulbuchmässig, wie schwierig und langwierig der Weg zu einem seinem Namen wirklich gerecht werdenden Binnenmarkt sein wird.

Der etwas seltsam aus Röhrenproduktion und Telefonie (und einigem anderen mehr) zusammengesetzte Mannesmann-Konzern sieht sich seit ein paar Wochen mit einem sogenannten feindlichen Übernahmever such durch die britische Telefongesellschaft Vodafone konfrontiert. (Wobei „feindlich“ in solchen Fällen immer eine etwas problematische Bezeichnung ist. Denn wirklich feindlich ist eine Übernahme eigentlich nur für das bestehende Management, meist aber keineswegs für den Aktionär und mithin Eigentümer des Zielobjekts!) Sicherlich ist nichts dagegen einzuwenden, wenn dieser weitere Mega-Merger kritisch untersucht wird. Und es wäre auch nichts dagegen einzuwenden, wenn man zum Schluss käme, dass die Transaktion in dieser Form keinen Sinn macht. Könnte ja sein, dass Röhren und Telefonie in ein und demselben Konzern eine ganz besonders sinnvolle Symbiose darstellen. Sowohl in Röhren wie auch in Telefone kann man auf der einen Seite hineinrufen, und dann tönt es auf der andern Seite heraus.

Aber nicht solche wirtschaftlichen Überlegungen wurden in die Diskussion geworfen, sondern es herrschte Entrüstung über die Möglichkeit *grenzüberschreitender* feindlicher Übernahmever suchte. Und sofort erschallte der Ruf nach einem EU-weiten Übernahmekodex, der letztlich ja wohl nichts anderes bezwecken kann, als solchen Transaktionen Hindernisse bürokratischer Art in den Weg zu legen. Hat man denn nun tatsächlich die Mühe, einen Binnenmarkt zu schaffen, auf sich genommen, dass beim ersten Mal, wo dieser Binnenmarkt ernsthaft zum Tragen kommen könnte, die nationalen und protektionistischen Reflexe Oberhand gewinnen? Ein Zeichen seitens der EU-Kommission, dass wenigstens diese unter Binnenmarkt etwas anderes versteht, wäre dringend gefragt.

Nicht viel besser der Fall Holzmann. Es handelt sich um ein klassisches Beispiel von „Moral Hazard“ (siehe oben S. 3). Da wird während Jahren ein einstmals stolzer und solider Baukonzern durch ein unfähiges und/oder auch noch ein wenig korruptes Management zugrunde gerichtet. Über Tiefstpreisangebote wird die (meist aus dem KMU-Bereich stammende) Konkurrenz systematisch ausgeschaltet, freilich mit der Konsequenz, dass nicht nur die Konkurrenz nicht mehr überleben kann, sondern dass man selber an die Grenze der Wirtschaftlichkeit stösst. Da man sich mit den Banken bzw. mit deren obersten Gremien bestens versteht, kann man das Spiel übermässig lange betreiben, bis dann die Zahlen dermassen aussichtslos erscheinen, dass nicht einmal mehr die verbündeten Banken helfen wollen oder können.

Worauf dann fröhlich zur aktiven Wirtschaftspolitik des Fiskus geschritten wird. Unter dem Vorwand, es müssten nicht nur Arbeitsplätze in fünfstelliger Höhe gerettet werden, sondern darüber hinaus auch noch ein Mehrfaches bei den Zulieferbetrieben, greift der Bundeskanzler höchstpersönlich (er will ja auch den politischen Applaus) zum altbewährten Mittel der Staatsgarantie. In der Folge geht man zur Tagesordnung über und tut so, als wäre nicht viel geschehen.

