

## Investieren im Jahr darnach

### 1. Der Segen der Sequenzierung

Noch kaum je wurde ein Jahresende sehnlischer erwartet als dasjenige von 2001. „Annus horribilis“, Jahr des Schreckens, wurde es von den Leitartiklern getauft, und man war sich einig: Schlimmer kann ein nächstes kaum mehr werden, was dann umgehend auch zum Anlass genommen wurde, eine Portion Optimismus und doch noch ein wenig Champagnerlaune zum Jahresende zu verbreiten. Solcherlei gehört natürlich zu den Aufgaben von Leitartiklern, und letztlich ist Optimismus immer eine Frage des Niveaus, von dem aus man die Zukunft betrachtet.

Die Unterteilung des Flusses der Zeiten in Jahre, Tage, Stunden, Minuten und Sekunden ist eine praktische Erfindung und Massnahme der Menschheit, die hilft, Vergangenes wegzustecken und Neues in Angriff zu nehmen. Die Zeiteinteilung ist sozusagen eine Art Konkursrecht für das Gewesene – es wäre nur schwer vorstellbar, die gesamte Last aller Fehler aus der Vergangenheit auf die Dauer mittragen zu müssen. Ja, auch die Erinnerung an gehabte Freuden vermag die Zukunft nicht unbedingt zu versüssen, denn gehabt bleibt leider gehabt... Die Sequenzierung der Zeit erlaubt, Dinge abzuhaken. Darüber hinaus kann man den Vergangenheiten Prioritäten zuordnen: Vergangenes und Vergangeneres definieren und das Erinnerungsvermögen steuern. Bald einmal wird völlig selektiv nur noch das unsere Gedanken prägen, was uns besonders freut oder besonders stört, und je nach charakterlicher Vorgabe werden wir die Verantwortung für Ersteres dann vor allem uns selber, für das Letztere allen anderen zuordnen.

Zwei für den Anleger relevante Konsequenzen aus diesem Umgang mit Vergangenen und mit Zukünftigem sind zum einen ein immanenter Hang zu (zu) positiver Sichtweise, vor dem man sich in Acht nehmen müsste, und zum andern eine Tendenz zur Selbstüberschätzung der eigenen Urteilsfähigkeit bezüglich künftiger Ent-

wicklungen. Wenn man die Börsenprognosen der ganz grossen und wichtigen Wertschriftenhäuser für das Jahr 2001 nochmals aus den Aktenbergen herausklaubt, dann zeigt sich eine erstaunliche Konvergenz des Optimismus und eine doch ziemlich peinliche Höhe des Prognosefehlers von durchschnittlich(!) beinahe 23 Prozent. Das hält aber fast alle besagten Häuser nicht davon ab, auch für 2002 wieder optimistisch zu sein, wenn auch in etwas bescheidenerem Ausmass, aber immerhin. Angesichts früherer Fehlprognosen das Handwerk der Vorhersage aufzugeben, daran denkt offensichtlich niemand. Der Segen des Abhakendürfens gilt eben für alle und für einige ganz besonders.

### So kann man danebenliegen:

Wertschriftenhaus	Prognose Dow Jones Index für 2001	Prognosefehler <sup>1</sup> 2001	Prognose Dow Jones Index für 2002
JP Morgan	11'000	9.8%	8'500
Merrill Lynch	11'000	9.8%	10'000
Bank of America	11'500	14.8%	10'400
CSFB	12'650	26.2%	11'400
Goldman Sachs	13'000	29.7%	11'850
Lehman Brothers	13'000	29.7%	11'500
UBS Warburg	13'900	38.7%	N/A
Mittelwert der Prognosen	<b>12'293</b>	<b>22.7%</b>	<b>10'608</b>

<sup>1</sup> Prognose minus Stand per Ende Dezember

Quelle: Barrons

Nun wollen wir allerdings keinesfalls selber dem Fehler verfallen, eigenen unberechtigten Optimismus und eigene Selbstüberschätzung der Urteilsfähigkeit zu beschönigen. Das wäre in Zeiten der Performancegespräche mit Vermögensverwaltungskunden in hohem Masse unklug. Vielmehr wollen wir in diesem Anlagekommentar einerseits der Frage nachgehen, ob das Denken in fixen Zeiträumen, zumeist dem Betrachtungsraum eines Jahres, den Anforderungen für strategisches Investieren gerecht wird. Es zeigt sich, dass das Zerhacken von Epochen in relativ kurze Abschnitte den Blick auf grössere Zusammenhänge verstellt und deshalb gefährlich ist. Andererseits werden wir als Folge dieser Erkenntnis darzustellen versuchen, weshalb ein relativ optimistisches Bild auf längere Frist gerade dann berechtigt ist, wenn man Vergangenes

nicht einfach dem Abfallkübel der Geschichte anvertraut. Die Relativierung der Probleme von heute und morgen durch den nüchternen Vergleich mit früheren Belastungen und Fehlentwicklungen lässt durchaus Hoffnungen zu.

