

Erkenntnisse zuhauf. Aber Lösungen?

1. Was für ein Jahr?

Vor 12 Monaten war man geneigt, den Rückblick auf das Geschehene mit „annus horribilis“, Jahr des Schreckens, zu bezeichnen. Der Staub aus den Trümmerhaufen des New Yorker World Trade Centers hatte sich eben erst gesetzt, noch stand die militärische Antwort der verletzten Grossmacht in Afghanistan aus, und in der Wirtschaft wurde immer deutlicher klar, dass schwierige konjunkturelle Zeiten bevorstünden. Die Anleger begannen sich mit Jahresverlusten an den Aktienmärkten zwischen 15 und 25 Prozent abzufinden.

Es fällt nicht leicht, für den letzten Anlagekommentar des Jahres 2002 einen wesentlich anderen Ausdruck als „annus horribilis“ zu finden. Seit dem 11. September 2001 gab es zwar keine vergleichbaren Terroranschläge mehr – die (relative) Ruhe wird aber wohl zurecht als eine trügerische wahrgenommen; männiglich wartet auf das nächste, möglicherweise noch viel schlimmere Grossereignis. Ein Krieg gegen den sich der Kontrolle des Weltmachtssystems entziehenden Irak scheint bis auf weiteres aufgeschoben zu sein – eine Lösung der komplexen Probleme rund um Öl, Israel, Islam, Fundamentalismus und den westlichen Anspruch auf Sicherheit seiner zivilisatorischen Errungenschaften ist aber ausserhalb jeder Sichtweite. Im wirtschaftlichen Bereich sind die schlimmsten Befürchtungen einer Rückkehr in rezessive, das heisst negative, Wachstumsraten zwar nicht eingetreten. Um die Ecke aber lauern dennoch Deflations-, ja Depressionsängste. Sie werden durch eine um sich greifende *Mutlosigkeit* des Nicht-Bewältigen-Könnens aller sichtbaren und noch nicht sichtbaren wirtschaftlichen, sozialen und politischen Probleme genährt. Schliesslich muss sich zu Beginn des letzten Monats auch des Jahres 2002 der Anleger mit negativen Aktienrenditen zwischen 10 und 20 Prozent anfreunden (soweit ein solcher Ausdruck überhaupt gestattet ist...). Zwar scheinen sich die Verhältnisse an den Finanz-

märkten in den letzten Wochen ein wenig beruhigt zu haben. Von Entwarnung kann jedoch keine Rede sein. Jede auch nur kleinste Erschütterung des eben zurückgewonnen Vertrauens würde mit erneuten verheerenden Abschlügen quittiert, darüber ist man sich einig.

Es ist also eindeutig: Freude herrscht in keiner Weise. Vielleicht ist der Ausdruck „Jahr des Schreckens“ aber dennoch nicht ganz zutreffend. 2002 war vielmehr ein Jahr der angekündigten, dann teilweise aber doch ausgebliebenen Katastrophen. Das Belastende an der Situation liegt im Gefühl, dass „aufgeschoben“ „nicht aufgehoben“ bedeuten könnte. Interessant ist dabei, dass mehr und mehr das Bedürfnis um sich greift, die dräuenden Katastrophen auch realitätsnah darzustellen. Was früher in Bilanzen höchstens eine Fussnote einer unbeachteten Fussnote sein zu müssen schien, hat man heute als brutale Abschreibung auf Goodwill zu verbuchen. Was bis vor ganz kurzer Zeit als beinahe nicht denkbare Eventualverpflichtung nicht einmal in Fussnoten, geschweige denn im Haupttext eines Geschäftsberichts Erwähnung fand, wird heute als wichtigstes und bedrohlichstes und vollumfänglich zu verbuchendes Szenario gehandelt. Zumindest für die Finanzmärkte gilt: Geglaubt wird vorderhand grundsätzlich nichts mehr. Beweise sind gefragt, und selbst dann bleibt man noch skeptisch. In diesem Sinne könnte man 2002 auch als „Jahr der Erkenntnis“ bezeichnen. Und ein Teil dieser Erkenntnis läge leider darin, dass man offensichtlich nicht nur sträflich blauäugig gegenüber allzu euphorischen Vorstellungen gewesen war, sondern dass sich darüber hinaus sämtliche Ansichten über Ehrlichkeit, Anstand, strategische Fähigkeiten und Langfristigkeit des Kalküls als illusionär erwiesen haben. Das ist eine harte, eine traurige Erkenntnis.

