

## Die Notwendigkeit realer Impulse

### 1. Geduld auf die Probe gestellt

Seit gut einem Jahr muss sich der Anleger mit sinkenden Aktienkursen abfinden und mit fragilen, illiquiden Märkten beschäftigen. Was zunächst, das heisst ab etwa März 2000, wie das Bersten einer Spekulationsblase im Technologiebereich ausgesehen hatte und den nüchternen Beobachter auch nicht weiter überraschen konnte, ist nun in eine umfassende Börsenbaisse übergegangen. „Sicher“ gewöhnliche Standardwerte leiden unter den Marktverhältnissen genauso wie die notorisch volatilen Titel, ja es fällt derzeit eher schwer, Aktien auszumachen, die noch nicht unter die Räder einer markanten Tieferbewertung geraten sind, und wenn schon – wären sie dann als nächste dran?

Ohne die triviale Erkenntnis zu strapazieren, dass man zu jeder Zeit der Ansicht gewesen ist, sie sei die schwierigste, muss auf das hohe Mass an Ratlosigkeit hingewiesen werden, das die derzeitigen Lagebeurteilungen beherrscht. Prognosen werden bei weitem schneller zu Makulatur als zu Zeiten, als mehr oder weniger alles ziemlich linear nach oben zu streben pflegte. Offizielle Stellen wie die OECD oder die EU rechneten beispielsweise bis vor kurzem noch mit Wachstumszahlen von zwei bis drei Prozent für die wichtigen Industrieländer Europas, während die neusten Zahlen aber bereits darauf schliessen lassen, dass man froh sein muss, wenn Deutschland übers Jahr auf mehr als 1 Prozent Realwachstum kommt. Ähnliche Ratlosigkeit in bezug auf die Aktienmärkte: Während die einen auf die drastischen Tieferbewertungen hinweisen und damit einen baldigen und deutlichen Wiederanstieg herbeizureden versuchen, weisen andere auf die angesichts geschrumpfter Gewinne nach wie vor hohen Bewertungen hin. – Was in aller Welt soll der arme Anleger von solcherlei Expertenweisheit halten?

Im vorliegenden Anlagekommentar versuchen wir, sowohl bezüglich konjunktureller Entwicklung als auch der Aussichten an den Finanzmärk-

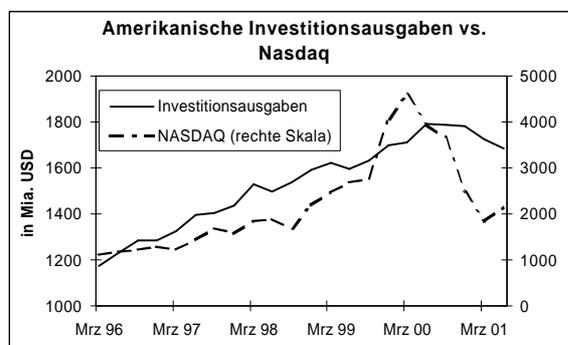
ten ein wenig Ordnung ins Denken zu bringen. Das Ziel soll darin bestehen, nicht einfach eine zusätzliche Ansicht in die hohe Vielfalt von Meinungen einzureihen, sondern gleichzeitig auch ein paar Interpretationen auszuräumen, die mit hoher Wahrscheinlichkeit in die Irre führen. Dass dies notwendig ist, sei an einem Beispiel gezeigt. So haben wir bereits im März (Anlagekommentar Nr. 207) darauf hingewiesen, dass der Zusammenbruch der Investitionsausgaben in den USA nur sehr wenig mit zinspolitischen Fragen zu tun hat. In der Zwischenzeit haben die Ereignisse diese Ansicht bestätigt. Expertenmeinungen, die auch weiterhin auf keynesianischen Stimulierungswundern basieren, muss man unseres Erachtens nicht mehr weiter berücksichtigen. Womit etwa drei Viertel der bestehenden Ratlosigkeit eliminiert wäre. Immerhin.

### 2. Auslegeordnung

Jede einigermaßen anständige Lagebeurteilung muss mit einer sauberen Standortbestimmung beginnen. Denn wenn man nicht weiss, wo man sich befindet und allenfalls auch noch weshalb, dann wird die Bestimmung des weiteren Weges nicht einfach werden. Im oben zitierten Anlagekommentar hatten wir auf die grossen Entwicklungslinien der Weltwirtschaft („Megatrends“) der neunziger Jahre des vergangenen Jahrhunderts hingewiesen. Sie seien hier noch einmal kurz rekapituliert: Durch die geopolitischen Veränderungen erfuhren, *erstens*, der Produktionsfaktor Land und der Produktionsfaktor Arbeit eine schockartige reale Ausweitung. Praktisch gleichzeitig begann, *zweitens*, die moderne Kommunikationstechnologie, die Informations- und Transaktionskosten real zu senken. Es entstanden dort neue Märkte bzw. Allokationsmechanismen, wo vorher nichts getauscht wurde oder höchstens über sehr ineffiziente und oft von Verteilungskartellen beherrschte Wege. Wissen (im umfassendsten Sinne des Wortes) wurde, *drittens*, durch den stupenden Erfolg des Internet über die ganze Welt besser verbreitet und steht seither der Weltwirtschaft in multiplizierter Weise zur Verfügung. Diese realen Veränderungen

wurden, *viertens*, begleitet von einer beinahe zehn Jahre dauernden sehr grosszügigen Geldversorgung. Tiefe Zinsen und ein nachhaltiger Rückgang der Inflationsgefahr waren die für das Wirtschaftswachstum sehr günstigen Folgen. Namentlich in den USA, in etwas vermindertem Masse aber auch in Europa und dem Rest der industrialisierten Welt, konnte die Produktivität namhaft gesteigert werden.