## 2. Die Neunziger Jahre sind zu Ende

Den langjährigen Lesern dieses Anlagekommentars sind die Megatrends, die grossen Entwicklungslinien, die wir für die Neunziger Jahre des 20. Jahrhunderts herausgearbeitet hatten, vermutlich noch in Erinnerung. Ausgehend von dem epochalen Ereignis nach dem zweiten Weltkrieg, dem Fall der Berliner Mauer Ende 1989 und dem Zerfall des Sowjetimperiums in der Folge, wiesen wir auf die buchstäblich schockartig *erhöhte Verfügbarkeit* der Produktionsfaktoren *Land und Arbeit* hin und prognostizierten eine längerdauernde Tendenz zu Disinflation und zu geldpolitischer Entspannung. Der Verlauf der Inflationsraten und der Zinsen in den OECD-Ländern bestätigten im Laufe der Neunziger Jahre die Vorhersage. Diese eine, grosse Entwicklung wurde überlagert durch den ebenso stupenden Siegeszug der modernen Informations- und Kommunikationstechnologie. Er führte zu einer deutlichen *Senkung der Informations- und Transaktionskosten* in globalem Massstab und zum Ende vieler kartellistischer Angebotsstrukturen. Die früher ziemlich unangefochtene Pricingpower auf der Angebotsseite zerfiel zusehends – die disinflationären Kräfte wurden dadurch noch verstärkt. Ebenfalls in diese Richtung wirkte der vor allem in den USA verzeichnete markante Produktivitätsanstieg zwischen 1995 und 2000, der sich im wesentlichen aber auf die technologieintensiven Sektoren beschränkte. Ein dritter Megatrend zeichnete sich gegen Ende des zweiten Jahrtausends dann durch die weltweite Einführung der Internet-Technologie ab: *Wissen* ist seither nicht mehr Privileg der gebildeten Schichten in den reichen Industrieländern, sondern steht nun in höchst *demokratisierter und sozialisierter Form* mehr oder weniger der ganzen Welt und fast allen gesellschaftlichen Gruppierungen zur Verfügung. Die Konsequenzen dieser grossen Entwicklungslinien können erst erahnt werden.

Die Neunziger Jahre des letzten Jahrhunderts war auch die Zeit der sich eliminierenden Budgetdefizite der Staatshaushalte in den Industrieländern und der gigantischen Privatisierungsaktionen im Bereiche der bisherigen Staatsmonopole. Ironischerweise waren just in diesem Zeitraum zur Hauptsache sozialistische und linksliberale Regierungen an der Macht: Die Regie-

rung Clinton in den USA, Blair in England, Schröder in Deutschland und Jospin in Frankreich. Es wird schwierig sein, der Nachwelt zu erklären, dass all die enorm positiven Entwicklungen der Neunziger Jahre *nicht wegen*, sondern *trotz* diesen politischen Konstellationen stattgefunden haben. Die Geschichtsschreibung neigt seit je zum „post hoc, ergo propter hoc“, d.h. zur direkt kausalen Verknüpfung zweier zeitlich nahe aufeinanderfolgender oder sich überlappender Tatsachen. Es ist aber völlig klar, dass auf der einen Seite angesichts des weitgehenden Wegfalls einer äusseren Bedrohung die Aufwendungen für die Verteidigung wesentlich gesenkt werden konnten und dass auf der anderen Seite die sich rasant verbessernde Gewinnsituation der Wirtschaft wie auch die Erlöse aus dem Verkauf von Staatsunternehmungen zu massiv höheren Staatseinnahmen führten. In dieser Situation Budgetüberschüsse zu produzieren, ist keine Kunst. De facto wurde der Rest der staatlichen Aufgaben nicht reduziert, sondern im Laufe der Neunziger Jahre weiter ausgebaut. Ganz abgesehen davon: Wenn jemand als grosse Deregulierer und Privatisierer in die Geschichte eingehen müssten, dann wären es nicht Clinton und Blair, sondern Reagan und Thatcher.

Wir erachten es deshalb als problematisch, einen politischen Megatrend für die Neunziger Jahre konstruieren zu wollen. Der politische Sektor war, absolut gesehen, in diesem Zeitraum nicht weniger expansiv veranlagt als zuvor. Hingegen verlor er relativ zur Dynamik der wirtschaftlichen Entwicklung und zum Aufbrechen der die Wirtschaft betreffenden Strukturen an Gewicht. Dass ein Rückgang an wirtschaftlicher Dynamik dann diese relative Gewichtung wieder verschiebt, liegt auf der Hand. Darauf ist unter dem Titel der Re-Regulierung und des Fiskalismus zurückzukommen.

Nun ist offenkundig, dass die aufgezeigten ökonomischen *Megatrends* der Neunziger Jahre mehr oder weniger der *Vergangenheit* angehören. Bezüglich der Möglichkeit, weltweit in völlig freier Weise die Produktionsfaktoren Land und Arbeit nutzen zu können, machte die Schwellenland-Krise 1998 bereits einen ersten Strich durch die Rechnung. Die schwer definierbare Sicherheitslage nach dem 11. September 2001 führt, zumindest für bestimmte Weltregionen, zu einer weiteren Ernüchterung für Direkt- und schon gar für Portfolioinvestitionen ausserhalb der OECD-Länder. Widerstand ergibt sich aber auch auf der anderen Seite: Die Hüter des bisherigen Angebotskartells für Arbeit in den Industrienationen, die Gewerkschaften, wurden teil-

weise abgelöst durch Gruppierungen, die unter dem neuen Label von „Globalisierungsgegnern“ auftreten, um dem freien Austausch von Gütern und Dienstleistungen möglichst viele Hindernisse in den Weg zu stellen. Sekundiert werden sie dabei von den Vertretern der in den meisten OECD-Ländern hochsubventionierten Landwirtschaft. Mit von der Partie sind selbstverständlich all jene, die es gut meinen, aber notorisch von ökonomischen Zusammenhängen keine Ahnung haben. – Obschon natürlich mit dem Beitritt Chinas zur Welthandelsorganisation WTO ein nächster grosser Schritt in Richtung Globalisierung bevorsteht, gilt es heute festzuhalten, dass zumindest ein Marschhalt eingelegt wurde und dass von Seite der Globalisierung nicht so rasch mit neuen Impulsen für die Weltwirtschaft zu rechnen ist.