Wir glauben aber noch ein Weiteres zu erkennen: dass die Konsequenzen dieses Prozesses in verschiedenen Bereichen des wirtschaftlichen, gesellschaftlichen und politischen Lebens noch in sehr unterschiedlicher Weise gezogen werden. „Bilanzwahrheit der verschiedenen Geschwindigkeiten“ müsste man dies wohl nennen. Der

vorliegende Anlagekommentar versucht, einen Überblick über dieses „work in progress“, über diesen abzutragenden Steinbruch sozusagen, zu geben. Zweck der Übung ist eine so ungeschminkte wie auch illusionslose Lagebeurteilung. Denn ein Jahr der Erkenntnis könnte ja zweierlei bewirken: Dass man sich ob der Last des Unlösbaren definitiv aus dem Fenster stürzte oder aber, dass man sich, in Kenntnis aller Probleme und gewitzigt durch alle Lügengebäude und übertrieben optimistischen Business Pläne, frisch und relativ froh ans Werk machte. Das Werk bestände darin, eine in jeder Hinsicht nachhaltigere Welt aufzubauen. Wirtschaftlich, sozial und politisch.

2. Die tatsächliche Bedeutung von Risiken

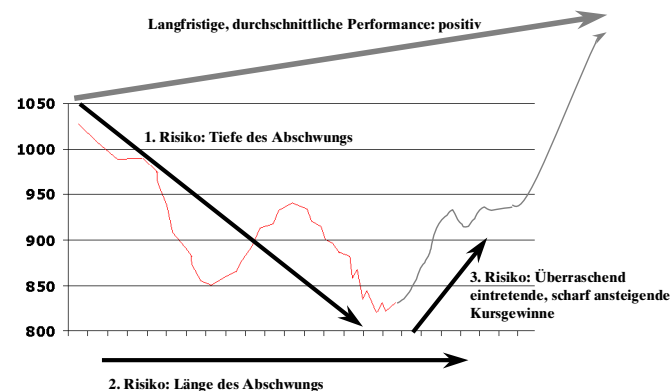
Die zweieinhalb Jahre abbröckelnder und teilweise einstürzender Kurse von Aktien haben den Anleger gelehrt, was Risiken wirklich sind: Just nicht das, was wir meinten von der Finanztheorie verstanden zu haben. Risiko ist, so dachten wir, die Schwankungsbreite, innerhalb der sich die Kurse während eines bestimmten Zeitintervalls, zum Beispiel während eines Jahres, zu bewegen pflegen. Um gebildet zu erscheinen, sprachen wir dann auch noch von statistischen Konzepten wie „Standardabweichung“ und dergleichen und behaupteten zu wissen, welche Finanzinstrumente risikoreicher und welche risikoärmer sind. Wir wussten allerdings schon, zwar ganz im Hintergrund des zu Vernachlässigend-Irrelevanten, um die Wahrscheinlichkeit des Ausfalls. Um die Möglichkeit im Bereich von wenigen Prozenten also, dass andere, vielleicht viel schlimmere Verluste eintreten könnten. Dennoch: Das Konzept der Standardabweichungen suggeriert, unbeabsichtigt vielleicht, aber trotzdem, ein verlässliches Schwanken um einen Mittelwert. „Aktienanlagen rentieren im Durchschnitt zwischen 7 und 10 Prozent per annum“, pflegte man zu sagen, und damit war der Sündenfall eigentlich schon fast begangen. Nicht nur die soeben erlebten, langen Monate der Kursverluste, sondern auch die noch viel längeren Jahre der Kursgewinne zwischen 1991 und 2000 zeigten eines sehr klar: Durchschnittsrenditen sind in Bezug auf Aktienanlagen von ziemlicher Irrelevanz.

Aktien können während einiger Zeit entweder absurd mehr oder tragisch weniger als durchschnittlich 7 bis 10 Prozent per annum rentieren. Der Zeithorizont, der es erlauben würde, von einem Mittelwert der Renditen sinnvoll zu sprechen, ist sowohl für einen Privatanleger als auch für institutionelle wie Firmenvermögen, Pensionskassen oder Versicherungen vielfach zu lang. Das effektive Kalkül der Anleger zielt auf sehr

viel kürzere Zeitabschnitte, als dass das statistische Mittel zum Zuge gelangen dürfte. Wie gesagt: Aktien rentieren während viel zu langer Zeit entweder absurd mehr oder tragisch weniger als 7 bis 10 Prozent per annum. Selbst dann, wenn aufgrund der Bilanzstruktur des Anlegers sehr viel Zeit zur Verfügung stände, um warten zu können, also beispielsweise bei Lebensversicherungen mit sich sehr langfristig abwickelnden Verpflichtungsstrukturen, erweist sich der effektiv relevante Zeithorizont als bedeutend kürzer, weil nämlich die Rechnungslegungsvorschriften vorsichtigerweise eine jederzeitige Liquidierbarkeit verlangen, auch wenn eine Liquidation in der Praxis kaum je eintreten wird.

