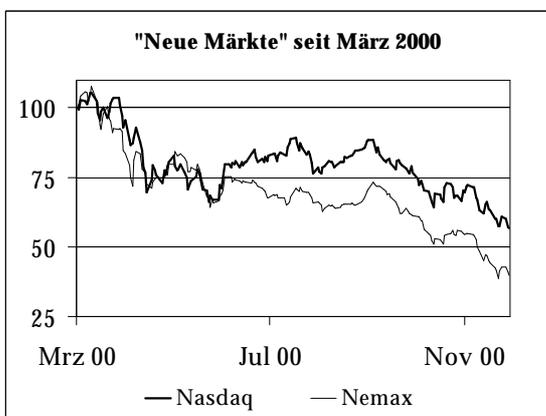


Führungslos, orientierungsarm

1. Das Jahr 2000: zwei zu eins

Es ist Zeit für Rückblicke. Und für zaghafte Versuche, ins nächste Jahr hinüberzublinzeln. Und, vielleicht, die noch fernere Zukunft zu erahnen.

Ein seltsames, ernüchterndes Jahr haben wir (beinahe) hinter uns gebracht. erinnert man sich noch an den beflügelnden Schwung, mit dem uns die vermiedene Millenniumskatastrophe in die ersten Monate hineinkatapultiert hatte? Es brauchte damals ja noch just diesen Sieg der ach so überlegenen Technologie über das selbstverschuldete Problemchen mit den zwei Nullen, um den Jubel über die sogenannte „New Economy“ vollends zum Überschwappen zu bringen. Bis in den Monat März wurde alles, was nur irgendwie und ein ganz klein wenig mit dot.com in Verbindung zu bringen war, ohne Ansehen des ökonomischen Gehalts mit Geld überhäuft. Ein Börsengang folgte dem andern, Aufschläge geradezu horrenden Ausmasses wurden über die Emissionspreise geschlagen, und jeder, der sich mit etwas Skepsis aus der Euphorie herausgehalten hatte, wurde mit Spott und Hohn bedacht.



Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Seither haben wesentliche Korrekturen stattgefunden. Der amerikanische Technologieindex Nasdaq liegt zur Stunde der Druckle-

gung dieses Kommentars bei minus 47 Prozent, der deutsche Neue Markt hat seit Top gar 66 Prozent eingebüsst. Im Klartext: Eine Halbierung der Vermögenswerte! Oder gar noch mehr. Das ist dramatisch, und der Begriff „Korrektur“ müsste eigentlich durch den einer sektoriellen „Baisse“ ersetzt werden. Vermeintliche Vermögen sind geschmolzen wie der Novemberschnee an der Sonne.

Korrekturen haben aber nicht nur in bestimmten Sektoren der Finanzmärkte stattgefunden. Ernüchterung heisst auch das Stichwort in politischen Belangen. Wohin man schaut, türmen sich Berge unlösbarer erscheinender Probleme auf, und Frustration herrscht, wo anfangs der neunziger Jahre noch Aufbruchstimmung geherrscht hatte. In Palästina und Israel ist die Camp David-Stimmung gründlich verfliegen, in Rumänien kommt ein Epigone Ceausescus an die Macht, der Mittlere Osten spielt mit dem Feuer noch höherer Erdölpreise, Saddam Hussein ist dem Vernehmen nach wieder am Auffüllen seiner Arsenale an B- und C-Waffen, die Proliferation hochpräzisen und gefährlichen Kriegsgeräts in jegliche Empfängerländer läuft nach wie vor auf Hochtouren, in Serbien meldet sich Milosevic wieder zu Wort, in Lateinamerika kriselt es von Argentinien über Peru bis nach Kolumbien und Venezuela. Und die Führungsmächte? Amerika, Europa?

Die derzeitige Lagebeurteilung fällt zwei zu eins aus. Ein Minuszeichen auf Seite der Politik und ein zweites Minuszeichen auf Seite technologielastriger Aktienindizes bzw. im Hinblick auf den Umgang der Finanzmärkte mit den Entwicklungssprüngen bei den Technologien.

Ein Pluszeichen bleibt. Ein gewichtiges. Nämlich das beinahe reibungslose Funktionieren der Kapitalmärkte. Die Zinssituation in den Hauptwährungen Dollar, Euro, Pfund und Schweizer Franken ist vertrauenswürdig. Keine der Notenbanken schickt sich an,

mit Inflation das System zu kontaminieren. Der Wert solcherart Stabilität kann gar nicht überschätzt werden.

Der vorliegende Kommentar versucht, die drei genannten und mit sehr unterschiedlichen Vorzeichen versehenen Elemente der internationalen Politik, der Situation an den Aktienmärkten und insbesondere in den Sektoren der „New Economy“ sowie das Element der geldpolitischen Situation im Sinne einer Lageanalyse am Ende eines interessanten und herausfordernden Jahres aufzubereiten. Das Ziel ist, Leitplanken für den wahren Übergang ins dritte Jahrtausend und darüber hinaus als Orientierungshilfe an den Rand eines Weges zu montieren, dessen genauer Verlauf mehr denn je weitgehend offen ist.