Auch der zweite grosse Megatrend, die massive Senkung von Informations- und Transaktionskosten durch den Einsatz der modernen Informations- und Kommunikationstechnologie, hat sich deutlich verlangsamt. E-Mail und Internetplattformen haben zwar die meisten Unternehmungen grundlegend verändert, und auch zwischen den Anbietern sind viele Abläufe vereinfacht, entkrustet und entkartellisiert worden. Mit den unbestreitbaren Erfolgen im B2B-Geschäft (Business to Business) vermögen aber die Veränderungen im Geschäft mit den Konsumenten in keiner Weise Schritt zu halten. Die traditionellen Distributionskanäle für den Endverbraucher erweisen sich als überraschend stabil. Wesentliche, neue Impulse für das wirtschaftliche Gesamtgeschehen sind von dieser Seite vorderhand nicht absehbar.

Fragt sich also, was denn sonst das grosse Bild derzeit füllt und ausmacht. Gibt es neue Entwicklungslinien, die sich abzeichnen, und aus denen man allenfalls Vorhersagen für die Zukunft ableiten könnte?

### **3. Widersprüchliches, Redundantes und Unzusammenhängendes**

Eine Warnung vor allzu viel Verallgemeinerung ist vor der Suche nach neuen Megatrends allerdings angebracht. Es ist gefährlich, die Welt als zusammenhängendes, nach bestimmten oder gar bekannten Gesetzen funktionierendes System zu sehen. Gefährlich deshalb, weil man allzu schnell geneigt ist, Kausalitäten abzuleiten und daraus Rezepte zu formulieren. Vor kurzem bekamen wir Einblick in eine Studie, die den Zusammenhang zwischen der konjunkturellen Entwicklung verschiedener Wirtschaftsregionen untersuchte. Ernüchterndes Ergebnis: Es existieren sozusagen

keine nennenswerten Korrelationen zwischen der wirtschaftlichen Entwicklung in Nordamerika und in Europa. Auch Japan und die südostasiatischen Tigerstaaten bewegen sich konjunkturell völlig unabhängig vom Rest der Welt, ja, selbst untereinander scheinen keine nennenswerten Abhängigkeiten existent zu sein. Die Studie untersuchte auch verschiedene zeitliche Differenzen in der Wirtschaftsentwicklung der Wirtschaftsblöcke – auch hier keine sichtbaren Zusammenhänge!

Das Resultat der Studie ist intellektuell *höchst beunruhigend*. Denn wenn sie wirklich zutrifft, dann ist es auch ziemlich sinnlos, von einer Weltkonjunktur zu sprechen. Just diese Weltkonjunktur ist nun aber das Lieblingsobjekt von volkswirtschaftlichen Experten und Analysten. Wenn die Studie wirklich stimmt, dann ist es überdies auch ziemlich unsinnig, von den USA als globaler „Konjunkturlokomotive“ zu reden. Konjunkturelle Entwicklungen scheinen eher auf Zufälle oder auf Veränderungen an den inneren oder äusseren, spezifischen Rahmenbedingungen zurückzuführen sein. Auch das ist beunruhigend. Denn wenn es zutrifft, kann man zum einen einige Kubikmeter Analysematerial fortwerfen – welche Studie des IMF, der OECD und der vielen weiteren Agenturen, die sich auf irgendeine Weise für die Konjunktur zuständig fühlen, spräche nicht von der Lokomotiv-Funktion der USA? Zum andern werden all jene Lügen gestraft, die das Heil immer und nur in der oberen und obersten Instanz suchen und sich um die Verbesserung der Binnenbedingungen herumdrücken.

Unkorrelierte, zufällig oder durch spezifische Veränderungen geprägte Regionalkonjunktoren kontrastieren scharf mit den hochkorrelierten internationalen Finanzmärkten. „Wenn Wall Street hustet...“ Auch das ist beunruhigend. Denn wenn es zutrifft, dann haben die Entwicklungen an den Finanzmärkten nur wenig mit den spezifischen konjunkturellen Voraussetzungen zu tun. Welche Börsenprognose stützt sich aber nicht auf die Vorhersage für das jeweilige konjunkturelle Wachstum ab?

Fragen über Fragen auch in anderen Bereichen. Wir haben auf die Ironie des Schicksals hingewiesen, dass ausgerechnet die konvergent sozialistischen oder linksliberalen Regierungen Europas und der USA die Budgetdefizite zum Verschwinden brachten und zu den grossen Deregulieren und Privatisieren der Geschichte wurden. Das scheinbar Widersprüchliche ist vermutlich viel eher schlicht unzusammenhängend. Das

ist für unser auf Kausalitäten ausgerichtetes Denken nur schwer akzeptierbar.

