

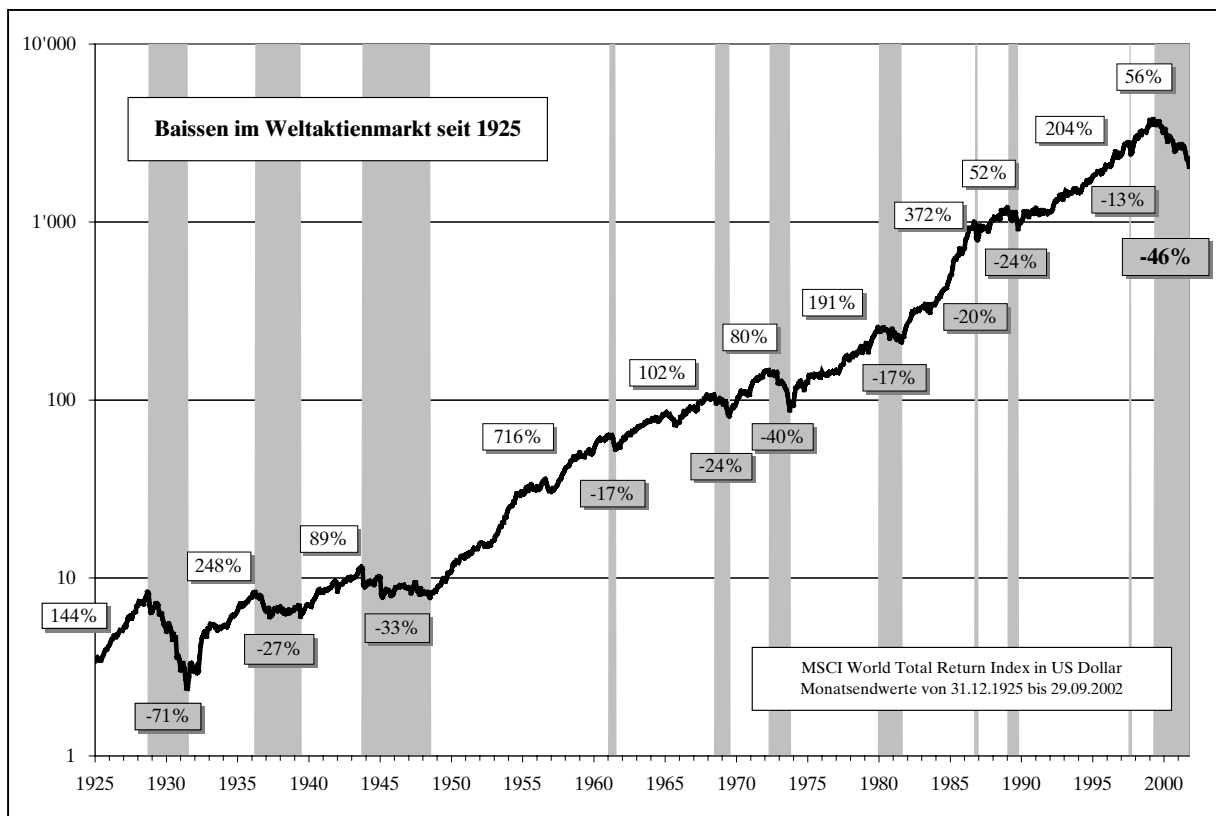
Sein oder nicht sein – Wachstum oder Desaster

1. Alles hat ein Ende

Nicht, dass man sich schon fast ans Verlieren gewöhnt hätte – es ist eher Galgenhumor, der die Stimmung unter den Teilnehmern an den Finanzmärkten kennzeichnet. Sich ins offenbar Unausweichliche schickend, wird ein täglicher Abschlag von zwei, drei Prozent in einem Index oder von 10 und mehr Prozent in der Notierung eines einzelnen Titels zunehmend mit einem müden Achselzucken zur Kenntnis genommen. Wer jetzt noch Aktien hat, der hat in den letzten Monaten sein Interesse fast gezwungenermaßen von den Tageskursen abgewendet. Der intellektuelle Prozess des Ausscheidens der auf Wachstum ausgerichteten Komponente des Vermögens in einen separaten Teil der Gesamtbilanz kann zur entscheidenden Überlebensmethode in diesen garstigen Zeiten werden: Diesen Teil während einiger Zeit zu „vergessen“ und quasi

schlummern zu lassen, bis bessere Rahmenbedingungen den Motor für Kursgewinne und Überrenditen wieder anwerfen werden – Gelassenheit will organisiert sein!

Wer keine Aktien (mehr) hat, war in den Monaten Juli und September vielleicht glücklich. Vielleicht. Denn möglicherweise ist er nicht ganz ehrlich, oder, wenn er es tatsächlich wäre, dann wird sein Glück eher kurzfristiger Natur sein. Die untenstehende Grafik gibt die Entwicklung der globalen Aktienmärkte über beinahe hundert Jahre wieder. Die Darstellung weist ein paar bemerkenswerte Charakteristiken auf. Erstens: Die nichtschattierte Fläche ist deutlich grösser als die schattierte. Die Zeiten mit Kursgewinnen überwogen die Zeiten mit Kursabschlägen klar. Die Kurve der (nominalen) Gesamtrrenditen weist insgesamt nach oben. Zweitens: Der Betrachtungszeitraum war keineswegs frei von größeren Ereignissen. Dazu sind der Zweite Weltkrieg mit der vorangehenden Depression der Dreissiger Jahre, der Kalte Krieg mit seinen



offenen Konflikten des Korea- und des Vietnamkrieges sowie die Erdölkrise in den Siebziger Jahren zu zählen. Trotzdem überlebten die Aktien, ja, wenn man die Angelegenheit inflationsbereinigt und unter Berücksichtigung von Währungsschnitten betrachtet, dann waren Aktienanlagen das einzige Instrument zur Erhaltung und Äufnung von Vermögen. Drittens: Alle Perioden mit negativer Kursentwicklung hatten jeweils auch ein Ende. Die längste dauerte 58 Monate (1945-1949). Bezüglich Dauer nähert sich die momentane Krise an den Aktienmärkten den „historischen“ Baissen der Dreissiger und Vierziger Jahre. Viertens: Auch die Kursabschläge haben jeweils ein Ende. Die Verluste seit Frühjahr 2000 sind mit rund 46 Prozent die zweitschlimmsten nach dem Jahrhunderteinbruch von 1929.