Produktivitätssteigerungen hängen eng mit Investitionen zusammen. Ohne Investitionen können Arbeitsprozesse nicht effizienter gemacht werden, kann der Output pro Zeiteinheit nicht gesteigert werden. Die letzten fünf Jahre des vergangenen Jahrhunderts waren denn auch gekennzeichnet von einem Investitionsboom sondergleichen.



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Schon damals, heute aber noch viel insistenter, stellt sich natürlich die Frage, weshalb diese Phase der Investitionen nicht ruhiger, gezielter und damit für Wirtschaft und Aktienbörsen verträglicher (man beachte in der Grafik die enge Korrelation zwischen dem Wachstum der Investitionsausgaben und dem Verlauf des Nasdaq-Indexes!) habe ablaufen können. Wie war es denn möglich, dass buchstäblich die halbe Welt sich in einen Boom hineinschwatzen liess, um darnach in voraussehbarer Ernüchterung zur Kenntnis nehmen zu müssen, dass das meiste nur Schall und Rauch gewesen ist.

Der Vorwurf der Irrationalität wurde immer wieder geäussert und gilt heute mehr oder weniger als Standard-Erklärung für alles, was in den letzten drei Jahren weltwirtschaftlich und an den Börsen abgelaufen ist. „Irrationalität“ als Erklärungshilfe ist aber gleichbedeutend mit intellektueller Kapitulation und mithin keine Kategorie, in der sich der Kommentar zu bewegen versucht.

### 3. Das absurde Pferderennen

Auf dem Höhepunkt des Nasdaq-Booms und der gewaltigen Investitionswelle in den Technologie-sektor und in Private Equity aller Art nahmen

wir ein Beispiel aus der Natur zur Hilfe, um zu erklären, dass die Überproduktion von Optionen keineswegs einem irrationalen Vorgang entspricht, sondern eine in der Natur häufig vorkommende Strategie zur Sicherstellung des *Überlebens in unsicheren Verhältnissen* ist. Der „Krieg der Spermien“ machte als Stichwort in unserem Leserkreis ziemlich Furore. Wir prognostizierten damals zweierlei: Nämlich erstens, dass nur wenige am Schluss überleben werden, und zweitens, dass die durchschnittlichen Renditen sich über die Zeit normalisieren, das heisst sich nur wenig über dem Ertrag einer anderen Anlage mit entsprechendem Risiko bewegen würden. Deshalb empfahlen wir weitestgehende Diversifikation, da ja mit dem besten Willen nicht auszumachen war (und auch heute noch nicht ist), welches „Spermium“ angesichts der immensen technologischen Möglichkeiten zum Zuge kommen wird.

Heute gilt es höchstens noch anzufügen, dass der Auswahlprozess sehr viel brutaler ausgefallen ist, als selbst wir ihn vorausgesehen hatten, dass er den gesamten Organismus in Mitleidenschaft gezogen hat und dass er, leider, noch eine Weile weiterzugehen droht.

Wie jeder Vergleich hinkt aber natürlich auch die Spermien-geschichte. Denn das Spermium kann ja nichts dafür, dass es eines ist, und kann auch nicht selbst entscheiden, ob es sich am Rennen ums Glück beteiligen will. Die Investoren von anno 1999 und 2000 waren aber mit Verstand versehene erwachsene Menschen. Hätten sie sich nicht eines Besseren besinnen können und das Rennen von vornherein abblasen müssen? Wir meinen: nein. Wenn man über den Technologieschub nachdenkt, dann sieht man bald einmal zweierlei entgegengesetzte Charakteristiken. Zum einen kommt man nicht um die Einsicht, die Erwartung, herum, dass die explosionsartig entstandene Vielfalt in ihrer Gesamtheit Fortschritt bedeutet und dass dies in spezifischen Einzelfällen auch so zutrifft. Daraus folgt die zweite Charakteristik: In all den tausend anderen spezifischen Fällen wird dies nicht zutreffen. Nicht jede Innovation, so intelligent sie auch ausgedacht sein mag, erweist sich als praktikabel; vor allem kann aber nicht jede Innovation mit Nachfrage rechnen: Weder gibt es mehr als 100 Prozent Marktanteil im Buchhandel noch wird sich der Mensch je mehr als 24 Stunden am Tag im Internet verweilen können.

Wir haben uns, angelehnt an die Spieltheorie, einen zweiten Vergleich ausgedacht, der die Rationalität des Investitionsbooms vielleicht noch besser verdeutlichen kann als die Spermien-

engeschichte. Man nehme einmal an, es werde ein Pferderennen organisiert mit, sagen wir, 20 Bahnen. Diese seien durch Mauern voneinander getrennt, so dass ein Jockey den andern nicht sehen kann. Zudem sei die Länge des Rennens auch nicht bekannt. Wie werden sich die Jockeys, rationalerweise, verhalten? Sie werden von Anfang an volle Geschwindigkeit wählen, also so viel wie möglich in die Zielerreichung investieren. Wenn sie es nicht tun, laufen sie Gefahr, mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit zu verlieren.

Im Verlaufe des Technologieschubs wussten die Teilnehmer nicht viel mehr als diese Jockeys. Man war sich lediglich bewusst: Es ist ein Rennen im Gang! Die Länge der Strecke, die Chancen der Mitbewerber, der Rennverlauf, die Werthaltigkeit der Trophäen – alles Unbekannte. Auf diese Weise wurde das *Investieren* zum *zwanghaften Geschehen*, und was insgesamt irrational aussieht, hatte im spezifischen Einzelfall gute Gründe.