Noch schwieriger zu verstehen und hinzunehmen ist schliesslich, wenn grundsätzlich verschiedenartige Entwicklungen aus reinem Zufall während einer bestimmten Zeit gleich oder sehr ähnlich verlaufen. Wenn die Regionalkonjunktoren auf dieser Welt tatsächlich weitgehend unabhängig verlaufen, dann dürfte es doch eigentlich auch nicht passieren, dass es zu einer weltweit konvergierenden konjunkturellen Abkühlung kommt, wie wir sie jetzt gerade verzeichnen. Dürfte es nicht? Man nehme einmal 5 Würfel und würfle, bis mindestens 4 davon eine gleiche Zahl zeigen. Das kommt im Durchschnitt etwa alle 50 Mal vor. Wenn man nur drei (zufällige) Konvergenzen fordert, dann tritt der Fall sogar jedes fünfte Mal ein, also relativ häufig. Wohl mit ein Grund, weshalb man so gerne von einer Weltkonjunktur spricht.

Überflüssige Gedankenspiele? Mitnichten. Die *vermeintlichen Kausalitäten* führen nämlich allzu oft nicht nur zu Fehlschlüssen von Analysten und Investoren, sondern verleiten, viel schlimmer noch, dazu, das vermeintlich konsistente System steuern zu wollen. Die genannte Tendenz zur Delegation von Aufgaben, die man nicht selber lösen will, an immer höhere und noch höhere Instanzen, bis man auf Ebene der EU, der Weltbank und beim IMF angelangt ist, hat viel zu tun mit völlig *unangebrachten Machbarkeitsvorstellungen*, aus denen diese grossen Agenturen der Welt ihre Daseinsberechtigung und ihren Machtanspruch ableiten. Wir werden weiter unten noch zeigen, dass daraus der Stoff der grossen internationalen Krisen gemacht ist, wie wir sie im Laufe der letzten 10 Jahre und ganz zuletzt am Beispiel Argentiniens miterleben mussten.

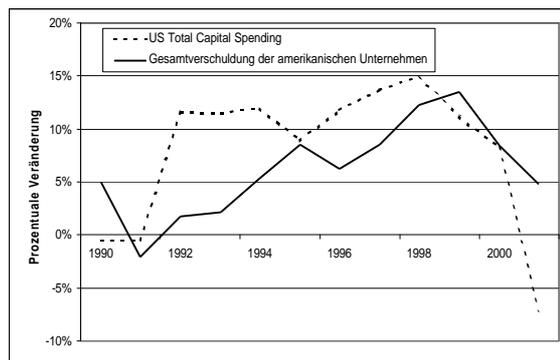
#### 4. Auf der Suche nach neuen Megatrends

Der Vorbehalt läuft also darauf hinaus, dass es für die Weltwirtschaft und die Weltpolitik entweder kein System im engeren Sinne der Steuerbarkeit gibt oder dass wir es nicht kennen und verstehen und schon gar nicht beherrschen. Unter Berücksichtigung dieses Vorbehalts wollen wir nun dennoch versuchen, einige mehr oder weniger allgemein gültige Entwicklungslinien zu suchen, welche die Gegenwart prägen und für den Gang der Dinge von Bedeutung sein werden.

Zunächst gibt es da einmal eine Menge Aufräumarbeiten aus der Boomzeit der Neunziger Jahre zu erledigen. Der geschichtlich gesehen

wohl ziemlich einzigartige reale Schock von neuen Technologien führte in der Wirtschaft namentlich Nordamerikas zu einer regelrechten Investitionswut, die es seit dem Frühjahr 2000 nun zu verdauen gilt. Nachstehende Grafik gibt den enormen Anstieg der Kapitalausgaben in den USA und die damit einhergehende Verschuldung im Unternehmensbereich wieder. Die Verschuldung steht in einem Gegensatz zu den bei der heutigen Nachfrage notwendigen Kapazitäten.

#### Der Leverage der US-Wirtschaft



Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Das De-Leveraging des Unternehmenssektors ist im Gange, oder volkswirtschaftlich ausgedrückt: Der (aus heutiger Sicht) übertriebene Kapitalstock wird soweit abgebaut, bis die zu erwartenden Kapitalerträge ein neuerliches Investieren wieder attraktiv erscheinen lassen. Dieser Prozess war schmerzhaft und wird es noch eine Weile bleiben. De-Leveraging heisst in der Praxis der einzelnen Unternehmung nämlich zunächst Reduzierung des Werts zu hoch gewählter Bilanzpositionen zu Lasten des Unternehmensergebnisses bzw. des Eigenkapitals. Dadurch würde sich der Verschuldungsgrad zusätzlich erhöhen. Um dies zu verhindern, muss gespart werden. Sparen kann man durch Verzicht auf Investitionen oder durch Redimensionierungen. Wenn dies alles nicht mehr möglich ist, weil man zu wenig Erträge generiert oder weil keine Zeit zur Rückführung der Schulden zur Verfügung steht, droht schlicht und einfach der Konkurs. Die Schmerzhaftigkeit des Prozesses zeigt sich mit anderen Worten auf vier Ebenen: Beim Aktionär, dessen Anspruch auf das Eigenkapital bzw. das Unternehmensergebnis reduziert wird, bei der Wirtschaft als ganzer, weil der Spardruck keine neuen Investitionen mehr zulässt, beim Arbeitnehmer, der entlassen wird, und schliesslich allenfalls beim Gläubiger, der seine Guthaben verlieren kann. De-Leveraging hat nur sehr wenig mit dem jeweiligen Zinsniveau zu tun; die vielfachen Zinssenkungen der Notenbanken

werden deshalb in diesem Bereich auch nicht allzu viel ausrichten. Der Prozess ist voraussichtlich lang und mühselig. Auf Seiten der Investoren bedeutet De-Leveraging das Gegenteil der wundersamen Vermehrung von Geld durch immer höhere Risikonahme. Die mit einer soliden Eigenkapitaldecke ausgestatteten, ehrlich bilanzierenden, margenstarken Unternehmungen werden relativ besser abschneiden als irgendwelche Weltmeister im Dreschen von leerem Stroh.