Es ist absehbar, dass auch der momentane Abschwung, unter dem wir leiden und der kein Ende zu haben scheint, gelegentlich zu Ende sein wird. Die an Verzweiflungstaten grenzenden Notverkäufe institutioneller Anleger und die resultierenden historischen Tiefststände von Aktienanteilen in den Portefeuilles von Vermögen, die eigentlich risikofähig wären und eine genügende Wachstumskomponente aufweisen müssten, weisen auf das Näherrücken einer Trendwende hin.

Die Grafik bzw. selbstverständlich die dahinterstehenden ökonomischen Datenreihen sprechen klar für eine langfristig angelegte Anlagestrategie mit breiter Diversifikation. Langfristig – es sei denn, man erwarte von sich oder von seinem Berater die Fähigkeit, Perioden mit negativer Entwicklung zum voraus und in der notwendigen Eindeutigkeit zu erkennen. Mit der Vermeidung der negativen Perioden wäre selbstverständlich sehr viel gewonnen. Ob dann aber der rechtzeitige Einstieg in die Zeiten positiver Renditen auch noch geschafft würde? Breit diversifiziert – es sei denn, man hätte die Fähigkeit, die immense Vielfalt einzelner Veränderungen, welche sowohl die Kurssteigerungen als auch die Kursabschläge jeweils ausmachen, im voraus zu erkennen. Denn wohlverstanden: Kursbewegungen bedeuten stets Mittelzu- und -abflüsse für ganze Wirtschaftssektoren, aber auch für einzelne Unternehmungen. Rein in die Autoindustrie (1925 – 1929), raus aus der Autoindustrie (1929 – 1933), rein in die Rüstungsindustrie (1939 – 1945), raus aus der Rüstungsindustrie (1945 – 1949), rein in die IT- und Telekomindustrie (1990-2000), raus aus diesem Sektor (2000 – 2002). Hinter den Indexzahlen steckt eine Unmenge von Einzelchicksalen, die im Abschwung den Konkurs von

Unternehmungen bzw. den Totalverlust für den Aktionär bedeuten können.

2. Verhindert, verstärkt oder ausgelöst?

Die Gewohnheitsleser des Anlagekommentars kennen unsere Antwort auf die Frage der rechtzeitigen Erkennbarkeit von langanhaltenden Trends und auf die Frage der Möglichkeit, die richtigen Selektionsentscheide für ganze Branchen und einzelne Unternehmungen treffen zu können. Die Antwort ist eine eher zurückhaltende. Wozu wir bestenfalls imstande sind, ist die Förderung des Verständnisses komplexer Vorgänge durch eine unvoreingenommene und unbeeinflusste Analyse. Dadurch sollte man dem mutmasslich trägeren „Mainstream“-Denken dann und wann etwas zuvorkommen. Nichtwissen ist Risiko. Durch offene Augen und saubere Gedankengänge kann man das Nichtwissen und mithin das Risiko ein wenig verringern. Mehr nicht.

Die Langfristgrafik lädt zu ein paar erweiterten Gedankengängen ein. Ganz offensichtlich erwies sich die Periode zwischen 1929 und 1949 für den Anleger als besonders desaströs, weil dreimal hintereinander und innerhalb kurzer Zeit verheerend schlechte Intervalle zu verkraften waren. Zwanzig Jahre verdiente man mit Aktien nominal nichts – inflationsbereinigt eine glatte Katastrophe! Von besonderem Interesse ist dabei die Tiefe des Abschwungs nach 1929 sowie die bald darauf folgende zweite Krise zwischen 1937 und 1939. Heute besteht weitgehend Einigkeit darüber, dass eine ausnehmend unglückliche Kombination von Interventionen das Platzen der Kursblase von 1929 besonders brutal gestaltete und eine einigermaßen normale Erholung danach verhinderte. Was war geschehen? Im Jahr 1928 erkannte man, völlig zurecht, dass sich die Kursentwicklung an der Wall Street in absurde Höhen verstieg. Der Spekulation schienen keine Grenzen mehr gesetzt, und deshalb handelte man, indem das Fed die Zinsen stark erhöhte. Mit dem Crash von 1929 sahen sich die Geldbehörden in der Richtigkeit ihres Handelns bestätigt: Ohne die Zinserhöhung hätte sich die Blase noch weiter aufgebläht, und der Zusammenbruch wäre noch schlimmer gewesen, stellte man sich vor. Aus heutiger Sicht geht man davon aus, dass die Kurse auch ohne Zutun des Fed in sich zusammengefallen wären.