Mit dem Begriff des unternehmerischen Investierens verbindet sich eine ebenso romantische wie auch falsche Vorstellung. Sie ist bei weitem zu positiv und suggeriert, unternehmerisches Investieren habe viel mit schöpferischer Tätigkeit, mit Innovationsfreude, mit kameradschaftlichem Seilschaftsdenken am Matterhorn und dergleichen zu tun. Weit gefehlt. Investieren ist ein *leidvoller Prozess*, durchsetzt von Zweifeln, schlaflosen Nächten, immer wieder erneuerten Planrechnungen. Man investiert nur, weil man muss, oder weil man glaubt zu müssen. In der Angst nämlich, etwas Wesentliches zu verpassen, Konkurrenz Nachteile zu erleiden oder aus dem Markt hinausgespült zu werden. Der Investitionsboom, den wir für unsere Standortbestimmung analysieren, hatte viel mehr mit solchen zwanghaften Handlungen zu tun und bei weitem weniger mit „Überschwang“, wie es immer wieder beklagt wurde. Die Situation des Jockeys beim absurden Pferderennen sowie die Erkenntnis der Zwanghaftigkeit des Investitionsprozesses ist für die Behandlung der Frage, wann denn der nächste Aufschwung endlich kommen könnte, weshalb und wie, von grosser Tragweite.

#### 4. Das übervolle Spielzimmer

Es steht ausser Zweifel, dass die technologische Revolution Ende der neunziger Jahre des vergangenen Jahrhunderts die Möglichkeiten der Welt zur weiteren Entwicklung vervielfacht hat. Daraus resultierte eine *Multioptionalität*, die als solche zwar ihren Reiz hat, aber auch klar negative Seiten aufweist. Denn jede zur Verfügung stehende Option ruft nach Entscheiden, die zu

treffen sind. Und solche Entscheide können dramatisch schwierig sein. Wie werden wir in drei, in fünf Jahren telefonieren? Wie bis anhin, nur noch übers Handy, oder beinahe kostenlos übers Internet? (Dann übrigens Gute Nacht für ein paar hochverschuldete europäische Telefongesellschaften!) – In welche Richtung wird die Medizin steuern? Wird der gentechnologische Durchbruch bald gelingen? – Wie wird künftig das Finanzgeschäft organisiert sein? Wird der Berater durch die Bildschirmoberfläche ersetzt oder nicht? Fragen über Fragen, tausend Möglichkeiten – *strategische Fehlentscheide* zu treffen!

Dem realen exogenen Schock der technologischen Entwicklung und dem damit verbundenen Investitionsboom folgte nun in den letzten zwölf Monaten ein in seiner Prägung jedermann überraschender *Käuferstreik* für Investitionsgüter. Was man vorher fast zwanghaft tun zu müssen glaubte, ist ins Gegenteil verkehrt worden. Weder will man als Privater zum x-ten Mal sein Office-Package auswechseln, noch möchte man so bald seinen PC auf eine nächste Version des Betriebssystems portieren. Der vor einem Jahr gekaufte Laptop tut's eigentlich auch noch, und das Handy möchte man eigentlich zuerst einmal verstehen lernen, bevor man sich ein neues zu kaufen gedenkt. Die Privatinvestitionen in dauerhafte Konsumgüter sind erlahmt.

Extremer noch im Firmenbereich. Wo sich früher Investitionsanträge häuften, herrscht heutegähnende Leere. Die erreichte Multioptionalität war schlicht nicht mehr zu bewältigen. In diesem Sinne ist dem in der NZZ Nr. 185 (13. 8. 2001) porträtierten amerikanischen Wirtschaftswissenschaftler Robert J. Gordon zuzustimmen: Trotz aller Erweiterungen der Rechenkapazitäten von Maschinen ist der Mensch weder gescheiter noch schneller geworden. Das Wirtschaftswachstum kann nicht schneller sein, als es die Natur des Menschen letztlich zulässt.

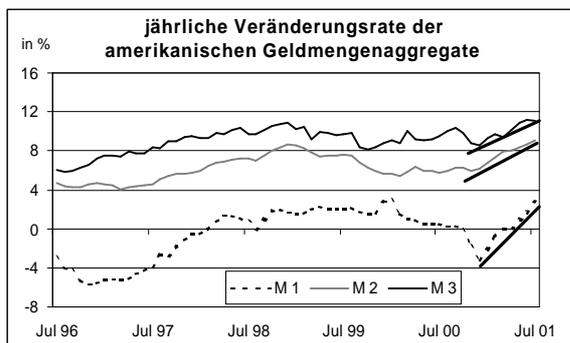
Vorderhand sitzt nun dieser Mensch im mit Spielzeugen aller erdenklicher Art übersäten Spielzimmer und lutscht am Daumen. Er will schlicht nicht mehr. Multioptionalität kann lähmend sein. Und weil es in der Wirtschaft nicht nur um Spielsachen geht, sondern vor allem darum, Geld zu verdienen bzw. wenigstens nicht allzu viel in den Sand zu setzen, ist diese Unlust um so ausgeprägter. Viele der neuen Errungenschaften brachten ja drastische Margenverengungen mit sich. Wenn man sich (vorläufig) darauf verlassen kann, dass dieselbe Unlust auch den Mitbewerber plagt, will man nun plötzlich nicht mehr vorschnell Energien verpuffen, um

dann doch wieder vor neuen Optionen zu stehen. Der Vergleich mit dem Spielzimmer erscheint uns auch hier ziemlich stimmig: Vorderhand erweist sich der Grenznutzen weiterer Investitionen als gering – Daumenlutschen bringt mehr.