Ein zweiter Megatrend, auf den wir bereits in den beiden Anlagekommentaren nach dem 11. September 2001 hingewiesen haben, ist eine Beschleunigung des *Re-Regulierungsprozesses*, wie er sich schon vor den Terroranschlägen angekündigt hatte. Die Privatisierungswelle der Neunziger Jahre und vor allem aber auch die Technologie-Euphorie haben substantielle soziale Kosten verursacht, die vom politischen System nicht einfach folgenlos hingenommen werden. In der Sache vermutlich völlig unrichtig, von der politischen Anreizsituation her aber absolut nachvollziehbar, wird das Heil für sogenanntes „Marktversagen“ und dergleichen in zusätzlicher staatlicher Kontrolle gesucht. Die Terroranschläge vom September letzten Jahres haben nun namentlich in Amerika zur Folge, dass niemand mehr auf die Gefahr des hundertfach bewiesenen und teuer bezahlten „Staatsversagens“ hinzuweisen wagt. Momentan wird in den USA alles, was auch nur ein wenig kritisch mit den staatlichen Institutionen umgeht, als „unamerikanisch“ und unpatriotisch und gegebenenfalls verräterisch eingestuft. Für Europa, das dringend auf handfeste Harmonisierung angewiesen ist, kam die Notwendigkeit einer effektiven Verfolgung der Terroristen gerade rechtzeitig, um alle möglichen fiskalischen Bedürfnisse in das Revirement der Staatsmacht einzubringen. So werden nun halt in Zukunft Steueründer und Zigarettenschmuggler mit denselben polizeilichen Instrumenten und Vollmachten verfolgt werden wie mordende Terroristen. Auf der Strecke bleibt dabei das Prinzip der Angemessenheit des staatlichen Handelns.

Re-Regulierung und Rückbesinnung auf die Interessen des Fiskus stehen in engem Zusammenhang. Halbherzige oder halbwertige Privatisierungen im Energiebereich oder bei den britischen Eisenbahnen, der Kollaps halbstaatlicher und hochregulierter Unternehmungen wie Swissair und ähnliche Fälle hinterlassen den Eindruck, der private Sektor habe versagt bzw. er sei grundsätzlich gar nicht in der Lage, wesentliche Aufgaben des sogenannten „Service Public“ zu erfüllen. Obwohl die genaue und unvoreingele-

nommene Analyse wohl anderslautende Ergebnisse zeitigen würde, muss zur Kenntnis genommen werden, dass in nächster Zeit neue Privatisierungsanstrengungen ziemlich aussichtslos sein werden, ja, dass das Rad sich eher zurückdrehen wird. Katastrophen-Ereignisse wie der 11. September veranlassen die staatlichen Instanzen zu massiven fiskalischen Interventionen. In der Schweiz stecken Bund und Kantone unter dem Titel der Wahrung der nationalen und regionalen Interessen Milliarden in den Flugverkehr, in den USA ist ein fiskalisches Stimulierungsprogramm geplant, wie man es seit den Siebziger-Jahren nicht mehr gesehen hat. Das relative Gewicht des staatlichen Sektors verschiebt sich zu Lasten des privaten Sektors. Neue oder höhere Verschuldung des Staates und/oder höhere Steuern werden die Folge sein.

### 5. Strategische Konsequenzen

Die zwei beschriebenen Megatrends, das De-Leveraging im Unternehmensbereich sowie Re-Regulierung und Revirement der fiskalischen Tätigkeit sind im Gange und beeinflussen das Wirtschaftsgeschehen in beträchtlichem Umfang. Als Investor darf man sich nichts vormachen: Die Renditeaussichten werden durch solche grundlegenden Entwicklungen nicht besser. De-Leveraging geht zu Lasten des Unternehmenserfolgs bzw. des Eigenkapitals, und wenn dies nicht reicht, bekommt auch noch der Gläubiger seinen Teil ab. Re-Regulierung ist einerseits direkt kostenwirksam und füllt mit Sicherheit die Kassen der Anwälte und der Beratungsgesellschaften. Schlimmer sind die indirekten Kosten, die sich aus der Tendenz zu erneuter Kartellisierung und aus der fortgesetzten Pflege sogenannt „natürlicher Monopole“ ergeben.

### Erwartungen für die kommenden Jahre

Anlagekategorie	vor 3 Jahren	Heute
Geldmarkt CHF	3.0%	3.0%
Geldmarkt EUR	4.6%	3.4%
Geldmarkt USD	8.0%	5.0%
Obligationen CH 3-5	4.6%	3.7%
Obligationen EU 3-5	6.8%	5.0%
Obligationen US 3-5	11.1%	6.6%
Obligationen JP 3-5	6.1%	5.7%
Aktien Schweiz	10.0%	6.1%
Aktien Europa	10.9%	6.8%
Aktien USA	14.2%	9.2%
Aktien UK	11.6%	6.7%
Aktien Japan	7.5%	5.5%

Quelle: Vescore/eigene Darstellung

Aufgrund dieser neuen Situation hat unser Bankhaus die strategische Asset Allocation grundlegend überarbeitet. Mit einem finanztheoretisch abgestützten Modell berechneten wir aus

Preisen, wie sie die Finanzmärkte in den letzten Monaten generiert hatten, implizite Renditeerwartungen. Sie sind deutlich tiefer als die entsprechend vor knapp drei Jahren errechneten Werte. Das finanztheoretische Modell liefert mit anderen Worten sehr ähnliche Ergebnisse wie die makroökonomischen Überlegungen, die wir oben entwickelt und dargelegt haben.