2. Das unvermeidliche Thema

Man mag beinahe nicht mehr hinschauen, wenn in den Zeitungsspalten Mal über Mal zu lesen ist, dass in den USA weitere Klagen über die Berücksichtigung oder Vernachlässigung offenbar immer noch nicht gezählter Stimmen in Florida hängig gemacht werden. Ein Trauerspiel ohne Ende und bei Europäern weitgehend auf Unverständnis stossend, insbesondere der Umstand, dass in dieser „Nation of Litigation“ offenbar alles, aber auch wirklich alles, vor den Gerichten enden muss.

Zunächst gilt es einmal festzuhalten, dass die ganze Angelegenheit ein *Menetekel* für jene sein sollte, die an die Beherrschbarkeit der Welt durch totale Datentransparenz geglaubt haben. Gerade in den USA grassiert ja die Vorstellung, dass die unter Preisgabe jeglichen Schutzes der Privatsphäre gewonnenen Daten in angehäufter Weise eine taugliche Grundlage für „social engineering“ modernen Zuschnitts ergeben. Die calvinistische Tradition der Sozialkontrolle wird auf diese Weise kombiniert mit den Mitteln der modernen Datenverarbeitung und erhält durch das grobe Geschütz geballter Medienmacht eine Potenz ungeahnten Ausmasses. Nur dem unkritischen Beobachter entgeht das faschistoide Element einer solchen Gesellschaftsauffassung, was aber nicht bedeutet, dass sie nicht unter dem Beifall der Medien weltweit Verbreitung fände. Denn wo Datentransparenz alles ist und individuelle Freiheit und Verantwortung jeglichem gesellschaftlichen Interesse untergeordnet wird, da gibt es so herrlich viele Betroffene und so

wunderbar viele Täter. Mit ihnen kann man jene Stories konstruieren und aufbauschen, die man für den täglichen Verkauf so dringend braucht.

Nur: Zählen müsste man können. Der Ritt durch das Wohnzimmer der Bürger produziert nämlich Daten in Unmengen. Amerikanische Banken müssen heute jegliche Kundentransaktionen über 10'000 Dollar an eine Aufsichtsbehörde melden, die dann – zählenderweise, würde man annehmen – aus dem täglichen Datenwust Verdächtiges herausfiltriert. Welche Illusion, auf diese penetrant erbsenzählerische Weise dem Problem von Kriminalität und Geldwäscherei Herr zu werden! Man weiss heute, dass trotz (oder wegen?) solcher Massnahmen die USA als Paradies für Geldwäscherei gelten. Im Zentrum scheint gemäss Untersuchungen des amerikanischen General Accounting Office (GAO) das Vorzeigeeinstitut Citibank zu stehen.

Was hat das mit den vermasselten Präsidentenwahlen zu tun? Nichts und gleichzeitig sehr viel. Amerika strotzt nur so von zahlenmässigen Erhebungen irgendwelcher Art, aus denen dann alle erdenklichen Rückschlüsse gezogen werden können. Diese Total Transparency kann aber offenbar durch ihre immanente Übertreibung zu einem Zustand führen, in welchem die Beherrschbarkeit in ihr Gegenteil umschlägt. Und genau das beobachten wir jetzt anhand der Nichtwahl von Bush oder Gore. Kein Land mit mehr und präziseren Umfrageergebnissen. Kein Land mit früheren und scheinbar zielgenaueren Hochrechnungen. Und kein Land, das am Ende dann doch keinen Präsidenten hat, weil falsch oder ungenau oder gar nicht gezählt wurde.

Durch Palm Beach wurde der Ideologie der Beherrschbarkeit ein Schlag versetzt. Ob es bereits das Waterloo war, wird sich weisen müssen.

3. Vakuum von mehreren Jahren?

So, wie sich die Situation heute präsentiert, muss man davon ausgehen, dass Unsicherheit noch lange die amerikanische Szene beherrschen wird. Denn falls Gore, zur Zeit der Drucklegung eher wider alles Erwarten, mit seinen Klagen doch noch obsiegen würde und ihm zugebilligte Nachzählungen eine Mehrheit der Wählerstimmen von Florida ergäben, dann hätte er einen denkbar schlechten Start als Präsident und mit Si-

cherheit eine zu allem entschlossene republikanische Mehrheit im Kongress gegen sich. „Cohabitation à l'américaine“ hat in der Vergangenheit zwar meistens funktioniert, aber nur, weil sich zwischen den Wahlterminen die Gegensätze zwischen den beiden grossen Parteien in Sachfragen vermischten und weil Abstimmungen gegen Vorlagen des Präsidenten oder seiner Regierung nicht automatisch in die Vertrauensfrage münden wie in parlamentarischen Systemen.