Risiko ist, so die Erkenntnis, stets ein auf den einzelnen Anleger bezogenes Mass. Dieser Anleger hat entweder Zeit und Kapital oder hat schlimmstenfalls nichts von beidem. Die Erfahrung der letzten zweieinhalb Jahre hat gelehrt, dass die solchermaßen definierte Risikofähigkeit bei weitem geringer ist als gedacht, oder umgekehrt formuliert, dass sich viel zu viele eigentlich nicht risikofähige Anleger viel zu weit in die gefährlichen Gewässer des Aktienozeans vorge-wagt hatten.

Aktien: brandgefährlich und hochinteressant



Quelle: Eigene Darstellung

Aktien sind *hochinteressant* und *brandgefährlich* zugleich. Sie erlauben die überproportionale Teilnahme des Kapitals am Wirtschaftswachstum einerseits, ja, stellen vermutlich das einzige Instrument dar, das diese Teilnahme auf die Länge sicherstellt. Andererseits drohen dem Anleger im Extremfall der Totalverlust, häufiger aber lange Jahre völlig unterdurchschnittlicher Renditen. Und schlimmer noch: Wenn dann endlich wieder einmal Kursgewinne eintreten, dann erfolgen solche überraschend und innerhalb so kurzer Zeit, dass ein rechtzeitiger Wiedereinstieg des Abseitsstehenden ziemlich illusorisch erscheint.

Man kann in dieser Erkenntnis sowohl Positives als auch Negatives sehen. Keine Frage: Wer auch

immer vor vielen oder vielleicht erst in den letzten Jahren zum Aktieninvestor geworden ist, hat unter dem Eintreten der Erkenntnis in hohem Masse gelitten. Es wurden im grossen Stile Aktien veräussert, die offenbar von Anlegersubjekten gekauft worden waren, die Aktienanlagen gar nicht vertragen und solche gar nie hätten kaufen dürfen. Der spekulative Day-Trader ist damit ebenso gemeint wie der Finanzchef einer operativ tätigen Industrieunternehmung, der unter Inkaufnahme einer zusätzlichen Verschuldung in Konkurrenz zum Kerngeschäft die Tätigkeit eines Anlagefonds betrieben hatte, als ob er dies könnte und als ob dies nicht irgendwann einmal das operative Geschäft gefährden könnte. Das Positive am Schluss dieses Jahres der Erkenntnis: Diese Finanzmarktteilnehmer sind vermutlich in grossem Stile aus dem Markt geschwemmt. Übriggeblieben sind die total gelassenen Investoren, also diejenigen, denen sowohl Zeit als auch Kapital in genügendem Mass zur Verfügung stehen, um das hochinteressante und zugleich brandgefährliche Instrument Aktie zu ertragen.

Aus dem Markt entfernt hat sich aber auch eine weitere Gruppe von privaten und institutionellen Anlegern, die eigentlich, das heisst von ihrer ökonomischen Ausstattung bezüglich Kapital und/oder zur Verfügung stehender Zeit, durchaus in der Lage wären, Aktienrisiken selbst vom gebabten Ausmass der letzten zweieinhalb Jahre zu ertragen. Sie haben den Markt teilweise in Momenten tragischer Tiefststände verlassen, weil sie sich als private Investoren vom Leben andere Qualitäten vorstellen als das andauernde Zuschauenmüssen beim Zerfall des eigenen Vermögens, oder weil, im Fall von Lebensversicherungen oder Pensionskassen, vorsichtige Deckungsvorschriften, ja vielleicht auch nur der Wunsch nach einer möglichst risikofreien Bilanz bei Jahresabschluss, sie dazu gezwungen hat. Diese Kategorie von Anlegern wird irgendwann wieder in den Markt zurückkehren. Die alternativ zu erzielenden Renditen sind auf die Länge nämlich schlicht inakzeptabel. Sowohl für den um seine Lebensqualität bangenden Privatanleger wie für den institutionellen Investor, der, beispielsweise als Lebensversicherer, vor entscheidenden Kapitaltransaktionen steht, ist aber Verständnis aufzubringen. Man darf, trotz der oben beschriebenen zu vermutenden Richtigkeit der Grundcharakteristiken von Aktienanlagen, die Frage nach der Möglichkeit des temporären Abseitsstehens nicht auf die leichte Schulter nehmen. Geld, Vermögen, sollte doch, müsste man fordern, letztlich dem Menschen dienen und das Leben nicht unaushaltbar machen, nicht

wahr! Dann müsste man aber ein- und aussteigen können, möglichst rechtzeitig selbstverständlich. Wie steht es um die diesbezüglichen Erkenntnisse?