Veränderte Renditeerwartungen müssen zwingend zu einem Überdenken der Portfeuille-Strukturen führen. Der optimale Mix zwischen festverzinslichen Anlagen und Aktien bestimmt sich ja aus der Differenz zwischen den erwarteten Renditen und der Differenz im Risiko beider Anlagekategorien. Der Anleger wird entscheiden müssen, ob und inwieweit er bereit ist, Aktienrisiko zu tragen, wenn er dafür voraussichtlich nicht mehr so fürstlich belohnt wird wie in den Neunziger Jahren. Da auf der festverzinslichen Seite aber ebenfalls tiefere Erwartungssätze zu verzeichnen sind und da überdies das Risiko von festverzinslichen Anlagen in einer Zeit des De-Leveragings alles andere als Null ist, werden die Veränderungen der Portfeuille-Strukturen letztlich weniger dramatisch ausfallen, als man dies aufgrund der Differenzen zu den Erwartungen vor drei Jahren vermuten würde. Investieren bleibt halt auch in Zukunft eine Frage der Opportunitäten, die sich insgesamt aus den Märkten überhaupt ergeben.

## 6. Silberstreifen

Gerade berauschend fällt die Lagebeurteilung also nicht aus. Just deshalb ist es vermutlich richtig und wichtig, den Blick auf die reale Seite der Welt zu werfen. Schliesslich waren es in den goldenen Neunziger Jahren auch reale Veränderungen im politischen und im technologischen Bereich, welche die beschriebenen Megatrends auslösten. Was zeichnet sich, eventuell erst ansatzweise, bereits ab – wo gibt es Silberstreifen am Horizont?

Wir sehen im wesentlichen zwei Phänomene, welche die Welt und die wirtschaftlichen Strukturen rascher und tiefergreifend zu verändern in der Lage sein könnten, als dies gegenwärtig vermutet wird. Die eine Hoffnung heisst Technologie und die andere heisst, und das mag wahrscheinlich etwas überraschen, Russland.

Zunächst zur Technologie. So übertrieben die meisten Hoffnungen zwischen 1998 und 2000 gewesen sein mögen, so unterkühlt fallen unseres Erachtens die derzeitigen Lagebeurteilungen aus. Als ob der objektive Nutzen von schnelleren Chips, besserer Software, höherer Speicherkapa-

azität, besserer Datenkomprimierung, erhöhter Datensicherheit, schnellerem Memory-Zugriff usw. usf. belanglos wäre. Als ob es unwichtig wäre, ob Telefonkonferenzen mit Bild endlich einmal zu funktionieren beginnen oder nicht (und dies just in einer weltpolitischen Situation, die von hektischer Reisetätigkeit eher abraten lässt). Als ob es völlig irrelevant wäre, ob die elektronische Unterschrift endlich praktische Bedeutung erreicht oder nicht. Als ob niemand zur Kenntnis nehmen müsste, dass sich die meisten Unternehmungen durch die Möglichkeiten von E-Mail und Intranet strukturell massgeblich verändern, indem sie nämlich in ihren Organisationsformen deutlich flexibler und pragmatischer werden.

Noch viel weniger werden momentan die Implikationen auf der biotechnologischen Seite bedacht. Das allgemeine Denken wird immer noch stark vom dämlichen Dolly-Schaf beherrscht, das neuerdings offenbar an Arthritis leidet. Im Hintergrund spielt sich eine Entwicklung ab, deren Bedeutung gar nicht überschätzt werden kann. Es handelt sich um die Abkehr von der induktiven medizinischen Forschung zum deduktiven Vorgehen und um den Ersatz von „dummen“ Breitbandpharmazeutika durch intelligenten Medikamente. Die Biotechnologie erlaubt endlich, Krankheiten analytisch zu verstehen und entsprechende spezifische Mittel zu entwickeln. Es ist absehbar, dass dadurch die Gesundheitskosten dramatisch gesenkt werden können – mithin eines der ganz grossen Probleme, welche die Industrienationen vor sich herschieben.

Nach den euphorischen Neunziger Jahren, nach der Zeit von Goldgräberstimmung und Katzenjammer, beginnt nun eine neue Phase der breiten und konsequenten Anwendung des Wissens in allen gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Bereichen. So, wie die Eisenbahnen nach dem Rausch der Gründerzeit nicht einfach verschwunden sind, und so, wie das Automobil sich erst dann zum gesellschaftlich anerkannten Fortbewegungsmittel entwickelte, als die meisten Kutschenbauer als Automobilproduzenten aus dem Markt eliminiert worden waren, so wird auch im technologischen Bereich eine zweite Welle einsetzen, ein zweiter Megatrend. Er wird vorsichtiger, seriöser und auch etwas weniger galoppierend sein als der erste Schub. Mit Sicherheit wird damit Geld zu verdienen sein, und deshalb würden wir es als grundfalsch erachten, wenn man aus reiner Verleiderstimmung überhaupt keine Technologie mehr in den Portfeuille berücksichtigen würde.