Gore hätte den Kongress gegen sich und einen Teil des Volkes und der einzelnen Staaten; das Kainsmal der erzwungenen Wahl würde ihm noch lange anhaften. Nicht viel besser sähe es aber auch für Bush aus. Denn auch er würde mit dem Kainsmal formell zwar vielleicht korrekter, aber irgendwie doch fragwürdiger Wahlergebnisse leben müssen. Was aber noch viel schlimmer wäre und gleichzeitig alles andere als unwahrscheinlich, ist die Aussicht, dass nach seiner Wahl zum Präsidenten nach und nach Umstände über die wahren Gegebenheiten in Florida zum Vorschein kommen könnten. Was hat wohl Frau Innenministerin Harris mit Herrn Jeb Bush, Bruder von George W., alles am Telefon besprochen? Und worüber haben George W. und Jeb gesprochen? Und wer kann glauben, dass deren Telefonate nicht irgendwie abgehört und/oder aufgezeichnet werden?

Die Konstellation in Florida ruft nach nachträglichen Untersuchungen und macht unappetitliche Enthüllungen im ersten Jahr einer Präsidentschaft von Bush in hohem Masse wahrscheinlich. Bush wollte als frische Kraft vom fernen Texas die Machtkartelle in Washington ausräumen. Just diese Kreise, wohlversehen mit der geballten Kraft der New Yorker Anwaltsindustrie und der Mehrheit der Medien, werden sich gegen ihn erheben. Auch nur die kleinste Unregelmässigkeit wird ein Impeachment-Verfahren zu einem sehr denkbaren Szenario machen. Liegt auch auf der Hand, wer davon am meisten profitieren würde. Clinton. Nicht Bill, sondern Hillary. Die Wahrscheinlichkeit, dass sie die nächste und zugleich erste Präsidentin der USA wird, steigt mit einer Präsidentschaft Bush enorm.

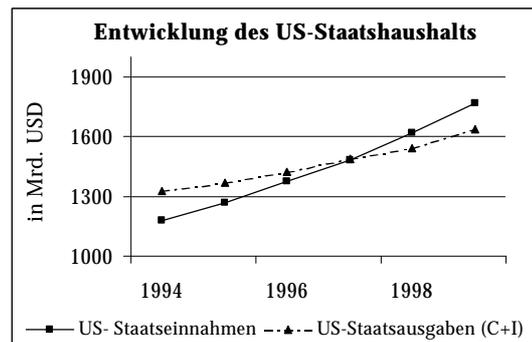
Man kann es drehen und wenden, wie man will: Es sieht nicht danach aus, als würde die amerikanische Innenpolitik in den nächsten Monaten, ja möglicherweise Jahren, einen Beitrag zu günstigen Rahmenbedingungen

liefern. Weder für die Weltpolitik noch für die Weltmärkte.

4. Ein Nullentscheid zwischen Welten?

Das amerikanische Volk konnte sich offensichtlich nicht entscheiden. Man sagte, die Unterschiede zwischen den beiden Kandidaten Bush und Gore seien so gering gewesen, dass ein solches Resultat erwartet werden musste. Wir sind uns bezüglich Belanglosigkeit der Unterschiede allerdings nicht so sicher. Vielmehr können wir uns des Eindrucks nicht erwehren, dass die so rosige Wirtschaftslage den Blick auf Verpasstes und Verdrängtes verstellt hat.

Gore gehörte als Vizepräsident der Regierung Clinton einem Machtzirkel an, der vom (nicht durch diesen bewirkten) Wirtschaftsaufschwung in hohem Masse profitieren konnte. Namentlich konnte in diesem Zeitraum das Budgetdefizit eliminiert werden.



Quelle: Bloomberg, www.irs.ustreas.gov, Bureau of Economic Analysis; eigene Darstellung

Der Schein trägt allerdings. Obige Grafik zeigt, dass nicht eine eigentliche Sparleistung die Reduktion des Budgets bewirkt hat, sondern vielmehr ein recht steiler Anstieg der Einnahmen des US-Staatshaushalts.

Dem äusserlichen ökonomischen Erfolg der Ära Clinton stehen gravierende aussen- wie innenpolitische Versäumnisse und Defizite gegenüber. Im wesentlichen wurde die wohl einmalige Chance der Abwesenheit einer anderen ernstzunehmenden Weltmacht weitestgehend verpasst. Zwar gibt es kaum ein Land auf dem Erdball, das nicht in irgend einer Form den langen Arm der *Einmischung* Washingtons zu spüren bekommen hätte; ein *Ordnungsprinzip* resultierte jedoch aus dieser Betriebsamkeit *in keiner Weise* – im Gegenteil. Noch kaum je zuvor konnten sich in so hoher Anzahl zwielichtige Gestalten wie Fujimori in Peru oder Mugabe in Zimbabwe oder Chavez in Venezuela dermassen unkontrolliert an der Macht halten. Die Potentaten in

den Schwellen- und Entwicklungsländern können sich wie kaum je zuvor bereichern, ja dürfen gegebenenfalls ganze Völkerstämme ausrotten. Nicht dass man sich noch mehr Aktivismus seitens der USA wünschte, im Gegenteil. Aufwand und Ertrag der gehabten Einmischungspolitik stehen aber in keinem vernünftigen Verhältnis.