Unsere Standortbestimmung läuft mit anderen Worten darauf hinaus, die „Schuld“ an der Misere, d.h. am dramatischen Rückgang auf der Investitionsseite der Wirtschaft, einer ziemlich atypischen, einmaligen Konstellation im realen Bereich zuzuschreiben. Damit ist implizit auch gesagt, was die gegenwärtige Wirtschaftskrise nicht ist: Es handelt sich nicht um eine geldpolitisch induzierte, zyklische Krise. Auch gibt es wenig Gründe, Vergleiche von Amerika mit Japan anzustellen oder den Börsenkrach von 1929 zu bemühen. Es gibt in der Wirtschaftsgeschichte immer wieder neue Konstellationen, die man nicht einfach per Analogieschluss bezüglich früherer Erfahrungen abhandeln kann, sondern die vielmehr neu, einzigartig, hochinteressant sind – aber deswegen nicht minder abgründig sein können.

### 5. Die Zinsen helfen wenig

In ihrer Ratlosigkeit greifen bestimmte Finanzpostillen nun sogar auf den bisher als unangreifbar eingestuften Fed-Chef Alan Greenspan als Zielobjekt zurück. Der Superman unter den Notenbankern habe zu spät die Zinsen erhöht und damit zu spät die Spekulationsblase an der Nasdaq zum Verschwinden gebracht. Dann habe er wiederum zu spät die Abschwächung der Investitionstätigkeit erkannt und mit Zinssenkungen dem Absturz entgegengewirkt.



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Als hätte er gekonnt! Offenbar beherrscht nach wie vor *naives Machbarkeitsdenken* die Überlegungen auch namhafter Kommentatoren. Und das, obschon auf theoretischer Seite kaum mehr bestritten ist, dass die Feinsteuerung volkswirtschaftlicher Aggregate durch geldpolitische Massnahmen nicht möglich ist, im besten Falle ein kurzfristiges Strohfeuer auslöst, im übrigen

aber das Wirtschaftssystem mit zusätzlichen Unsicherheiten versieht.

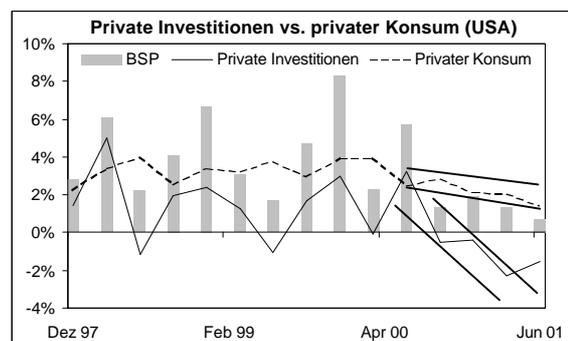
Auch ein mikroökonomischer Blick auf typische Unternehmungen der Technologiebranche untermauert die These, dass tiefere Zinsen nur sehr wenig bewirken können. Auffallend ist nämlich die ausserordentlich tiefe Fremdkapitalquote vieler Unternehmungen. Es sind keine Fremdkapitalkosten, die diese Firmen plagen, sondern mangelnde Bestellungseingänge. Schreiben sie Verluste, dann verbrauchen sie vorderhand ihr Eigenkapital.

**Tabelle 1: Fremdkapitalquoten**

Microsoft	0%	<sup>4)</sup>	Dell	3.9%	<sup>5)</sup>
Oracle	2.8%	<sup>3)</sup>	Nokia	6.5%	<sup>1)</sup>
Intel	2.9%	<sup>4)</sup>	Nortel Networks	8.9%	<sup>2)</sup>
SAP	2.9%	<sup>1)</sup>	Sun Microsystems	13.5%	<sup>4)</sup>

Daten: Verzinsliches Fremdkapital/Gesamtkapital, berechnet auf der Basis der verfügbaren Unternehmenszahlen für 2000/01; Quelle: Angaben der Unternehmen; Fussnoten: 1) Zahlen per 31.12.00; 2) 31.03.01; 3) 31.05.01; 4) 30.06.01; 5) 03.08.01

Selbstverständlich gibt es Bereiche der Wirtschaft, in denen tiefere Zinsen durchaus willkommen sind. In Amerika sind trotz des aufgezeigten Rückgangs der Investitionstätigkeit im Technologiebereich und trotz der damit verbundenen Entlassungen weder der Konsum namhaft eingebrochen noch die private Bautätigkeit zum Erliegen gekommen.



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Im Gegenteil: Die Nachfrage nach privaten Liegenschaften ist nach wie vor hoch; die Liegenschaftspreise stützen die Vermögenslage des Amerikaners, der mit seinen Aktienanlagen gebeutelt worden ist. Die Vermögensvernichtung hielt sich auf diese Weise bisher in Grenzen. Entsprechend haben sich auch die vielen Kasandraruhe bezüglich des Vermögenseffekts eines Kurseinbruchs auf das Konsumverhalten als unzutreffend herausgestellt. Erstaunlich ist auch, wie wenig die Arbeitslosenzahlen sich trotz der Entlassungen im Technologiesektor verändert haben. Wir vermuten, dass bestausgebildete IT-

Spezialisten viel schneller wieder einen Arbeitsplatz finden, als dies für die Automobilarbeiter nach dem Erdölpreisschock im Jahre 1973/4 der Fall sein konnte.