Zum zweiten Silberstreifen am Horizont, zu Russland. Die weltwirtschaftlichen Augen sind derzeit selbstverständlich eher auf den dramatischen Krisenfall auf der anderen Seite des Globus gerichtet, auf Argentinien. Ein anfänglich erfolgversprechendes Konzept, die Anbindung der argentinischen Währung an den Dollar, hat in extremer Weise Schiffbruch erlitten. Weshalb? Weil die zu Beginn der Anbindung erreichte Stabilisierung nicht zu strukturellen Reformen genutzt wurde, sondern vielmehr das damals reichlich ins Land strömende Geld immer mehr in die traditionellen Kanäle von Korruption, Günstlingswirtschaft und Verbrechen gelenkt wurde. Durch die Peso-Anbindung war Argentinien eines der harmloseren Mittel beraubt, Versäumnisse auf der strukturellen Seite zu überspielen: Es konnte seine Währung nicht abwerten. Um das Anbindungsregime zu stützen, sprach die Weltbank noch im Herbst vergangenen Jahres massive Kredithilfe. Nun ist die Blase geplatzt, und den internationalen Agenturen IMF und Weltbank kommt in hohem Masse Mitschuld zu. Sie stehen zu stark unter dem Einfluss der Gläubiger von Wall Street, die um jeden Preis einen Schuldnerausfall zu verhindern trachten.

Andere und deutlich positivere Zeichen aus dem Land, das noch 1998 die grosse Finanzkrise ausgelöst hatte. Still und leise wurden in Russland in der Zwischenzeit einige höchst bemerkenswerte Reformen durchgeführt, und mit etwas Glück von Seiten höherer Erdölpreise waren die ersten zwei Jahre dieser Reformpolitik denn auch gesamtwirtschaftlich bereits erfolgreich: Russlands Wirtschaft wuchs im Jahr 2000 um 8 Prozent und in 2001 um immerhin 5 Prozent. Die Reformen konzentrierten sich bislang auf den Bereich der Einkommens- und der Unternehmenssteuer. Russland ist weltweit das einzige grosse Land, das sich zu einer Pauschalbesteuerung entschlossen hat. Für Private liegt der Steuersatz bei 13 Prozent, für Unternehmensgewinne bei 24 Prozent. Man müsste sich also selbst als Schweizer gelegentlich einen Umzug nach Moskau überlegen... Im Bereich der Sozialabgaben hat man sich für ein kapitalgedecktes Verfahren entschieden, das dem Versicherten sogar eine gewisse Mitsprache über die Art der Anlage erlaubt. Weitere Reformen gelten dem Vertragsrecht und dem Eigentumsrecht. Die Bestrebungen laufen konsequent in Richtung marktgerechter Anreize, was mittelfristig auf eine deutliche Reduktion der Korruption hinauslaufen wird.

Selbstverständlich bleibt man skeptisch, weil aus westlicher Warte ein etwas sehr autokratisches

Regime mit etwas sehr wenig demokratischer Legitimation am Werk ist. Wir vermuten aber, dass bei Gelingen des russischen Reformprojekts just die Frage des Primats der demokratischen Legitimation für Schwellenländer in Frage gestellt werden muss. Zu viele Reformprojekte in Nominaldemokratien rund um den Erdball sind im Sumpf von Oligarchie, Korruption und staatlich toleriertem und gestütztem Verbrechen steckengeblieben. Und stets sind sowohl die westliche Politik als auch die westliche Wirtschaft prominent im Sumpf dabei. Es könnte sein, dass Russland zum Muster für andere Schwellenländer wird, wie man es machen sollte. Das Primat bei den Reformen liegt eindeutig bei den rechtlichen und strukturellen Rahmenbedingungen für den privaten Sektor. Die Demokratie kann warten. Am Beispiel Chiles hatte sich allerdings gezeigt, wie wenig akzeptabel dieser Weg zu mehr Prosperität für die westliche Intelligenz ist... Dennoch: Wir sind zuversichtlich, dass ein wichtiger Megatrend der nächsten Jahre in einem Comeback der Schwellenländer liegt.

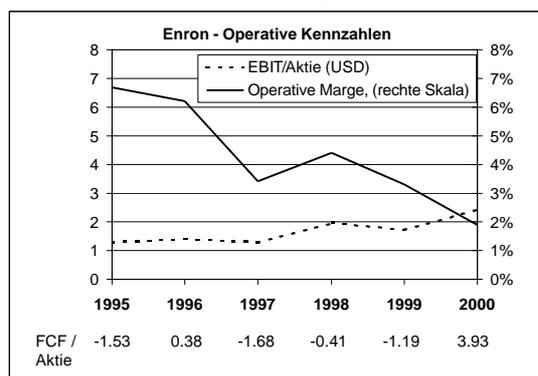
## **7. Investieren = Fehler vermeiden**

Die vier aufgezeigten Megatrends des ersten Jahrzehnts im dritten Jahrtausend sind nicht geeignet, dem Investor einfache Rezepte in die Hand zu geben. De-Leveraging und Re-Regulierung sind kein Umfeld für risikoarmes, ja blindes Investieren. Der zweite Technologieschub wird langsam anlaufen, und er wird seine Früchte auch nicht unbedingt dort zeitigen, wo man dies am ehesten vermutet. Vielleicht profitieren ziemlich „langweilige“ Sektoren deshalb am meisten, weil sie mit den geringsten finanziellen Lasten in die nächste Phase starten. Ein Comeback von Schwellenländern ist stets von enormen politischen Unsicherheiten geprägt. Euphorie in jene Richtung wäre völlig deplaziert, selbst wenn die Moskauer Börse im letzten Jahr mit +60 Prozent weltweit eine der attraktivsten war.