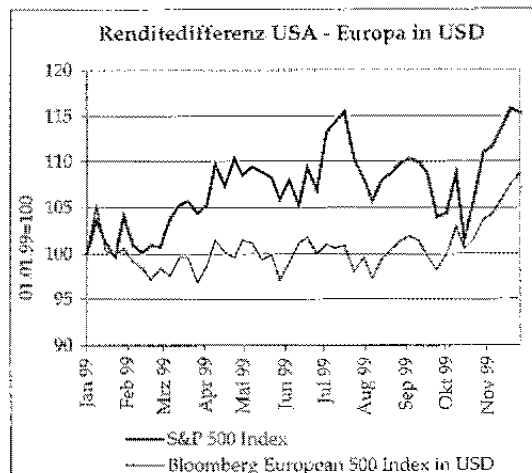
Dass man aber vorsätzlich ein Schema unterstützt, das zuvor Arbeitsplätze namentlich kleinerer und mittlerer Firmen zerstört hat, und dass man darnach daran geht, mit Steuermitteln, die man vermutlich genau diesen kleineren und mittleren Unternehmern zur

Tasche herausgezogen hat, den gefräßigen Moloch am Leben zu erhalten: Das ist Fiskalismus und Strukturhaltungspolitik der übelsten Sorte. Das ist „Moral Hazard“.

Es liegt auf der Hand, dass Europa just eine andersartige Medizin bräuchte. Noch sind die meisten wirtschaftlichen Strukturen, von ganz wenigen Ausnahmen im grossindustriellen Bereich, national geprägt. Noch mag wenig Kapital branchenmässig quer durch die EU-Mitgliedsländer fliessen. Noch ist die Mobilität innerhalb Europas gering (was auch nicht wundert, wenn man durch Entsenderichtlinien und „flankierende Massnahmen“ der Mobilität und damit der Liberalisierung des Arbeitsmarkts direkt entgegenwirken darf). Noch herrschen, namentlich in Deutschland, bis weit in die grösseren Betriebe hinein gewerbliche Organisationsformen vor, die nicht geeignet sind, genügend Risikokapital anzuziehen.

Eine Chance für einen echten, das heisst zu Produktivitätssteigerungen und Kapazitätsausweitungen führenden Aufschwung wird es auf unserem Kontinent nur geben, wenn das in den Fällen Mannesmann und Holzmann schlaglichtartig gezeigte unglückselige Zusammenwirken von Politik und Hochkapital (wenn man das so nennen darf) aufhört und an dessen Stelle eine sehr weitgehende Zurückhaltung für Interventionen tritt. Europa hat den Tatbeweis in dieser Richtung noch nicht erbracht. Kaum eine nationale Regierung, die nicht laufend der Sünde anheimfallen würde. Aber auch bei der gegenwärtig eingesetzten EU-Kommission ist man sich nicht so sicher, ob nicht interventionistische Gelüste letztlich vorherrschen. Der Eifer, mit dem sie eine sogenannte Steuerharmonisierung vorantreibt, lässt Ungutes erahnen. Hat man denn schon einmal von einer Steuerharmonisierung gehört, die nicht zuschlechterlezt auf eine Steuererhöhung hinauslief, also auf eine Angleichung der Staatsquoten nach oben?

Die Renditedifferenzen an den Aktienmärkten Europas und der USA wie auch die Währungsdifferenzen sind unseres Erachtens nicht ganz grundlos. Europa vermag noch nicht zu überzeugen. Potential allein genügt auf die Länge nicht; es müssen nun Tatbeweise folgen. Es gibt für unseren Kontinent *keine Verschmampfpause*. Im Gegenteil!



Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

5. Was ein freier Kapitalmarkt ausmachen kann

Es ist schon zu verstehen, dass angesichts der harten Fakten eines bei weitem gesünderen Wirtschaftswachstums, einer bei weitem lebhafteren Binnennachfrage, bei weitem höheren Renditen an den Aktienmärkten blanker Neid der Europäer gegenüber den Amerikanern aufkommen kann. Was denn, after all, ist denn drüben so viel besser?