Arroganz und Unvermögen haben im arabischen Raum dazu geführt, dass einerseits die moslemischen Volksmassen sich immer offener antiamerikanisch geben und die von den USA gestützten Regierungen sich nur mit Mühe und Repression an der Macht halten können. Andererseits wurde aber auch das Palästina-Problem nicht gelöst; man steht ganz im Gegenteil vor einem Scherbenhaufen. Die Chance, sich bald einmal von der strategischen Abhängigkeit vom Erdöl lösen zu können, wurde in sträflicher Weise verpasst. Der Handlungsspielraum jeder nächsten amerikanischen Administration zur Regelung des Nahostkonflikts wie auch zur Neuauflage einer breit abgestützten Politik im arabischen Raum wird deshalb beängstigend gering sein.

Nicht wesentlich bessere Gefühle hegt man gegenüber dem Vorhof der USA in Lateinamerika. Unter dem Titel „Drug War“ (zugegebenermaßen noch von Clintons Vorgänger Bush in die Wege geleitet) führen die USA dort eine Art Kolonialpolitik mit negativem Vorzeichen. Nicht dass diese Länder durch monopolisierte Billigexporte ausgesaugt würden. Vielmehr versucht man durch Massnahmen aller Art, den Export der teuren Rohstoffe für Drogen zu unterbinden, womit man im wesentlichen die Preise zusätzlich erhöht und die Anreize für den Anbau verstärkt. Guerilla-ähnlich operierende Drogenkartelle sind die Folge dieser aussichtslosen Politik; Demokratie und Rechtsstaatlichkeit werden unter solchen Bedingungen nie und nimmer Einzug halten können.

Die Lateinamerikapolitik der USA wäre möglicherweise unter dem Titel irreführender Gutgläubigkeit und Naivität noch halbwegs akzeptabel, wenn sie nicht von einer Doppelmoral sondergleichen begleitet wäre. Der massiv bekämpften Angebotsseite steht ja auch eine Nachfrage im Inland gegenüber. Ist es denn Zufall, dass man zwar recht oft von Erfolgen der US-Drogenfahndung im Ausland hört, dass aber das Inland weitgehend ausgespart wird? Und wie verhält es sich denn mit dem Finanzplatz New York

und den Offshore-Plätzen in der Karibik? Sind die Vermutungen völlig abwegig, wonach die Tentakel der Drogenmafia bis in den US-Kongress hinein reichen? Wohlverstanden: Wenn jemand am „Drug War“ und den damit verbundenen hohen Preisen ein Interesse hat, dann sind es die Drogenmafia und die durch sie finanzierten Kreise. Manche Verlautbarung von Hardlinern in Sachen Drogen relativiert sich durch diese Einsicht. Findet vielleicht unter anderen Vorzeichen das seine Fortsetzung, was im Gefolge der Prohibition Familien wie die Kennedys und andere reich gemacht hat?

Auch innenpolitisch gibt es Defizite. Bei aller Bewunderung für die enorme Flexibilität, die den wirtschaftlichen Aufschwung der letzten neun Jahre möglich gemacht hat, sind alte und unausgeräumte Probleme als Schatten unübersehbar. Weder sind die amerikanischen Schulen besser geworden noch wurde die Infrastruktur des Landes erneuert. Soziale Unterschiede klaffen nach wie vor auseinander, insbesondere auch zwischen Schwarz und Weiss. Die Frage der Subsidiarität – was löst die Zentrale, und was sollen die Bundestaaten, die Municipalities selber lösen? – hätte in den USA längst zu einem Thema werden müssen. Die USA sind zentralistischer, als man gemeinhin denkt.

Es geht hier nicht darum, Beklemmung heraufzubeschwören. Die nordamerikanische Regenerationskraft hat noch stets überrascht. Dass nun aber ein Land, das Weltmacht sein müsste, ein Land, das etwelche innenpolitische Probleme lösen müsste, mit hoher Wahrscheinlichkeit für einige Zeit führungslos sein wird, kann weder den politisch interessierten Zeitgenossen noch den besorgten Anleger ganz kühl lassen.

5. Chance Europa?

Das konzeptionelle Vakuum, das die USA seit Beendigung des bipolaren Weltsystems produziert haben, wird vorderhand kaum bzw. eher in abnehmender Weise durch Europa wettgemacht. Der Schwung von Maastricht ist längst verebbt. An der Spitze der meisten europäischen Regierungen sitzen mehr oder minder pragmatische Sozialisten ohne viele gesellschafts- oder aussenpolitischen Visionen. Das Österreich-Debakel, wohlverstanden von den einzelnen Regierungen und nicht durch die EU verursacht, zeigte schlaglichtartig die Prioritätsordnung auf: Hauptsache, man bleibt an der Macht.

Derweil wird ein innereuropäischer Bilateralismus gepflegt, der in krassem Gegensatz zu den Bekenntnissen zur Union steht. Die EU-Kommission muss sich mit der technokratischen Ebene zufriedengeben, obwohl an sich die wesentlichsten und schwierigsten Fragen multilateraler Natur sind und multilateral gelöst werden müssten. So plagt man sich mit Fragen der Zinsbesteuerung, des BSE-Problems und der Verkehrspolitik herum, anstatt sich dem Fragenkomplex in aller notwendigen Tiefe hinzugeben, der am dringenden angegangen werden müsste: Welche Verfassung soll Europa denn haben?