Die erschrockenen Anleger flüchteten nach 1929 ins Gold. Die zweite Fehlleistung des Fed bestand darin, dies verhindern zu wollen, indem man die Goldparität des Dollars um jeden Preis aufrechterhielt. Der Preis bestand in Zinserhö-

hungen in den Jahren 1931 und 1932, was die Wirtschaft im Kern traf und die ganze Welt in eine tiefe Depression abgleiten liess. Gold besass, wie immer in Krisenzeiten, den Nimbus des Unanfechtbaren, des Reinen, des moralisch Hochstehenden, und man glaubte offenbar daran, dass dieser Glanz auf die Währung abfärben würde und das erschütterte Vertrauen damit wieder hergestellt werden könnte. Vertrauen zurückzugewinnen durch das Setzen auf ein Substrat, das jeglichen Wachstumsgedanken entzogen ist: Das war der psychologische Hintergrund der damaligen Geldpolitik. „Wachstum“ hatte ja vor 1929 bewiesen, spekulativ und unmoralisch und letztlich des Teufels zu sein. Mit der Verankerung der Goldparität sollte unter diese verwerfliche Phase ein dicker Strich gezogen werden.

3. Der Krieg gegen die Reichen

Börsenblasen sind zwingend mit betrügerischen und korrupten Praktiken der Marktteilnehmer verbunden. Das traf bereits zu Zeiten der Tulpen-Bubble im 17. Jahrhundert wie auch in der Gründerzeit um 1870 zu, als rund um den Globus blindwütig in den Aufbau neuer Eisenbahnlinien investiert wurde. Durch Spekulation getriebene Betrügereien gab es im Vorfeld von 1929, und ein weiteres, durch Kriminalität und wüste Abzockerei gekennzeichnetes Trümmerfeld hinterlässt nun auch der Technologierausch der späten Neunziger Jahre des 20. Jahrhunderts. Das Platzen von Blasen generiert regelmässig einen übelriechenden Abfallhaufen kreativer Schumpeter'scher Zerstörung. Schumpeter hatte ja gewiss recht: Nur durch die Zerstörung von Projekten, die sich vor dem Bersten einer Blase noch als aussichtsreich, innovativ und verlockend präsentiert hatten, kommt die wirtschaftliche Entwicklung letztlich voran, wird Spreu vom Weizen geschieden, Überlebensfähiges von Fehlinvestitionen getrennt. Die Zerstörung als solche ist deshalb positiv zu werten. Das Üble am Abfallhaufen ist dagegen die Entsorgungsnotwendigkeit gestrandeter Akteure durch die Gesellschaft, die straf- oder zivilrechtliche Korrektur der Machenschaften also.

Die Dreissiger Jahre arteten in Amerika und in Europa in einen regelrechten Krieg gegen die Reichen und gegen die Unternehmer aus. Im Zuge der Weltwirtschaftskrise suchte man nach Schuldigen. Man verschärfte deshalb alle möglichen Gesetze und Regulierungen. Der zunächst gemässigte amerikanische Präsident Roosevelt vollzog unter dem Druck der Ereignisse und der Strasse einen scharfen Linksruck und führte eine Reichtumssteuer ein, die ihn im Jahr 1936 dann

die Wahlen spielend und überwältigend gewinnen liess. In Europa nahm die Jagd auf die Reichen noch ganz andere, über fiskalische Massnahmen hinausgehende Formen an: Die allgemeine Stimmung gegen alles Reiche, Produktive und unternehmerisch Handelnde half dem Hitlerregime, seine wahnwitzigen Rassenideen in die Tat umzusetzen. Die traditionell produktiven, unternehmerischen und dann und wann auch reichen Juden wurden verfolgt und schliesslich vergast.

Der Umgang der Gesellschaft mit den Überresten von wirtschaftlichen Übertreibungsphasen ist alles andere als ein triviales Problem. Allzuoft waren (und sind) ja die politischen Machtzirkel in höchstem Masse in die Machenschaften verstrickt, allzuoft versuchte man auch, mit öffentlichen Geldern die eine oder andere Übertreibung noch zu retten und zu perpetuieren. Die Öffentlichkeit bzw. ihre Repräsentanten sind mit anderen Worten Mittäter, wenn nicht sogar Mitverursacher der Übertreibungen. Wenn man die Geschichte der Telekom-Industrie in Europa über die letzten 10 Jahre nochmals Revue passieren lässt, dann sticht diese Verstrickung der politischen Macht ins Auge: Unter dem Titel sogenannter Privatisierung wurde für die an Mitteln immer knappen Staatskassen ein erstes Mal Cash generiert, mit der Vergabe von UMTS-Lizenzen wurden die soeben „privatisierten“ Gesellschaften einer Sondersteuer für noch nicht einmal in Aussicht stehende künftige Gewinne unterworfen und damit in eine letale Verschuldungssituation gebracht. Auf diese Weise sicherte man sich, das heisst in concreto den zumeist sozialistischen Regierungen Europas, den notwendigen finanziellen Spielraum zum eigenen, kostspieligen und weitgehend tatenlosen Überleben und nicht zuletzt zur Erfüllung der Maastricht-Kriterien.

Der sicherste Umgang mit Mittäterschaft und Mitschuld ist zum einen die Organisation einer Hexenjagd auf jene, die sich mangels physischer Macht kaum wehren können. Das war ganz klar in den Dreissiger Jahren in Europa der Fall, und ansatzweise sind heute Anzeichen dazu sowohl in Amerika wie auch diesseits des Atlantiks zu sehen. Zum andern verschärft man Gesetze, Verordnungen und Kontrollen, um damit zu beweisen, dass fortan zum Rechten geschaut werde. Die Rückkehr zur Regulierung ist unübersehbar und in ihren Auswirkungen bereits spürbar.