Lassen wir uns mit denjenigen Dingen begnügen, die sicherlich *nicht* besser sind. Es gibt sie zuhauf. Angefangen bei den (letztlich ja gar nicht so unwichtigen) Gegenständen des Alltags. Die nach wie vor grobschlächtige Art, wie man drüben Automobile baut, vermag den Europäer, d.h. den an Eleganz gewohnten Italiener, den Wertbeständigkeit und einwandfreie Ausgestaltung aller Details liebenden Deutschen, den Robustheit und Sicherheit schätzenden Schweden nicht zu überzeugen. Der Mangel an Sinn für Design trifft nicht nur für Verkehrsvehikel zu, sondern erstreckt sich hin bis zur völligen Abwesenheit eines den Namen verdienenden Industriedesigns. Schon mancher europäische Maschinenhersteller ist über diesen immensen Mentalitätsunterschied gestolpert. Von Anbietern europäisch gestalteter Haushaltprodukte nicht zu sprechen: Weder lassen sich Armaturen noch einigermaßen energiesparende Kochherde noch europäische Kaffeemaschinen in Amerika absetzen. Und Duschmittel gibt's auch immer noch nicht. Man braucht Seife wie zu Zeiten der Mayflower.

Den Europäer frappt auch immer wieder der erhebliche Dienstleistungsunwillen, die vielfach anzutreffende Unfreundlichkeit und

die nicht minder erstaunliche Inkompetenz, die einem am Zoll, beim Besuch eines Bank-schalters oder widrigenfalls in einem öffentlichen Spital entgegenschwappen. Man mag dann nicht so recht glauben, dass in diesem Lande tatsächlich die Dienstleistungsbranche daran ist, Oberhand über die anderen Sektoren der Wirtschaft zu gewinnen.

Schliesslich blicken wir auch mit zunehmender Sorge auf die Entwicklungen im amerikanischen Rechtssystem, das für uns lange ein Vorbild der „Rule of Law“ war und das mehr und mehr in eine willkürliche Herrschaft der „Rule of Lawyers“ abzugleiten droht. Die Fehlleistungen der absurden Produkthaftpflichtregeln sind offensichtlich; der Missbrauch des Instruments der Sammelklage lähmt ganze Wirtschaftszweige; der Mix von politischer Korrektheit, „affirmative action“ und ubiquitärer Medienpräsenz beginnt bereits das bisher höchste amerikanische Vorrecht zu bedrohen, die Freiheit der Meinungsäusserung.

Für den Aussenstehenden ist offensichtlich, dass ein enormes Ausmass an *Doppelmoral* die amerikanische Gesellschaft und deren Institutionen beherrscht. Unter dem Titel der Entschädigung von Holocaust-Opfern stossen sich Anwaltskanzleien gesund und positionieren sich fragwürdige Politiker; unter dem Vorwand der Drogenbekämpfung wird einer der übelsten Kolonialkriege in Südamerika und anderswo geführt; im Eifer um immer mehr sogenannte Transparenz durchbrechen die Amerikaner sämtliche Schutzwälle der Privatsphäre. Da diese Segnungen amerikanischer *Doppelmoral* unter dem Regime der *pax americana* expansiv auf alle Welt Anwendung finden sollen, gewinnt erstmals ein Ausdruck an Bedeutung, der zu Zeiten seines häufigsten Gebrauchs kaum Berechtigung hatte: „Imperialismus“.

Fragt sich angesichts doch einiger für die Entfaltung einer freien Wirtschaft respektable Mühlschleifsteine, was denn nun den komparativen Vorteil Amerikas gegenüber den Europäern und dem Rest der Welt ausmacht. Die Antwort ist einfach: Es ist die Freiheit, mit der sich das Kapital bewegen kann, nicht mehr und nicht weniger. Die USA sind sehr nahe am idealtypischen Bild, wie wir es aus dem mikroökonomischen Lehrbuch kennen. Für jede spezifische Nachfrage nach Kapital gibt es ein passendes Angebot; die Preisfindung im Gleichgewicht von Angebot und Nachfrage findet täglich, stündlich, sekund-

lich an den äusserst effizienten Börsen und auf den ausserbörslichen Plattformen statt. Im Gegensatz zu Europa bereitet es jungen amerikanischen Firmen keinerlei Mühe, an Venture-Kapital zu gelangen. Der mühselige und oft aussichtslose, weil kafkaeske Gang zu den Banken im Ringen um Fremdkapital bleibt den Amerikanern erspart, bzw. er kann angetreten werden *nach* vorheriger Proviantierung durch Eigenkapital.