Weshalb ist die Verfassungsfrage denn so dringend? Weil man, erstens, nicht auf alle Zeit so tun kann, als nähme die EU nicht in vielen Belangen staatliche Charakteristiken an. Wenn dem aber so ist, dann müsste man dies auch zugeben und in der Konsequenz den Rahmen schaffen, den Rechtsstaatlichkeit und Demokratieverständnis verlangen. Das EU-Malaise an der Basis in vielen europäischen Ländern hängt eng mit diesem verfassungsrechtlichen Defizit zusammen. Verfassungen wurden im neunzehnten Jahrhundert als Beschränkung der Zentralgewalt gegenüber dem Individuum und gegenüber den Gliedstaaten verstanden. Eine europäische Verfassung müsste genau diesen und nur diesen Anforderungen gerecht werden. Oder wie es jüngst der „Economist“ formuliert hat: „A Constitution for a (not ever growing) Europe“ [eine Verfassung für ein (nicht weiter ausuferndes) Europa]. So lange man in Europa nicht wissen kann, was zentral zu regelnde und was subsidiäre Aufgabe sein soll, so lange darf man nicht auf mehr Vertrauen in die Institution EU hoffen. Euphemismus für „Good Governance“ genügt nicht. Mit der Zeit mag man daran nicht mehr glauben.

Zweitens ist die Verfassungsfrage wichtig in Bezug auf die Absicht, die Gemeinschaft nach Osten hin zu erweitern. Kein Mensch kann glauben, dass eine solchermassen erweiterte EU noch nach den Prinzipien der Römer-Verträge funktionieren kann. Es stellt sich die Frage der Vorrechte der Gründerstaaten, die Frage der Mehrheiten und der Quoren, das Problem der Exekutionsgewalt durch die Zentrale etc. etc. Auf die Länge, das heisst eigentlich bevor auch nur an irgendwelche Neuaufnahmen gedacht wird, geschweige denn lautstark solche verkündet werden, müsste ehrlicherweise doch diese

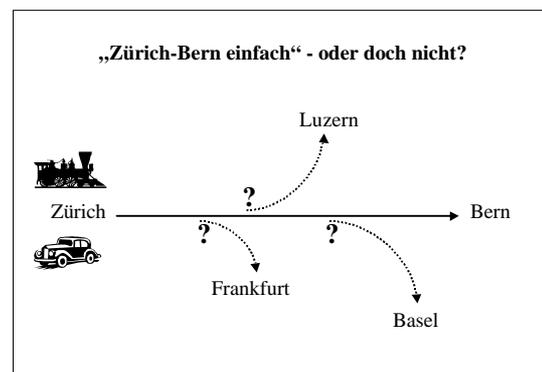
strukturelle Frage gelöst sein. Alles andere wirkt unglaubwürdig und führungslos.

Drittens stellt sich die Verfassungsfrage nicht zuletzt auch im Hinblick auf die gemeinsame Währung, den Euro. Er wurde durch ein verfassungsähnliches Vertragswerk in die Welt gesetzt, das aber, weil es eben nur ein Vertrag ist, Gefahr läuft, vom Lauf der Zeit überrollt zu werden und an Glaubwürdigkeit zu verlieren. Wenn schon an eine Erweiterung der Teilnehmerländer gedacht wird, dann müsste auch zwingend die Geldverfassung auf eine hieb- und stichfeste Ebene gestellt werden. Noch ist die Bewährungsprobe der Europäischen Zentralbank ausgeblieben. Wenn aber die Geschwindigkeiten der verschiedenen Volkswirtschaften weiter auseinanderdriften (wie es momentan den Anschein macht), dann wird es schwierig sein, Leadership zu beweisen, wenn dazu die notwendige Rechtsgrundlage letztlich fehlt.

6. Die Schweiz oder Variationen zum Thema Realoptionen

Wir nähern uns der Antiklimax dieses Anlagekommentars und wollen uns kurz mit der Schweiz befassen. Die Thematik ist allerdings insofern für den Anleger nicht ganz belanglos, als sie mit der Frage der Zukunft des Finanzplatzes durchaus eng zusammenhängt.

Im letzten Anlagekommentar (Nr. 204 vom 9. Oktober 2000) haben wir das Konzept der Realoption im Hinblick auf Bewertungsfragen in der „New Economy“ zu erläutern versucht. „New Economy“-Firmen als Mittel zur Wahrung der Handlungsfreiheit in einem sich täglich verändernden technologischen Umfeld – das war die Quintessenz jener Überlegungen. Damit wurden auch Ansatzpunkte für Bewertungsalternativen solcher Unternehmungen gesetzt.