Spekulationsblasen und Übertreibungen müssten nicht zwingend in einem unternehmerfeindlichen Klima enden. Einige wenige Jahre nach dem Zusammenbruch der Eisenbahneuphorie in

Amerika von 1873 führten technische Neuerungen und eine erhöhte Nachfrage nach Transportdienstleistungen bereits zum nächsten und bei weitem nachhaltigeren Investitionsschub. Er trug die amerikanische Wirtschaftsentwicklung bis ins Zwanzigste Jahrhundert hinein. Im Unterschied zu den Dreissiger Jahren des zwanzigsten Jahrhunderts war nach 1873 kein unternehmerfeindliches Klima entstanden. Weshalb nicht? Weil die politischen Behörden von damals vermutlich für eine umfassende unternehmerfeindliche Aktion noch zu schwach waren.

4. Was geschieht nach 2005?

Im Grunde genommen darf uns die gegenwärtige Baisse nicht mehr beschäftigen. Entstandene Verluste sind entstanden und werden durch die Rückschau nicht mehr rückgängig gemacht. Aus Verhaltensweisen, die sich nachträglich als Fehler herausstellen, kann man höchstens noch lernen, die Folgen verschwinden lassen kann man aber nicht mehr. Über fehlbare, korrupte und betrügerische Personen und Strukturen kann man sich ärgern und man kann sie gegebenenfalls zur Rechenschaft ziehen. Da man aber über Jahre hinweg Mittäter und Opfer zugleich eines Systems gewesen ist, das alles in zunehmendem Masse zu positiv sah und sich in diesem Euphemismus zusehends selbst überlistete, macht das Schwingen der Moralkeule nicht eben unangreifbarer.

Auf Kursverluste folgen Kursgewinne. Spätestens dann, wenn die Unternehmungen, aus der Basis ihrer kürzer- und längerfristigen Ertragskraft, als billig taxiert werden, wird irgendein marginaler Käufer die grosse Schar der Verkäufer überwiegen und die Kurswende einleiten. Kursanstiege aus Tiefständen heraus entstehen nicht aufgrund eines plötzlichen Ergiessens einer neuen, bisher unentdeckten Energiequelle. Vielmehr handelt es sich um eine graduelle Veränderung der Stimmungslage bezüglich der Frage, was „billig“ und was „teuer“ heisst. Selbstverständlich ist deshalb in solchen Zeiten in besonderem Masse strittig, was „billig“ und was „teuer“ bedeuten soll. Naheliegenderweise sucht man den Trost in der Quantifizierung des Problems. Es wird mit Durchschnittswerten von Kurs-/Gewinnverhältnissen bei früheren Tiefständen von Börsenbaisse argumentiert, mit der Dividendenrendite, mit der Preis-/Umsatzrelation, mit dem Preis-/Buchwertverhältnis und so weiter. Und man vergleicht die errechneten aktuellen Durchschnittswerte mit früheren, mutmasslich vergleichbaren Situationen. Interessanterweise sind aus dieser historischen Sicht die heutigen Bewertungen, vor allem was die USA

betrifft, nach all den gehabten Abschlügen immer noch hoch.

Sind Aktien immer noch teuer...

| Tiefpunkte von Bear-Märkten - S&P Industrials | | | | | |
|-----------------------------------------------|--------|-----------------------------|---------------|----------------|-------------|
| Datum | P/E | Dividend Yield* | Price to Book | Price to Sales | Bond Yield* |
| 13.06.1949 | 5.4 | 7.6 | 0.89 | 0.43 | 2.4 |
| 22.10.1957 | 12.0 | 4.4 | 1.43 | 0.75 | 3.7 |
| 25.10.1960 | 16.3 | 3.6 | 1.64 | 0.93 | 3.9 |
| 26.06.1962 | 14.9 | 3.9 | 1.54 | 0.85 | 3.9 |
| 03.01.1967 | 14.9 | 3.5 | 1.85 | 0.93 | 4.4 |
| 26.05.1970 | 12.9 | 4.4 | 1.45 | 0.66 | 6.9 |
| 06.12.1974 | 7.5 | 5.1 | 1.07 | 0.38 | 6.8 |
| 28.02.1978 | 8.3 | 5.3 | 1.14 | 0.40 | 7.6 |
| 21.04.1980 | 6.8 | 5.7 | 1.08 | 0.34 | 10.8 |
| 12.08.1982 | 7.9 | 6.3 | 0.97 | 0.33 | 12.2 |
| 24.07.1984 | 9.4 | 4.4 | 1.36 | 0.44 | 12.8 |
| 19.10.1987 | 12.7 | 3.4 | 1.92 | 0.58 | 9.6 |
| 11.10.1990 | 13.9 | 3.6 | 2.24 | 0.60 | 8.9 |
| Durchschnitt | 11.0 | 4.7 | 1.43 | 0.58 | 7.2 |
| Heute | 17.3** | 1.83 | 2.91 | 1.16 | 3.7 |
| | 23.6** | (Gemessen an Core Earnings) | | | |

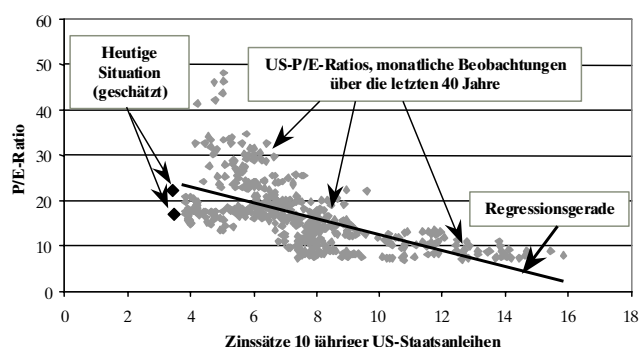
*in Prozent

**Konsensusschätzungen der Finanzanalysten für 2002

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Man kann es aber auch anders sehen. Wenn man die Kurs-/Gewinnverhältnisse in Bezug zum geltenden Zinsniveau setzt, dann sind dieselben amerikanischen Unternehmungen durchaus „fair“ bewertet. Die Überlegung geht dahin, dass der Anleger ja zwischen Aktienanlagen und allenfalls ersatzweise zu wählenden verzinslichen Anlagen entscheiden muss und deshalb weniger Unternehmensgewinn pro eingesetztem Dollar verlangt, je tiefer der Ertrag aus einer Zinsanlage wäre.