Alles in allem: Ein diffuses, atypisches Bild mit deutlich negativen Zuwachsraten im einen, bisher so florierenden Bereich der Investitionsausgaben, erstaunlich konstante Verhältnisse dagegen in der „Old Economy“. Es ist aber wenig wahrscheinlich, dass aus dieser Situation mir nichts, dir nichts kräftige Impulse für einen Wiederaufschwung des BIP-Wachstums auf, sagen wir, real 3 Prozent erfolgen werden. Das neuerdings ziemlich grosszügige Geldkleid in den USA ist kein hinreichender Grund dafür.

## **6. Und die Weltwirtschaft?**

Das einzigartige Phänomen der Investitionsschwäche in den USA hat die Weltwirtschaft nicht in einer besonders robusten Verfassung getroffen. Hohe Arbeitslosigkeit, ungleichmässig verteilte Wachstumsraten, ein überschwerer Staatssektor und Abschottungstendenzen des Binnenmarktes gegen aussen sind die Kennzeichen des Alten Kontinents. Aufgrund der unglücklichen Ausgangslage aus einer in jeder Hinsicht vermasselten geschichtlichen Entwicklung im 20. Jahrhundert hat die Politik in Europa das Primat vor wirtschaftlichen Überlegungen. „Job creation“, Firmengründungen, Innovation – das sind in Europa Angelegenheiten und Aufgaben der öffentlichen Hand. Was resultiert, ist just in diesem Bereich ein deutliches Nachhinken hinter den USA.

Die europäische Konjunktur der letzten Jahre war gekennzeichnet durch Boomtendenzen in einzelnen kleineren EU-Ländern, durch anämisches oder rückläufiges Wachstum jedoch in den von der Gewichtung her gesehen sehr viel relevanteren Ländern Deutschland, Italien und den Niederlanden. Die deutsche Konjunktur im besonderen profitierte nach dem Einbruch von 1998 weitgehend von einem Wiederanstieg der Exporttätigkeit, währenddem andere Bereiche wie der in Deutschland so wichtige Bausektor seit Jahren darniederliegen. Deutschland bekam in seiner Binnenkonjunktur die Nachteile einer auf ganz Europa ausgerichteten, relativ restriktiven Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) ein erstes Mal zu spüren. Dräuende Wolken an der Inflationsfront und ein trauriger Verlauf im Aussenwert der neuen Währung liessen bis vor kurzem der EZB keine andere Wahl, als die Zinsen auf vergleichsweise hohem Niveau zu belassen.

Die wenigen unter dem Konsens liegenden Wachstumsschätzungen bestätigen sich nun laufend. Deutschland kann, wie gesagt, von Glück reden, wenn die Wachstumsrate in diesem Jahr 1 Prozent real erreicht; für die Euro-Zone als Ganzes erwartet man etwa 1 ½ Prozent. Vom Rückgang am meisten getroffen wird, wie in Amerika, die Technologiebranche. Im Gegensatz zu den USA sind der Konsum und die Bautätigkeit aber ebenfalls impulsarm.

Japan steigt in sein zweites rezessives Jahrzehnt ein. Wer je geglaubt hätte, dass wirtschaftliche Schwierigkeiten in der Lage wären, politische Reformen auszulösen, sieht sich am Beispiel Nippons in jeder Hinsicht desavouiert. Vor vier Jahren (Anlagekommentar Nr. 184 vom Dezember 1997) orteten wir an dieser Stelle acht Bereiche, die in Japan tiefgreifenden Veränderungen unterzogen werden müssten, um dem immerhin drittichtigsten Wirtschaftsblock der Welt wieder zu Wachstum zu verhelfen. In der Zwischenzeit ist im wesentlichen nichts passiert, ausser vielleicht, dass bezüglich Reformbedarf nun wenigstens eine Bewusstseinsbildung stattgefunden hat, ja gewissermassen Einigkeit besteht. Ob die neue Regierung Koizumi aber die Kraft bringt, die Strukturen wirklich aufzubrechen, ob dies im gegebenen politischen System überhaupt eine Regierung je kann – daran ist nach wie vor zu zweifeln.

Dem Wachstum im pazifischen Raum sind angesichts der fraglichen Aussichten für Japan weiterhin Grenzen gesetzt, zumal natürlich auch in Ländern wie Korea, Taiwan, Indonesien und China bei weitem nicht ideale Strukturen vorliegen. Für die Lagebeurteilung ist deshalb festzuhalten, dass auch aus dieser Region nicht mit wesentlichen Impulsen zu rechnen ist.

Bleibt dem insgesamt eher düsteren konjunkturellen Gesamtbild allerdings hinzuzufügen, dass wenigstens im Gegensatz zu 1998 keine einseitigen und übertriebenen Risikopositionen des globalen Finanzsystems in Problemregionen der Welt festzustellen sind. Offenbar rechnen die grossen Spekulanten nun nicht mehr mit dem IMF als Retter für alle Fälle. Die „Moral Hazard“-Problematik ist nach den negativen Erfahrungen von 1998 vorderhand zurückgedämmt.