Quelle: eigene Darstellung

Das Konzept der Realoption kann aber auch in politischen Fragen weiterhelfen. Es sei deshalb noch einmal kurz dargestellt. Man nehme an, ein Stadtzürcher habe ein völlig unbestrittenes Reiseziel, zum Beispiel Bern. Dann wird er sich vernünftigerweise in den Schnellzug Zürich – Bern setzen, um nach 1h 11min am gewünschten Ziel zu sein. Falls das Reiseziel jedoch nicht a priori so klar und bekannt ist (nicht jede Zürcherin muss unbedingt nach Bern...), dann erweist sich der Schnellzug als ungeeignetes, die eigene Handlungsfreiheit einschränkendes Vehikel. Wir haben im letzten Anlagekommentar gezeigt, dass die technologische Entwicklung sich gerade dadurch auszeichnet, dass die „Reiseziele“ immer unklarer werden und dass strategische Schnellzüge gefährlich sein können, da sie unter Umständen an Ziele führen, die dazumal gar nicht mehr existieren. „New Economy“ entspricht in diesem Vergleich dem Privatverkehr, der die Handlungsfreiheit bezüglich der Wahl des Zieles zu praktisch jedem Zeitpunkt noch offen lässt. Dass momentan dem einen oder andern PW das Benzin ausgeht, ändert an der konzeptionellen Richtigkeit nichts.

Die derzeitige Schweizer Regierung hat vom Wert der Handlungsfreiheit offenbar nicht viel verstanden. Wie wäre es denn sonst erklärbar, dass der Aussenminister, offenbar mit dem Einverständnis des ganzen Gremiums, ein „strategisches Ziel“ *EU-Beitritt* festlegt? Weiss er denn, wie anmählich im Jahre 2008 diese Union sein wird? Kennt er denn heute schon die Nachteile alternativer Integrationsstrukturen für unser Land? – Man verstrickt sich ja schnell einmal in Widersprüche. So wird auf der einen Seite mit dem Unterton wilder Entschlossenheit verkündet, am Bankgeheimnis gebe es nichts zu rütteln (welcher vernünftige Mensch könnte sich diesem Grundsatz nicht anschliessen?), man weiss aber gleichzeitig, dass ein EU-Beitritt die Aufgabe dieser Position bedeuten würde.

Wenn *eine* Lehre aus der Schweizergeschichte zu ziehen wäre, dann wäre es diejenige des Wertes der Handlungsfreiheit. Nicht die vielbeschworene Neutralität hat unser Land vor Zugriffen kleineren oder grösseren Ausmasses bewahrt, sondern die über Jahrhunderte bewährte Taktik, dass sich gerade ein Kleinstaat zu jedem Zeitpunkt glaubwürdige Optionen offenhalten muss. Eine Regierung, die unter dem vermeintlich gewichtigen Druck eines nach mehr Bedeutung strebenden Diplomatenkorps und einiger

kopflöser Euro-Turbos im Parlament zur Unzeit ihre Handlungsfreiheit aufgibt, erweist sich in dem für die Schweiz wichtigsten Dossier als führungsschwach und orientierungslos.

Das Bild der politischen Hilflosigkeit kontrastiert mit einer recht komfortablen Situation im wirtschaftlichen Bereich. Das Stahlbad zu Beginn der Neunziger Jahre hat seine Wirkung gezeigt. Die Mehrheit der Schweizer Unternehmungen steht heute robust im Wettbewerb. Man ist völlig selbstverständlicher Global Player und hat darüber hinaus auch gelernt, dass Gewinnwachstum das einzige Mittel ist, um längerfristig zu überleben. Die Schweizer Börse hebt sich positiv von den meisten anderen Märkten der Welt ab. Der relativ geringe Technologieanteil mag Hauptursache dieses Phänomens sein.

7. Bewertungsturbulenzen ohne Ende?

Man hatte anfangs November einmal kurz den Eindruck, die Aktienmärkte inklusive der arg gebeutelten Technologiewerte würden sich aus der sehr volatilen Bewertungsunsicherheit lösen. In vielen Fällen haben sich die Verhältniszahlen von Aktienkurs zu den Gewinnverhältnissen bzw. zum Gewinnwachstum deutlich verbessert. Oder einfacher ausgedrückt: Sehr viele Unternehmungen sind seit März dieses Jahres nun deutlich billiger zu haben.

In der Zwischenzeit hat man auch gelernt, dass das Wirtschaften unter negativen Vorzeichen, das heisst mit Verlust, eine Sache für sich ist. Die „New Economy“ hat in den letzten Monaten eine stolze Anzahl von Pleiten verursacht, und die Pleiten sind meistens auch noch ziemlich nahrhaft in Bezug auf die in den Sand gesetzten Beträge. Die Euphorie am deutschen Neuen Markt, über die wir uns im April (Anlagekommentar Nr. 200) mokiert haben, ist der Grabesstille nach einer Nuklearexplosion gewichen. Auch in der Schweiz sind in mindestens vier Fällen (Miracle, Complet-e, 4M Technologies, Biomarin) Total- oder Beinahetotal-Ausfälle zu verzeichnen.

Wir sagten damals aufgrund von Beobachtungen im amerikanischen Markt für Börsenneulinge voraus, dass nur 3 Prozent der neuemittierenden Unternehmungen „es“ wirklich schaffen, und wir wiesen auch auf die magere Durchschnittsrendite von nicht einmal 4 Prozent p.a. im Geschäft mit Börsenneulingen hin. Wir wiederholen dies nicht

zum Zwecke des zurecht verpönten backtrading. Es geht nicht um Lorbeeren für gelungene Prognosen. Vielmehr wollen wir sagen: Jetzt sind wir dann soweit, dass die Gesetze normaler Ökonomie, das heisst ohne „New Paradigm“ und ähnliche Phantastereien, wieder eingehalten sind.