... oder sind sie nun billig?



Quelle: Analyse

Empirisch scheint ein solcher Zusammenhang zwischen Zinsen und „fairen“ Kurs-/Gewinnverhältnissen durchaus festzustellen, wie die obige Regressionsanalyse zeigt. Anzumerken ist höchstens, dass die Frage der in Betracht zu ziehenden Unternehmensgewinne heutzutage natürlich eine höchst schwierige ist. Nach den ans Licht gelangten Bilanzverfälschungen und den „vergessenen“ Posten von Beteiligungsprogrammen und Pensionsverpflichtungen ist es schlicht unmöglich, sich ein einigermaßen gülti-

ges Bild über die wirkliche Ertragssituation der Unternehmungen zu bilden. Deshalb bleiben dramatische Überraschungen – in positiver wie in negativer Hinsicht! – absolut denkbar. Was wundert's, dass die Volatilitäten an den Märkten so hoch bleiben.

Aus unserer Sicht sind solche kurzfristigen Sichtweisen aber ohnehin fragwürdig. Von besonnener Seite warf man ja in den Boomzeiten den Managern wie auch der Finanzanalyse vor, bei weitem zu kurzfristig orientiert zu sein und sich lediglich an den wenig aussagekräftigen Kennzahlen wie dem „Return on Equity“ (ROE) und an Quartalsergebnissen zu orientieren, die langfristigen Interessen und Wachstumsaussichten aber ausser Acht zu lassen. Was zu Boomzeiten falsch war, ist auf Tiefständen der Börse nicht richtiger. Im Gegenteil: Das historisch tiefe Zinsniveau macht auf den Gegenwartswert diskontierte künftige Gewinne wichtiger, als das bei einem höheren Zinsniveau der Fall wäre, oder anders ausgedrückt: Was in zwei, drei Jahren mit den Unternehmungen geschieht, ist für die heutige Kursfestsetzung von hoher Relevanz. Was nach 2005 geschieht, lautet also die Frage. Wird die industrialisierte Welt Jagd auf alle Reichen, Produktiven und unternehmerisch Denkenden veranstalten? Oder wird sie zu Wachstumsstrategien zurückfinden?

5. Nichts zählen!

Auf einem kürzlich absolvierten Rundgang durch eine nach modernsten Grundsätzen organisierte Maschinenbaufirma in der Nähe von St.Gallen entdeckte der interessierte Besucher eine mit grossen Buchstaben an den Wänden angeschlagene Produktionsmaxime, die auf den ersten Blick seltsam anmutet: „Nicht laufen, nichts suchen, nichts zählen!“ Die Unternehmung ist in Produktionsinseln aufgeteilt, denen eine hohe Eigenverantwortlichkeit für das zu erstellende Teilprodukt und dessen rechtzeitige Fertigstellung zukommt. Die blossе und meist ziellose Fortbewegung von Angestellten, das ewige Suchen nach dem richtigen Werkzeug, das unentwegte Zählen von Schrauben, Muttern und anderen Bestandteilen – damit sei noch kein einziger betriebswirtschaftlich relevanter Produktionsschritt vollzogen. Wichtig sei, die Arbeitszeit auf das Produkt auszurichten. Pseudogenauigkeiten in Lagerbeständen, Unterdotierungen in längerfristig alles andere als teuren Werkzeugen sowie eine meist in schwer lesbaren Computerlisten resultierende Überorganisation der Ablaufplanung – dies alles sei Gift für eine echte Förderung der Produktivität. Mit reiner Geschäftigkeit sei nichts gewonnen.

Das Konzept überzeugt. Es verzichtet auf unnötige Kontrollen und vertraut eher den dezentral geführten und optimierten Produktionsinseln als einer überrissenen zentralen Steuerung. Nullsummenspiele in Form von unnötiger Zirkulation von Angestellten werden vermieden. Das Unglück der derzeitigen Verfassung von Wirtschaft und Politik hüben und drüben des Atlantiks besteht darin, dass alles just in die andere Richtung zu gehen scheint. Nach den zugegebenen massen happigen Entgleisungen der Boomjahre wird nun auf rigorose Kontrollen gesetzt, auf eidesstattliche Erklärungen von Managern über die Richtigkeit ihrer Zahlen, auf die Überwachung von Rechnungsprüfern (mithin also auf die Überwachung der Überwacher – bis dann auch noch Überwacher der Überwacher der Überwacher eingesetzt werden müssen. Eine kafkaeske Vorstellung!). Diese zusätzlichen Kontrollorgane und -mechanismen setzen Abwehr- und Absicherungsreflexe frei. Der den Eid auf seine Bilanz leistende Manager wird seinerseits nach Zahlen verlangen, die von einem Dritten mit dessen eigenem Blut unterschrieben worden sind, und er wird sich eine Versicherungspolice ausstellen lassen, die ihn gegen allfällige Schadenersatzklagen schützt, falls irgendwann ein findiger Anwalt doch noch herausfindet, dass irgendwann irgendetwas dennoch verschwiegen worden ist. Wer auch nur ein ganz klein wenig von Buchhaltung versteht, der weiss, dass der Vorwurf von Fehlern und Auslassungen für jede Bilanz konstruierbar ist.