Zudem ist nichts in Amerika selbstverständlicher als die Desinvestition aus einem Venture, nachdem man es erfolgreich zur Blüte gebracht hat. Oder anders gesagt: Nicht nur die Investition ist sichergestellt, sondern vor allem auch deren Liquidierungsmöglichkeit. Daraus resultiert das Gegenteil zu den gewerblichen Strukturen Europas. Unternehmen wechseln in rascher Folge die Eigentümer, werden aufgebaut, werden fusioniert, werden liquidiert, und stets kann es weitergehen in immer neuen Formen. In Europa bleiben Generationen auch dann noch „im Geschäft“, wenn sie längstens das Handwerk verlernt und den Elan ihrer Grossväter verloren haben.

Die ungleiche Verteilung von Neugründungen und von neu geschaffenen Stellen zwischen Amerika und dem alten Kontinent spricht Bände. Ebenso die Differenz im Wirtschaftswachstum, das zudem in den USA viel weniger als in Europa in einen Inflationsschub ausmünden wird, weil die Produktivität laufend weiter steigt, weil den Sektoren mit drohenden Engpässen durch die hohe Kapitalmarkteffizienz rechtzeitig neues Geld für nächste Investitionen zufließt und weil damit immer wieder neue Kapazitäten geschaffen werden. In der Diskussion um das „New Paradigm“ der Wirtschaft, also um die These, es könne sich wegen des Technologieschubs vorläufig keine Inflation mehr einstellen, wird von befürwortender wie auch von gegnerischer Seite geflissentlich übersehen, dass nicht nur die Technologie einen Gewaltsschub erfahren hat und noch erfährt, sondern dass die Kapitalmärkte einen Effizienzschub erfahren haben, der Inflation als ziemlich sinnloses Konzept zur Wirtschaftssteuerung und -stimulierung erscheinen lässt.

6. Potential ist nicht alles

Der Wiederaufschwung in den Schwellenländern im Verlaufe dieses Jahres hat männiglich überrascht. Wir wiesen frühzeitig

(d.h. im Anlagekommentar Nr. 195 vom 5. Juli 1999) darauf hin, dass die Direktinvestitionen in die Schwellenländer erstaunlicherweise im Verlauf der Krise von 1998 kaum gelitten hatten, dass sogar im Gegenteil die durch den Währungszerfall sich ergebenden Chancen genutzt wurden, um Direktinvestitionen weiter auf- und auszubauen. Unsere Folgerung ging dahin, dass aus den Direktinvestitionen bald einmal auch eine Binnen- und Importnachfrage generiert würde. Das ist zwischenzeitlich in überaus hohem Masse eingetroffen, und entsprechend freundlich haben auch die Börsen in den meisten der betreffenden Länder tendiert.

So weit, so gut. Die Frage nach der Zukunft in diesem wichtigen Bereich der Welt muss uns aber nicht nur als exportfreudige Europäer beschäftigen, sondern auch als Investoren, die gerne der Diversifikationsidee ein wenig ernsthafter nachkommen würden. Das Problem liegt darin, dass zwischen Direkt- und Portfolioinvestitionen ein sehr markanter Unterschied besteht. Direktinvestitionen lassen dem Kapitalgeber aus dem industrialisierten Teil der Welt immer die Möglichkeit, auf Gedeih und allenfalls Verderb Einfluss zu nehmen. Die Portfolioinvestitionen, zu denen nebst Interbankgeschäften Kreditvergaben an ansässige Unternehmungen, aber auch direkte Aktienanlagen oder indirekte über Fondsgesellschaften gehören, landen letztlich immer in irgendeiner Form auf den lokalen Kapitalmärkten.