Unser Rezept für die kommenden Monate, vielleicht Jahre, läuft auf drei Kernsätze hinaus. Erstens wollen wir möglichst wenig Fehler beim Investieren machen. Es gab Zeiten, in denen es schwierig war, beim Anlegen schwere Fehler zu begehen. Wenn alles mehr oder weniger nach oben geht, kommt es nicht so stark auf die Auswahl an. Im beschriebenen Umfeld aber ist es unseres Erachtens unter die Kategorie hoher Risikopräferenz einzustufen, wenn man Aktien knapp finanzierter, das heisst hochverschuldeter Firmen in sein Portefeuille aufnimmt. Auch schlecht verdienende Unternehmungen sind

gefährlich, selbst –wenn in (meist ferner) Zukunft happige Chancen winken würden. Es könnte ihnen der Schnauf ausgehen. *Suche nach Qualität* heisst deshalb unser erster Kernsatz. Trivial ist diese Suche keineswegs. Man muss die Hausaufgaben machen und strikte darauf achten, dass man nicht irgendwelche Erkenntnisse anderer einfach nachplappert. Der heute konkursite Energiehandels-Gigant Enron wurde noch bis in den Herbst 2001 von sehr namhaften Wertschriftenhäusern den Anlegern wärmstens empfohlen. Credit Suisse, Goldman Sachs, Salomon und UBS Warburg stuften die Aktie erst im allerletzten Moment um, bei Morgan Stanley und bei Lehman Brothers stand Enron noch im neuen Jahr auf „strong buy“. Dafür kann man an einigen Orten die zuständigen Analysten nicht mehr erreichen. Hätte man das Enron-Desaster früher kommen sehen können? Wir meinen: Ja. Zwar wies der Konzern über die letzten Jahre immer einen leicht steigenden Betriebsgewinn (EBIT) pro Aktie aus, dagegen fiel die Betriebsmarge kontinuierlich. Ferner erarbeitete Enron in den letzten fünf Jahren insgesamt ein negatives Ergebnis bei den Free Cash Flows, vernichtete also Kapital. Die Eigenmittel schrumpften im gleichen Zeitraum von mehr als 20 Prozent auf weniger als 16 Prozent der Bilanzsumme. Wie man unter solchen Umständen eine Empfehlung „strong buy“ produzieren kann, ist uns schon ziemlich schleierhaft.

### Was über Enron verschwiegen wurde



Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Der zweite Kernsatz lautet: Nicht zuviel bezahlen, nicht zu teuer einkaufen! Konjunkturelle

Übergangsphasen führen zu Bewertungsunsicherheiten an den Finanzmärkten. Diese gilt es in zweierlei Hinsicht zu nutzen. Erstens sollte man vermeiden, am oberen Rand der Skala Aktienkäufe zu tätigen, zweitens kann man aber auch die eine oder andere Gelegenheit ausnützen. Besagter Enron-Konzern wies im Jahr 2000 ein Kurs-/Gewinnverhältnis von 55 aus. Der Durchschnitt in den USA liegt heute bei etwa 25. Wenn auf der anderen Seite eine Swatch Group Jahr für Jahr bei einer Eigenkapitalisierung von 70 Prozent der Bilanzsumme und einem stetig wachsenden Gewinn einen Return on Equity (ROE) von 18 Prozent erarbeitet und ein Kurs-/Gewinnverhältnis von 19 aufweist, dann weiss man zumindest, dass man die Aktie nicht allzu teuer einkauft. Das Stichwort heisst also: *Value Investing*.

Schliesslich wissen wir aber aus eigener Erfahrung, dass alle solchen Berechnungen und Bemühungen trotz allem keine Sicherheit für eine Investition versprechen. Sichere Investitionen gibt es nicht; die Aktienmärkte *versprechen* Renditen – garantieren tun sie überhaupt nichts. Bei aller Seriosität der Analyse ist man nicht gegen fehlerhafte Darstellungen der Bilanzen und der Erfolgsrechnungen gefeit, schon gar nicht, seit es ausserordentlich kreative Rechnungslegungs-Standards gibt. Und man kann auch nicht ausschliessen, dass einmal einer seriös aussehenden Unternehmung ein Fehler unterläuft oder dass sie aus irgendwelchen externen Gründen Schaden leidet. Der Anleger kommt deshalb nicht darum herum, nebst der seriösen Auswahl von Anlageobjekten auch genügend zu *diversifizieren*. Wir wissen: Diversifikation sieht aus wie Feigheit vor dem Feind. Sie riecht nach Drückebergerei vor klaren und eindeutigen Anlageentscheiden. Und Diversifikation schliesst immer die Bereitschaft ein, mit einigen Anlagen weniger zu verdienen. Diversifikation ist das Eingeständnis einer inhärenten Ignoranz. Das macht sie uns denn auch so sympathisch. Denn die selbstsicheren Besserwisser mit ihrem Anspruch auf absolute Wahrheiten sind uns nicht nur aus ökonomischen Gründen seit je suspekt.

KH, 14. 1. 2002