Laufen, suchen, zählen – produziert ist damit noch nichts! Das besondere Unglück besteht zusätzlich noch darin, dass all die Rechnungen, welche von Revisoren, Anwälten, Gegenanwälten, Beratern und Gegenberatern geschrieben werden, sowie alle Löhne von Staatsbeamten, die zum Zählen, Suchen und Laufen ihren Beitrag leisten, zum Bruttosozialprodukt hinzugerechnet werden. Null- und Negativsummenspiele noch und noch, ohne jeglichen tieferen volkswirtschaftlichen Sinn, aber Teil der volkswirtschaftlichen Rechnung!

Man tut deshalb gut daran, Wachstum nicht einfach an statistischen Zahlen zu messen, sondern vielmehr die wirkliche Aussagekraft von Messgrössen immer wieder zu hinterfragen. Der Vergleich von Produktivitätszahlen sagt über die Befindlichkeit verschiedener Volkswirtschaften vermutlich mehr aus als die Veränderungsraten des Bruttosozialprodukts. Blossе Geschäftigkeit interessiert nicht.

Der Krieg gegen die Reichen, die Produktiven und die unternehmerisch Denkenden kann ein

ausserordentlich subtiler sein. Der Weg in die Knechtschaft erfolgt unter dem Deckmantel durchaus bester Absichten und unter dem Vorwand der Korrektur von tatsächlich geschehenen Missbräuchen des Systems. Besonders gefährlich ist die Kombination von besten, ethisch einwandfrei begründbaren Absichten mit einer tiefen Verachtung jeglicher individuellen und wirtschaftlichen Freiheit. Unter dem Druck der Moral verkündenden und fordernden (selber aber oft verachtenden) Medien vergeht kein Tag, an welchem nicht eine neue, nach allen möglichen Kriterien paritätisch zusammengestellte Kommission eingesetzt würde, welche die Marktmechanismen ausser Kraft setzt und Verantwortlichkeit auf viele und letztlich unidentifizierbare Köpfe verteilt. Der gesellschaftspolitische Trend läuft nach den Boomjahren ganz eindeutig in diese Richtung – das Resultat werden eifrige Geschäftigkeit auf der einen Seite und negative Anreize zur Übernahme unternehmerischer Verantwortung und Initiative auf der anderen Seite sein.

Hohe Regulierungsdichte begünstigt Unternehmungen, die Skaleneffekte zur Anwendung bringen können. Einen ausgewachsenen Rechtsdienst, der sämtliche Fragen der Rechnungslegungsvorschriften, der Verordnungen von Aufsichtsbehörden, des internationalen Haftpflichtrechts usw. usf. behandeln kann, können sich nur grosse Unternehmungen leisten. Und wenn dann wegen der hohen Regulierungsdichte die Grossunternehmungen immer mehr überhandnehmen, dann müssen Kartellbehörden und Wettbewerbskommissionen für Abhilfe sorgen. De facto verteuern sie vor allem den Handwechsel von Unternehmungen und zementieren bestehende Strukturen... Das ist durch und durch tragisch. Denn die einzig wirklich effektive Remedur gegen korrupte Manager wäre die weitestgehend hindernisfreie Möglichkeit zur Übernahme der betreffenden Unternehmungen.

6. Führen die USA zwei Konflikte?

Sehr zurecht hat vor kurzem („Finanz und Wirtschaft“ Nr. 71, Seite 43) der Ökonom Steve Hanke von der John Hopkins-Universität darauf hingewiesen, dass die amerikanische Regierung Gefahr läuft, in zwei „Kriege“ mit fraglichem Ausgang verwickelt zu sein und dass diese doppelte Kriegsführung die US-Wirtschaft und darüber hinaus selbstverständlich die ganze Weltwirtschaft dermassen belasten könnte, dass eine nächste Rezession in Griffnähe käme.

Der eine „Krieg“ gilt dem Terrorismus, einem wenig fassbaren Gegner also, der zwar ein erstes

Mal in Afghanistan, nun ein zweites Mal im Irak lokalisiert worden ist und im ersten Fall recht erfolgreich bekämpft werden konnte. Von einer wirklichen Problemlösung ist man aber trotz der Anfangserfolge weit entfernt. In Afghanistan konnte man mehr oder minder traditionell militärisch vorgehen und die diesbezügliche haushohe Übermacht ausspielen. Das dürfte sich im Konflikt mit dem Irak wiederholen. Mit der Auslöschung zweier möglicher Brutstätten geht der „Krieg“ aber erst richtig los. Der Einsatz militärischer Machtmittel gegen weltweit verteilte „Stecknadeln im Heuhaufen“ ist wenig erfolgversprechend. Die nächsten Phasen des – für die westliche Zivilisation fraglos unvermeidlichen – Konflikts werden verdeckter und gezielter erfolgen müssen.

Die Gefahr von Kollateralschäden für Wirtschaft und Gesellschaft sind enorm und bei weitem wichtiger als die direkten Kosten eines militärischen Einsatzes. Stecknadeln im Heustock zu finden, ohne den ganzen Heuhaufen durcheinanderzubringen, ja gegebenenfalls anzuzünden, ist äusserst schwierig. Ein Jahr nach den Terroranschlägen gegen das World Trade Center und das Pentagon stimmen die bisher gewählten Strategien nicht ermutigend. Mit dem „Patriot Act“ wählten die USA eine Art Keule, die seit Inkraftsetzung nicht nur den Flugverkehr drastisch behindert, sondern, bedeutend schlimmer, den freien Kapitalverkehr und den internationalen Gütertausch teilweise zum Erliegen gebracht hat. Im Hinblick auf den künftigen Mittelbedarf für neuerliches Wachstum im Investitionsbereich (also genau dort, wo heute die amerikanische Wirtschaft krankt) ist es nicht unwesentlich, ob arabisches oder auch anderes ausländisches Geld überhaupt noch die Schwelle in die USA zu überschreiten wagt.