## **7. Wieviel Gewinnwachstum wird möglich sein?**

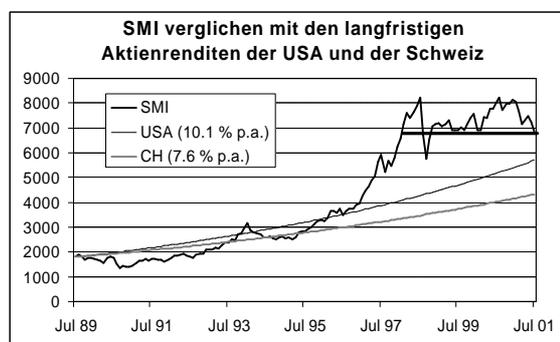
Zwei zu anderthalb – so könnte man vielleicht die derzeitigen weltwirtschaftlichen Zustände am besten zusammenfassen: Auf der negativen Seite der drastische und einzigartige Zusammenbruch bei der Investitionstätigkeit, namentlich im

Technologiebereich, sowie die fragile konjunkturelle Verfassung in wesentlichen Wirtschaftsregionen der Welt. Auf der positiven Seite dagegen ein weitgehend spannungsfreies globales Finanzsystem, das notabene den Börsenschwung der letzten Monate erstaunlich problemlos aufgefangen hat. Es hätten angesichts der Kursverluste ja auch Pleiten auf der Bankenseite eintreten können! Die positive Beurteilung des globalen Finanzsystems erstreckt sich auch in den geldpolitischen Bereich hinein: Es sind nirgends ernsthafte Geldmengenprobleme auszumachen, und mithin bleibt die grösste Gefahr für die Weltwirtschaft, eine Inflationierung des gesamten Systems, weiterhin gebannt. Zwei zu anderthalb: Der halbe Punkt ist der amerikanischen Konjunktur mit den erstaunlich persistenten Konsum-, Bau- und Arbeitsmarktzahlen zuzuordnen. Neuste Inflationsdaten weisen zudem auf eine deutliche Druckverminderung an der Teuerungsfront hin.

Stellt sich im Anschluss an diese Gesamtbeurteilung die Frage, was das für die arg gebeutelten Aktienmärkte bzw. die von Verlusten geplagten Anleger bedeutet. Sind die Aktienmärkte nun „billig“ geworden? Oder sind sie angesichts der deutlichen Abschwächung der Gewinnaussichten der Unternehmungen immer noch „teuer“? Vielleicht vorab eine Erklärung, weshalb „billig“ und „teuer“ in Anführungszeichen zu stehen haben. Der Grund liegt im Bedürfnis, diesen Kommentar auch weiterhin ökonomisch korrekt zu halten. Die Frage nach dem „richtigen“ Preis hat die Volkswirtschaftslehre während Jahrhunderten beschäftigt. Das Resultat der Diskussion ist heute unbestritten: Einen objektiv richtigen Preis kann es nicht geben, und somit macht auch die Relativierung nach unten („billig“) oder nach oben („teuer“) wenig Sinn.

Auch die nachfolgende Grafik zeigt die Problematik deutlich auf, einen Markt als tief- oder hochbewertet zu bezeichnen. Der Verlauf des Schweizer Marktindex SMI in den letzten 12 Jahren zeigt einen Anstieg um etwa 11 Prozent pro Jahr auf. Gemessen an langfristigen Durchschnittswerten (10.1 Prozent p.a. für die USA seit 1900, 7.6 Prozent p.a. für die Schweiz seit 1911) ist das viel, was heissen könnte, der Schweizer Aktienmarkt sei teuer. Beobachtet man dagegen den Zeitraum seit Anfang 1998, dann stellt man fest, dass in diesem Intervall am Schweizer Aktienmarkt überhaupt nichts zu verdienen war! Bald vier Jahre ohne Gewinn – beinahe eine statistische Ausnahmesituation. Die Schweizer Aktien sind billig!

Solcherlei führt nicht weiter. Was unseres Erachtens sinnvoller ist, weist in die Richtung eines Vergleichs eigener Erwartungen mit derjenigen des Marktes. Jeder Aktienkurs (wie ja überhaupt jeder Preis) birgt ein hohes Mass an ökonomischer Information. Wenn man zum Beispiel weiss, mit welchen Kosten eine Unternehmung ihr Kapital finanzieren muss, dann kann man unter anderem errechnen, welches Wachstum diese Unternehmung aufweisen müsste, um in Zukunft einen bestimmten Aktienkurs zu rechtfertigen. Vorausgesetzt natürlich, man anerkennt einen engen Zusammenhang zwischen den künftig erwirtschafteten Cash Flows und künftigen Aktienkursen.



Quelle: Bloomberg, Pictet, eigene Darstellung

Für die nachstehende Tabelle haben wir unterstellt, das Ziel sei lediglich, den gegenwärtigen Aktienkurs zu rechtfertigen (da wir ja wissen wollen, ob er „günstig“ oder „teuer“ sei...). Wieviel Wachstum in den Cash Flows müssten die untersuchten Schweizer Firmen in den nächsten Jahren hinlegen, um den gegenwärtigen Aktienkurs zu rechtfertigen? Und wie misst sich dieses verlangte Wachstum an der langfristigen Entwicklung der betreffenden Unternehmungen?

Stimmen nun die durch den Markt implizierten Erwartungen an die Unternehmungen mit dem überein, was vernünftigerweise von einer Branche in den nächsten paar Jahren erwirtschaftet werden kann oder was unsere Konjunkturerwartungen für die nächste Zeit hergeben? Eine solche Fragestellung führt entweder zu Korrekturen unserer ökonomischen Lagebeurteilung, oder wir kommen im Extremfall tatsächlich zum Schluss, dass man sich den Erwartungen des Marktes entgegenstellen muss. In unserem Bankhaus haben wir in den letzten Monaten Branche um Branche, Unternehmung um Unternehmung auf implizite Cash-Flow-Erwartungen hin untersucht. Quintessenz der grossangelegten Rechenübung ist, dass in vielen Fällen auch auf heutigem Niveau der Aktienkurse zum Teil respektable Steigerungen bei den Cash-Flows erforderlich sein werden müssen,

damit ein auch nur moderater Kursanstieg gerechtfertigt ist. (Das in der Tabelle aus Gründen der Deutlichkeit suggerierte „Halten“ des momentanen Kursniveaus wäre für den Anleger ja keinesfalls akzeptabel; er muss angesichts der Risikonahme mit einer angemessenen Rendite entschädigt werden.)