Im Grunde müssten wir ja froh sein um dieses Jahr 2000 an den Aktienmärkten. Der Darwinismus hat sich einmal mehr bewahrheitet, und er funktioniert. Besonders eindrücklich ist die Brutalität, mit der absichtlich oder fahrlässig begangene Schummeleien bestraft werden. Gretag-Imaging war das letzte Beispiel für eine solche Rosskur durch die Märkte: Hatte man bis vor kurzem noch glaubhaft gemacht, die Unternehmung werde einen satten Gewinn von 100 Millionen Franken oder mehr ausweisen, musste die Firmenleitung plötzlich bekanntgeben, dass man sich getäuscht habe und der Betrag bestenfalls die Hälfte ausmachen werde. Was natürlich nicht sein kann. Entweder hat das Controlling grässlich versagt, und das wäre sehr schlecht, oder man hat eben zu lange und wider besseres Wissen geschwiegen, und das wäre noch viel schlechter. Die Börse belohnte die Unternehmung mit einem Abschlag von 50 Prozent innert weniger Handelsstunden.

Das zu Beginn dieses Anlagekommentars statuierte Minuszeichen für die Aktienmärkte muss deshalb relativiert werden. Es ist tatsächlich so, dass zurzeit in den Märkten mehr Frustration als Freude herrscht. Und es ist auch so, dass die politischen Vorgaben keineswegs positive Impulse zu vermitteln vermögen. Und im weiteren nimmt die Bonitätskrise in der „New Economy“ ihren Lauf. So schnell kommt man in Zukunft nicht wieder zu Geld, vor allem dann nicht, wenn man nur Luft anzubieten hat.

Es spricht aber auch einiges dafür, dass der Nullpunkt erreicht oder überschritten sein könnte. Denn nach all diesen Turbulenzen kann nicht mehr allzu viel spekulative Luft im System vorhanden sein. Spekulative Luft setzt Kreditgeber als gebefreudige Kompressoren voraus. Wir können uns nicht vorstellen, dass nach allen Tauchern, die die letzten Monate gebracht haben, die Lust des Bankensystems auf hohe Risikoexpositionen noch ausgesprochen hoch ist.

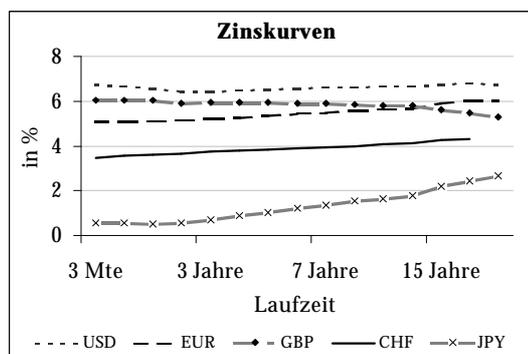
Das bereits im Frühjahr für die Aktienselektion geäusserte Rezept, ein hohes Mass an Diversifikation mit genauso hohen Anforde-

rungen an die Unternehmensqualität zu verbinden, bleibt mehr denn je bestehen. Ja, es könnte sein, dass dieses Rezept nach einigen wirklich bangen Monaten bald wieder einmal zu Buche schlagen könnte.

8. Ein Grund zu Optimismus

Nicht dass der Kommentator aus St. Gallen nun gegen Ende dieses im übrigen zugegebenermassen eher trüben Bulletins noch auf Teufel komm' raus Weihnachtsstimmung verbreiten möchte (wenn man das so sagen darf...). Aber wir haben eingangs darauf hingewiesen, dass wir die monetäre Situation als entspannt und günstig erachten. Diesen (Plus-)Punkt gilt es noch etwas zu vertiefen.

Schon ein flüchtiger Blick auf die Zinsstruktur in den Hauptwährungen US-Dollar, Pfund, Euro, Schweizer Franken und Yen zeigt den enorm flachen Verlauf der Kurven über die verschiedenen Fristigkeiten auf. Das bedeutet zweierlei. Erstens weisen relativ tiefe Langfristzinsen auf wenig bis gar keine Inflationserwartungen hin. Wer würde schon langfristig Geld ausleihen, ohne gegen eine mögliche künftige Entwertung wenigstens einigermaßen geschützt zu sein? Die Tatsache, dass die aggregierte Meinung aller Millionen Marktteilnehmer praktisch keine Inflationsprämie in die langfristige Mittelhergabe einbaut, ist sehr bemerkenswert.



Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Zum andern weisen die im Vergleich zu den langfristigen Zinsen relativ hohen kurzfristigen Zinsen darauf hin, dass keine der Notenbanken eine zu grosszügige Geldversorgung betreibt und damit künftiges Inflationspotential aufbauen würde. Im Gegenteil: Gerade in Europa und auch in der Schweiz weist die Entwicklung der eng definierten Geldmengen nach unten, und auch das amerikanische Fed wird bald einmal über die Bücher gehen müssen, wenn sich die eher schlechten Zahlen für die weitere Konjunkturentwicklung bestätigen werden. Der mone-

täre Handlungsspielraum der Notenbanken erweist sich, vom Sonderfall Japan abgesehen, als ziemlich komfortabel. Das ist für die weiteren Aussichten an den Finanzmärkten keine schlechte Ausgangslage.