Vor Jahresfrist haben wir darauf hingewiesen, dass die grösste Gefahr für die freie westliche Zivilisation nach den Terroranschlägen darin besteht, dass nun undifferenziert alles mehr oder weniger „Böse“, vom Steuerdelinquenten über den Schmuggler von elektronischen Geräten über den Käufer und Verkäufer von allen möglichen mehr oder weniger verbotenen Gütern mit den Terroristen gleichgesetzt würde. Ein Jahr darnach stellen wir fest, dass nicht lediglich das mehr oder weniger „Böse“, sondern ganze Völkerstämme in diesen Gleichsetzungsprozess einbezogen worden sind. Die Chance, dass man mit einer solchen chemotherapeutischen Megakeule die Krebszellen aufspürt und abtötet, ist sehr gering. Die Gefahren für den Organismus als Ganzen sind bedeutend höher.

Der zweite Konflikt gälte, wie oben beschrieben und befürchtet, den Unternehmern, den tatsächlich Produktiven und schliesslich den Reichen. Man hat derzeit den Eindruck, dass auf regulatorischer Ebene die ersten Stellungen aufgebaut worden sind. Die Stunde der Wahrheit wird aber dann schlagen, wenn es um die Finanzierung des neuerdings wieder entstandenen Budgetdefizits geht. Von demokratischer Seite werden Steuer-senkungen unmissverständlich abgelehnt. Die kommenden Kongresswahlen werden in dieser Hinsicht zu einem sehr wichtigen Ereignis werden. Um konjunkturell wieder Tritt zu fassen und Vertrauen zurückzugewinnen, braucht die amerikanische Wirtschaft aber in den nächsten Jahren keinen wohlverpflegten und um sich greifenden Fiskus, sondern eine Reihe von neuen Anreizen, die das Investieren als lohnend erscheinen lassen.

7. Halbwertszeitbetrachtungen über Schröder

Diesseits des Atlantiks ist schon gewählt worden. Mit sehr knappem Mehr, und vermutlich nur dank der Hochwasserkatastrophe, konnte sich die Koalition um Kanzler Schröder retten. In gewissem Sinne muss man für dieses Resultat dankbar sein. Denn erstens kann nun die Regierung zu Ende führen, was sie noch nie angefangen hatte, und zweitens ist nicht so klar, ob eine vom Gegenkandidaten angeführte Mannschaft angesichts der grossen anstehenden Fragen wesentlich erfolgreicher gewesen wäre.

Noch nie angefangen: Damit sind die grossen strukturellen Herausforderungen Deutschlands gemeint, die sich unter anderem in einer unvermindert hohen Arbeitslosenquote, einer nach wie vor anämischen Vitalität zur Schaffung von neuen Arbeitsplätzen, einer darniederliegenden Lust zur Gründung neuer Unternehmungen, einer nach wie vor hohen Steuerlast und einem zunehmenden Budgetdefizit äussern. Deutschland ist ganz offensichtlich nicht in der Lage, sich von den selbstgewählten Fesseln zu befreien. Jedermann leuchtet ein, dass ein so eng regulierter und durch die Gewerkschaften kartellierter Arbeitsmarkt in einer Zeit globalen Wettbewerbs keinen Platz hat. Wenn es praktisch nicht möglich ist, Nachtschichten aufzubauen, wenn jährlich mit einer Konstanz und Insistenz sondergleichen durch die Tarifverhandlungen die Tätigkeit ganzer Vorstände gelähmt werden, wenn jeder Klein- und Mittelbetrieb mit äusserster Vorsicht darauf achten muss, nicht in die Mitbestimmungspflicht hineinzurutschen, wenn es nur unter grössten Mühen möglich ist, eine Betriebsschliessung durchzusetzen – dann wird man auf die Länge nicht konkurrenzfähig blei-

ben. Das politische System tut alles, um Strukturen zu erhalten, wie der kurz vor den Wahlen gesprochene Zuschuss an die konkursite Mobilcom – immerhin eine nette Summe von 400 Millionen Euro – einmal mehr bewiesen hat.

Strukturerhaltende Zuschüsse belasten bekanntlich nicht nur den Steuerzahler und damit die Volkswirtschaft als Ganzes, sondern benachteiligen regelmässig auch die Konkurrenten, welche ihre Zahlen in Ordnung gehalten hatten, setzen mithin katastrophale Anreize zum schlechten Wirtschaften. Deutschland steht mit dieser Praxis beileibe nicht allein da; die Verhältnisse westlich des Rheins sind diesbezüglich mindestens so schlimm, und man darf sich füglich auf den Moment freuen, in welchem die Regierungen Deutschlands und Frankreichs mit den unendlich hohen Schuldenlasten ihrer Telekom-Riesen umzugehen haben.

Die Privatisierungswelle der Neunziger Jahre hat sich strukturpolitisch als weitgehender Fehlschlag erwiesen. An Stelle der früheren Staatsbetriebe traten Gesellschaften, die, teilweise immer noch in staatlichem Teilbesitz, in völlig blödsinnige Risiken hineinmanövriert wurden. Dies einerseits im Zuge der Technologie-Euphorie, andererseits aber auch in der klaren Absicht, mit den Privatisierungsgewinnen und den Lizenzeinnahmen (UMTS) die Situation der Staatsfinanzen zu verbessern. Alles erweist sich nun als Strohfeuer: Die privatisierten Unternehmungen überstehen den Wirtschafts- und Börsenabschwung der letzten Jahre nicht, und die Staatskassen sind bereits wieder leer. Der auf das Jahr 2003 zwischen den EU-Mitgliedsstaaten verabredete Haushaltsausgleich muss auf Drängen Deutschlands, Frankreichs und Italiens ins Jahr 2006 verschoben werden, und auch damit setzt man negative Anreize gegenüber jenen Staaten, die ihre Zahlen ins Reine brachten und in Ordnung halten.