**Tabelle 2: Was wäre nötig, um die Kurse halten zu können?**

Firma	Benötigtes jährliches FCF-Wachstum 01-05	Trendwachstum FCF 95 - 00	
ABB	15.8%	-34.7%	1)
Ciba SC	-10.5%	125.9%	2)
Clariant	7.8%	0.7%	3)
Ems-Chemie	15.1%	-13.4%	
Givaudan	-16.4%	3.5%	2)
Holcim	11.7%	25.7%	
Kudelski	84.2%	64.0%	3)
Lonza	15.1%	10.3%	4)
Nestlé	9.8%	33.4%	
Novartis	6.5%	44.4%	
Richemont	24.9%	11.8%	
Roche	11.4%	-21.2%	5)
Serono	42.0%	120.6%	2)
Swatch Group	3.6%	27.2%	
Syngenta	-5.0%	N.A.	

FCF = Free Cash Flow (gemäss Definition Bloomberg); als Basis für die Berechnungen des benötigten FCF-Wachstum wurde der FCF des Jahres 2000 und der Börsenkurs vom 23.8.2001 benützt; das langfristige Wachstum ab 2005 wurde für alle Firmen mit 3,4% angenommen (entspricht dem erwarteten nominellen Wachstum des Welt-BSP); als Abdiskontierungszinssatz wurde für alle Firmen 8,6% eingesetzt; das Trendwachstum der FCF 95-00 beruht auf einer Regression der jährlichen FCF-Zahlen dieser Jahre; Datenquelle: Bloomberg, eigene Berechnungen. Fussnoten: 1) Trendwachstum 98-00; 2) 97-00; 3) 96-00; 4) 99-00; 5) 11.4% FCF-Wachstum inkl. nichtbetrieblicher Aufwand und Ertrag

Aufgrund solcher oder ähnlicher Überlegungen wäre es nun möglich, zu einer sehr gezielten Selektion von Aktienanlagen zu gelangen. Unsererseits beschränken wir uns darauf, die fraglichsten Wachstumserwartungen ins Visier zu nehmen. So haben wir in den letzten Wochen den uns besonders beängstigenden Telecom-Bereich unter die Lupe genommen. Wenn nun in diesem Sektor Cash-Flow-Steigerungen von 30 und mehr Prozent p.a. über die nächsten Jahre an den Tag gelegt werden müssten, um das momentane Aktienkursniveau zu rechtfertigen, dann wagen sogar wir uns auf finanzanalytische Äste hinaus und bezeichnen die Bewertungen als für unseren Geschmack zu hoch. Dies trotz den Kursrückschlägen der letzten Monate. Wie in aller Welt soll denn mehr und noch mehr Geld erwirtschaftet werden, wenn alles darauf hinweist, dass die Margen nur noch geringer wer-

den? Und kann denn die Menschheit mehr als 24 Stunden am Tag telefonieren?

So eindeutig wie im Telecom-Bereich liegen die Verhältnisse sonst aber kaum. Auch Gewinn- bzw. Cash-Flow-Erwartungen unterliegen Veränderungen in der generellen konjunkturellen Einschätzung, vor allem aber auch bezüglich der künftigen technologischen Entwicklung. Zu hohe Selektivität aufgrund von derzeit als absurd erscheinenden Annahmen für die künftige Entwicklung ist gefährlicher als eine ausgewogene Diversifikationsstrategie, welche zwar a priori mit dem einen oder anderen „Fehl“-griff rechnet, aber auch Gewissheit gibt, dort, wo künftiges Wachstum sich dann eben doch einmal überraschend einstellt, wenigstens teilweise dabeizusein.

## 8. Schelte für die Finanzanalyse

Ein kurzer Exkurs ist an dieser Stelle fällig. Vor einigen Monaten haben wir bei der Behandlung von Fragen der „Corporate Governance“ den Vergleich einer Börsenbaisse mit dem jährlichen Absenken des Wasserspiegels der Grachten in holländischen Städten verwendet: Es kommen rostige Fahrräder an die Oberfläche. Die Anzahl von Chefetagen, die in den letzten Monaten angesichts trauriger Performance nicht durcheinandergerüttelt wurden, hat sich noch einmal verringert. Dennoch ist festzustellen, dass nach wie vor krampfhaft versucht wird, die mageren Ergebnisse zu schönen.

Zum diesbezüglichen Modetrend gehören derzeit Sonderabschreibungen und Restrukturierungskosten. Oder man kapriziert sich auf die Optimierung einer einzelnen, insgesamt gesehen eigentlich gar nicht so relevanten Kennzahl. Nach Jahren der Überbewertung des Returns on Equity (ROE) ist es heute die Kennzahl des EBITDA, das heisst des Gewinnes vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen. Eine praktische Kennzahl, zugegebenermassen, denn sie lässt den betrieblichen Erfolg verschiedener Unternehmungen einfach, das heisst unter weitgehendem Ausschluss firmenspezifischer Eigenschaften, miteinander vergleichen (um dann zum Ergebnis zu gelangen, eine Aktie sei „billig“ oder „teuer“...). Eine wesentliche Frage dieser firmenspezifischen Eigenschaften ist aber die, wie man mit Investitionen umgeht und in welchem Masse man in der Lage ist, sie zu finanzieren. Und nur unter Berücksichtigung der Abschreibungen kann man schliesslich beurteilen, ob sich die Investitionspolitik überhaupt auszahlt oder nicht.