Wichtiger aber erscheint uns der Erklärungsversuch für dieses Phänomen konvergenter Zinskurven quer durch alle Währungen. Wurde es durch anständige und begabte Notenbankers absichtsvoll herbeigeführt? Vielleicht. Oder: teilweise. Die Frage müsste eventuell anders gestellt werden. Weshalb in aller Welt unterlässt der politische Sektor budgetausweitende Angriffe auf die Notenbanken, wie sie in den späten sechziger und in den siebziger Jahren üblich waren? Hat sich an der Politik bzw. an deren Absichten etwas geändert?

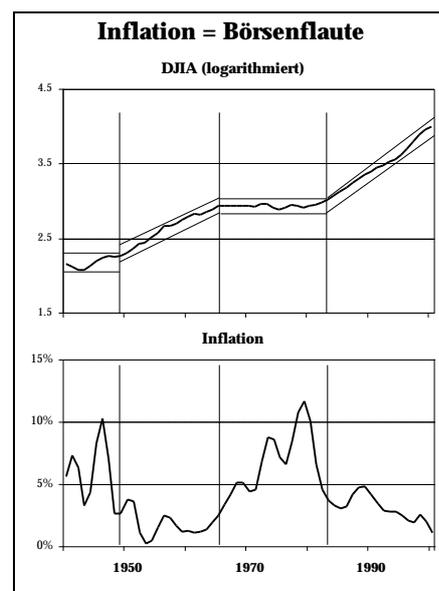
Die Antwort liegt auf der Hand. Weder hat der politische Sektor viel dazugelernt noch sind die Verantwortlichen in den Notenbanken völlig andere Wesen geworden. Vielmehr hat sich der Spielraum für geldpolitische Manöver dramatisch verengt, weil in der Zwischenzeit die Bondmärkte ein potenziertes Mass an Effizienz gefunden haben. Seit 1994 sind wir durch mindestens drei Phasen von „Inflationsängsten“ gegangen. Jedesmal haben wir, trotz der vorübergehenden Verluste, die man auf den Kursen von Obligationen erleiden musste, nicht nur innerlich gejubelt, sondern jedes Mal in diesen Spalten verkündet: Das System funktioniert!

Es funktioniert tatsächlich. Die flache Zinsstruktur in allen wichtigen Währungen weist auf ein sehr geringes monetäres Spannungspotential hin. Die Erhitzung der amerikanischen Konjunktur wurde von den Bondmärkten bereits 1999 wahrgenommen. Mit Verzug von etwa einem halben Jahr erhöhte Greenspan dann die Kurzfristzinsen. Als er dies tat, entspannte sich die Lage an den Bondmärkten bereits wieder. Weshalb? Weil die Anleger sahen, dass das Fed das Richtige tut und trotz bevorstehenden Wahlen keinen weiteren Boom anzufeuern bereit ist.

Das mag führungslos und orientierungsarm aussehen. Keine wirklichen Chefs, die Geldpolitik „machen“, sondern ein Marktgefüge, das den Geldpolitikern die Hand führt. Just darin liegt die Überlegenheit des Kapitalmarktsystems: Dass niemand etwas absichtsvoll herbeiführen muss oder kann, sondern dass „es“ geschieht. Wenigstens einmal zeigt sich hier die segensreiche unsichtbare Hand, die uns Adam Smith vorausgesagt hat.

Der Wert dieses Sachverhalts kann gar nicht hoch genug eingeschätzt werden. Geldentwertung ist und bleibt das mit Abstand schlimmste ökonomische Problem. Geldentwertung verkürzt den Planungs- und Optimierungshorizont aller Marktteilnehmer. Langfristige, nachhaltige Entwicklung ist unter inflationären Gegebenheiten undenkbar. Geldentwertung beraubt die Gläubiger (und mithin vor allem die Rentner, was angesichts der demografischen Verhältnisse besonders gravierend wäre!) und setzt falsche Anreize für die Schuldner, namentlich auch für den Staat als Schuldner.

Inflationäre Phasen waren immer, aus etwas Abstand betrachtet, auch Phasen stagnierender oder rückläufiger Aktienmärkte. Die Wahrscheinlichkeit von weiterhin wenig oder nur sehr moderaten Inflationserwartungen über die nächste Zeit ist zwar ein notwendiges, aber noch nicht ganz hinreichendes Argument für wieder etwas positivere Verhältnisse an den Aktienmärkten. Deshalb und gerade im Hinblick auf den bevorstehenden Jahrtausendwechsel, der ohnehin die Fristigkeit der Optik etwas verlängern sollte, schliessen wir den Kommentar für einmal mit einer Grafik. Mit einer sehr langfristigen. Sie soll die bangen Gefühle bezüglich der weltpolitischen Entwicklung etwas relativieren und Gefühle der Frustration über eine eventuell nicht ganz den Erwartungen entsprechende Jahresrendite entschärfen.



Quelle: Dr. G. Landert; eigene Darstellung

KH, 4.12.2000