Alles weist darauf hin, dass die deutsche Wirtschaft in den nächsten Jahren von Seiten des Staats nicht ent-, sondern belastet werden wird, sei es durch eine Aufrechterhaltung oder Erhöhung der bereits sehr hohen Steuern, sei es durch ein wachsendes statt schrumpfendes Haushaltsdefizit. Das Klima wird extrem wachstumsfeindlich bleiben, am wachstumsfeindlichsten just dort, wo Wachstum entstehen sollte: Im Bereich des mittelständischen kleinen und mittleren Unternehmertums. Die Anreize, in Deutschland eine Firma zu gründen oder am Leben zu erhalten, sind sehr gering. Das Investment wird, gerechnet über die ganze Lebensdauer einer Unternehmung oder ihres Gründers, praktisch

vollumfänglich weggesteuert. Rechnet man noch die aufreibenden Geduldproben mit allen Ämtern dazu, bei denen man um Bewilligungen nachsuchen muss, sowie den Ärger, den man mit den Gewerkschaften haben wird, dann zieht man besser in eine andere Gegend der Welt um. Oder man bleibt Angestellter.

Wachstumsfeindlichkeit, Neid gegenüber Erfolgreichen und Reichen, nochmals steigende Transferzahlungen: Mit solchen Vorgaben rückt eine wirkliche, auch vom Binnenmarkt getragene konjunkturelle Erholung in weite Ferne. Kommt hinzu, dass, ebenfalls aus strukturellen Gründen, sich das deutsche Bankensystem in einer Krise befindet und deshalb kaum in der Lage ist, einen breiten Aufschwung problemlos zu finanzieren.

Deutschland bräuchte zudem in seiner derzeitigen konjunkturellen Verfassung eine andere, spezifischere Geldpolitik, als sie die Europäische Zentralbank zu formulieren und in die Tat umzusetzen in der Lage ist. Im Klartext wäre Deutschland heute auf nochmals tiefere Zinsen angewiesen. Für einen breiten Konjunkturaufschwung sind die derzeitigen Realzinsen eindeutig zu hoch. Die EZB kann aber diesem Ansinnen aus Gründen der Erhaltung des Aussenwerts des Euro sowie aus monetären Erwägungen gegenüber anderen Regionen Europas nicht stattgeben. Von monetärer Seite ist deshalb kaum mit wesentlicher Hilfe zu rechnen.

Aus all diesen Gründen kann man der neuen Regierung Schröder keine gute Prognose geben. In ein, zwei Jahren dürfte der Druck von der konjunkturellen Seite so hoch werden, dass Neuwahlen notwendig werden. Dannzumal wird sich die Frage stellen, in welche Richtung dann Deutschland und damit auch ganz Europa steuern werden. Die liberalen Kräfte, insbesondere die Freien Demokraten, haben in den jüngsten Wahlen einmal mehr kläglich versagt. Besteht eine Chance, dass sich, in welcher Partei auch immer, endlich einmal die an Freiheit orientierten und mithin auf Wachstum ausgerichteten Kräfte zusammenfinden werden? Wird Deutschland wieder einmal einen Politiker vom Format eines Erhart hervorbringen, der den Mut zu einer radikalen Reform aufbrächte? Die Gefahr einer bedeutend negativeren Entwicklung darf nicht verdrängt werden. Sie bestünde zum Beispiel in einer Hinwendung zu vermehrter Aussenpolitik, wie man sie unter dem Titel der EU-

Osterweiterung und der NATO-Erweiterung schon zu erkennen glaubt. Die Erfahrungen Europas mit deutscher Aussenpolitik sind bekanntlich nicht eben ermutigend.

8. Neues Gleichgewicht auf tieferem Niveau

Der „Morgen darnach“, le lendemain, ist offenbar nicht nur im Zusammenhang mit menschlichen Beziehungen und Verrichtungen eine klippenreiche Phase, sondern erweist sich auch nach einem wirtschaftlichen Boom oder einer Börsenblase insofern als gefährlich, als wichtige und weitreichende gesellschaftspolitische Entscheidungen anstehen. Will man auf Stagnation und Reglementierung setzen, will man die letzten verbliebenen initiativen und produktiven Kräfte der Gesellschaft massregeln und übermässig besteuern, oder setzt man zu neuen Wachstumsstrategien an?

Noch ist nicht klar, in welche Richtung die Welt bzw. die wesentlichen Kräfte der Welt sich bewegen werden. Für den Anleger stellt sich das Problem vermutlich auch noch nicht so unmittelbar. Vorerst nähert man sich dem Ende des grossen Schocks; durch sogenannt „technische Erholungen“ wird sich vorläufig ein neues Gleichgewicht auf tieferem Niveau ergeben. Die Gefahr eines neuerlichen, langen und wiederum kostspieligen Börsenabschwungs wird aber dann aktuell, wenn zu viele der aufgezeigten Irrwege eingeschlagen würden.

Nicht zu vergessen ist allerdings, dass unser Globus auch noch aus ein paar anderen Gegenden als dem immer älter und verkrusteter werdenden Europa und dem sich immer mehr in seinen Machtanspruch verstrickenden Amerika besteht. Positive Signale aus Fernost und aus Osteuropa, namentlich dem von erstaunlichem Reformeifer geprägten Russland, weisen darauf hin, dass die Sache mit dem Wachstum keinesfalls vorbei ist. Aber vielleicht findet es künftig ohne uns und andernorts statt. Wir wären selber schuld daran.