Deren Liquidität ist aber in kaum einem Fall gegeben. Insbesondere in angespannten Zeiten trocknen die Märkte rasch aus, und der Investor kann sich nur zu enormen Abschlägen seiner Investitionen entledigen. Marktliquidität ist eine schwer definierbare und eine kaum messbare Grösse, schon gar nicht kann sie so ohne weiteres generiert werden. Eine Vielzahl von Untersuchungen zum Thema läuft auf den tautologischen Schluss hinaus, dass dort die Marktverhältnisse liquid seien, wo eben Liquidität herrsche, oder anders gesagt: Liquidität könne man nicht einfach schaffen, sie entstehe vielmehr.

Wenn auch nicht als hinreichende, so aber doch als notwendige Bedingung für liquide Marktverhältnisse erscheint uns ein ausreichendes Mass an *Rechtsstaatlichkeit*. Wo nicht die berechtigte Aussicht besteht, dass Forderungen notfalls durchgesetzt und Eigentumsansprüche auch schnell und einfach geltend gemacht werden können, da besteht

kaum Aussicht darauf, dass sich je ein erfolgreicher Kapitalmarkt einrichten kann. Schon gar nicht zu denken an einen Markt für derivative Instrumente, die bezüglich Durchsetzungsfähigkeit und Gewissheit in der Anwendung des Rechts besonders empfindlich sind. Ohne Derivate bleibt aber die zeitliche Dimension für Investitionsentscheide unerschlossen.

Fazit: So vielversprechend phasenweise auch die Wirtschaftsentwicklung in Schwellenländern sein mag und so faszinierend das Potential erscheint, so problematisch ist die Stellung des Portfolioinvestors infolge zu meist mangelnder Rechtsstaatlichkeit und dürftiger Marktliquidität. Wenn wir in diese Regionen investieren wollen, setzen wir deshalb nach wie vor eher auf Unternehmungen aus der industrialisierten Welt, die dafür bekannt sind, ihre Direktinvestitionen besonders gekonnt zu führen. Auf diese Art laufen wir weniger Gefahr, auf einem lokalen Markt oder von einem der vielen Emerging-Marktspezialisten über den Tisch gezogen zu werden. Am Potential der Schwellenländer ist man alleweil beteiligt.

7. Herzliche Glückwünsche

Der letzte Anlagekommentar in diesem Jahrtausend darf nicht schliessen ohne einen herzlichen Glückwunsch an unsere verehrte Leserschaft und einen ebenso herzlichen Dank an unsere Kunden für das Vertrauen in die Tätigkeit einer Bank, die immerhin ein Viertel dieses zu Ende gehenden Jahrtausends mitgemacht hat. Wir haben mit dem vorliegenden Anlagekommentar aufzuzeigen versucht, wo die grossen Linien von Wirtschaft und Politik momentan etwa verlaufen und mit welchem reichen Proviant wir ins neue Jahrtausend starten können. Völlig illusionslos haben wir aber auch auf die Mühlsteine hingewiesen, die eigentlich jede Gegend der Welt belasten. Letztlich haben all die Mühlsteine, seien es europäische, amerikanische oder auch fernöstliche, mit der Frage zu tun, ob man dem Menschen endlich die Freiheit lässt, sich in Würde und Anstand zu entfalten. Es gibt keine Verschnaufpause in dieser Frage. Der Investor muss abwägen, wo er mit den diesbezüglichen Risiken leben kann und wo nicht. Dem Staatsbürger muss der Gedanke der Freiheit Verpflichtung bleiben. Es gibt sie nicht, die Verschnaufpause – auch nach dem 1.1.2000 nicht.

KH, 6.12. 1999