Zu Schönungs Zwecken gibt es natürlich auch noch weitere Tricks, und laufend werden neue erfunden. Der Boom der neunziger Jahre liess bekanntlich die Saläre teilweise exorbitant in die Höhe schnellen. Zum Teil aus Gründen der Anreizsituation, darüber hinaus aber vor allem zum Zwecke der Verschleierung, ging man dazu über, Teile des Salärs in Form von Optionen auszubezahlen. Systematisch und auf die Dauer angewandt, kommt eine Verwässerung des Eigenkapitals durch die Ausübung von Optionen aber selbstverständlich einer Belastung gleich, die sich in nichts von gewöhnlichen Personalkosten unterscheidet. Man müsste sie auch als solche ausweisen, und dann sähe manches Ergebnis weniger brillant aus. Man hört von finanzanalytischer Seite eindeutig zu wenig gegen solche- und andererlei Machenschaften.

Im Gegenteil: Die rostigen Fahrräder aus der Welt der Unternehmungsführung werden nun noch ergänzt durch jene der Finanzanalyse. In den letzten Monaten kamen einige sehr fragwürdige Machenschaften aus diesem Berufsstand zum Vorschein und sind nun auch Gegenstand von strafrechtlichen Nachforschungen. Der Vorwurf muss aber weiter greifen. Untersuchungen zeigen eine systematische Parteinahme der Finanzanalysten zugunsten der von ihnen untersuchten Unternehmungen resp. deren Top-Management auf. Man kann dies psychologisch zu deuten versuchen. Naheliegender für uns ist die Erklärung, dass die allermeisten Finanzanalysten halt Teile eines (Marketing-)Systems bzw. einer Produkte-Pipeline des Investment-Banking sind und als solche unter einem zumindest impliziten Erwartungsdruck stehen. Fazit: Ein gesundes Mass an *Skepsis* ist mehr als angebracht. Ende des Exkurses.

### 9. Neustart – aber wie?

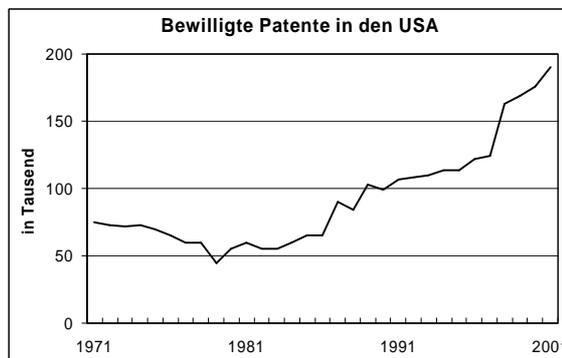
Unsere Lagebeurteilung der Weltwirtschaft mit zwei eher negativ zu bewertenden zu anderthalb eher positiven Elementen kann nach dem Gesagten ergänzt werden durch die Aussage, dass bezüglich der Aktienmärkte sowohl für die Variante „billig“ wie auch für die Variante „teuer“ gute Gründe angeführt werden können, insoweit man diese Kategorien überhaupt als relevant ansehen mag. Ganz offensichtlich besteht aber wenig Einigkeit bezüglich „vernünftiger“ Bewertung, denn allzu oft gibt es selbst bei ganz grossen Blue Chips Bewertungsdifferenzen von mehreren Prozentpunkten innerhalb weniger Börsenstunden. Dies weist auf höchst verschiedene Stand-

punkte und Gefühle bezüglich künftiger Wachstumsaussichten hin.

Unsere Interpretation sowohl für den seinerzeitigen Investitionsboom, der ja die Wachstumserwartungen dermassen beflügelte hatte, wie auch für den Zusammenbruch der Nachfrage nach Investitionsgütern basiert auf Überlegungen zur *realen* Situation von Wirtschaft und Technik. Sehr viel häufiger wird endogen-zyklisch argumentiert.

Folgt man unserer Argumentation, dann ist eher unwahrscheinlich, dass die Wirtschaft „von selbst“, also zyklisch, bald schon wieder zu den geübten Wachstumsraten zurückfindet. Aus unserer Sicht braucht es *kraftvolle reale Impulse*, um den Glauben daran, dass man wieder investieren müsste, aufs Neue anzufachen. Kommen solche Impulse erneut aus dem Technologiebereich? Möglicherweise. Die nächste Generation der Internettechnologie steht im Grunde genommen bereit, und es wäre naiv zu meinen, die immensen Vorzüge dieser Art von Kommunikation wären anno 2001 einfach vorbei und wertlos. Vielleicht kommt der nächste starke reale Impuls aber auch von biotechnologischer Seite. Oder die „Old Economy“ ist plötzlich in der Lage, das „Neue“ endlich anzuwenden und damit Geld zu machen.

*Die Welt geht auch nach 2001 weiter.* Dass der Erfindungsgeist nach wie vor am Werk, ja in letzter Zeit offenbar noch beflügelt worden ist, zeigen die in den USA zur Anmeldung gelangenden Patente überdeutlich auf. Es bleibt uns Anlegern nichts anderes übrig, als dabei zu sein und dabei zu bleiben, denn wo der nächste Schub erfolgt, und vor allem wann, ist völlig ungewiss.



Quelle: Patent & Trademark Office, Business Week 08/01; eigene Darstellung

KH, 27.8.2001