3. Das Dilemma mit dem Timing

Nicht aus purer Neugier, sondern eher zur intellektuellen Trennung zwischen Wünschbarem, aber letztlich schwerlich zu Erreichendem, einerseits und dem Bereich des möglicherweise Machbaren andererseits, haben wir in einer internen Studie die Verhältnisse am Schweizer Aktienmarkt bezüglich der Möglichkeit des rechtzeitigen Ein- oder Ausstiegs aus Aktienanlagen untersucht. Wir teilten zunächst den Verlauf des Swiss Performance Indexes in (nachträglich, wohlverstanden!) klar erkennbare Hausse- und Baisseperioden ein. Von 1973 bis 2002 hätte man pro Jahr durchschnittlich etwas mehr als 10 Prozent Rendite erwirtschaftet, wenn man dauernd voll investiert geblieben wäre. Wie viel Prozent p.a. hätte man erreicht, wenn man immer rechtzeitig den kommenden Ab- und den darauffolgenden Aufschwung erkannt und auf diese Art zwischen Aktien- und Callgeldanlage hin- und hergewechselt hätte? Fast die dreifache Rendite, nämlich etwa 28 Prozent. Bei systematischer Verspätung des Entscheids um 10 Tage wären es noch 19,2%, bei einer Verspätung von 20 Tagen 15,5% und bei einem 40-tägigen Time-Lag noch 11,6% Prozent gewesen. Bei systematisch zu frühen Entscheiden liegen die Verhältnisse ähnlich. Kein Zweifel: Es würde sich lohnen, rechtzeitig und richtig einen Trend zu erkennen. Ob man dies aber kann, bzw. ob man es von seinem Berater erwarten darf?

Eine weitere Erkenntnis aus dieser Studie geht leider dahin, dass solche Timing-Absichten durchaus auch gefährlich werden können. Denn erstens könnte man ja auch systematisch immer falsch liegen. Dann hätte man zwischen 1973 und 2002 11,6% Prozent p.a. auf dem Vermögen *verloren* und damit das Kapital praktisch vernichtet. Derartige Vermögensverwaltung oder Anlageberatung möchte man sich selbstverständlich nicht wünschen! Viel gravierender ist aber die aus der Untersuchung ebenfalls resultierende Tatsache, dass die „Abwesenheit“ des Anlegers während den besten aufeinanderfolgenden Börsentagen die Renditeaussichten rigoros zunichte macht. Erwischte man systematisch die 5 besten Tage im Aufwärtstrend nicht, dann reduzierte sich die Durchschnittsrendite auf 4,7% Prozent, bei der systematischen Abwesenheit während den besten 20 aufeinanderfolgenden Tagen waren es gerade noch 0,5% Prozent. Umgekehrt hätte selbstverständlich die Abwe-

senheit während der schlechtesten Tage zu Überrenditen geführt.

All das kann man natürlich als Zahlenspielerie abtun. Wer aber je selber die Verantwortung für ein Vermögen innegehabt hat, der weiss um das nur schwer auszuhaltende Dilemma: Alles, sowohl die Erwartung an die eigene Urteilsfähigkeit als auch die zahlenmässig erhärtete Attraktivität von zu erreichenden Überrenditen durch systematisch richtiges Timing, spräche eindeutig für ein sehr aktives Anlageverhalten. Der leiseste Zweifel an der Möglichkeit, richtig zu liegen – systematisch richtig, nicht lediglich durch puren Zufall oder durch reines Glück! – kehrt die Forderung nach aktivem Taktieren ins Gegenteil: Die Gefahr, bei den wesentlichen Aufschwüngen nicht dabei gewesen zu sein, ist offensichtlich gross und wäre für den langfristigen Vermögensverlauf verheerend. Was resultiert, ist diese so furchtbar unbefriedigende, pragmatische Mischung zwischen Halten von genügend Aktienanlagen und taktischem Lavieren innerhalb relativ enger Bandbreiten. Das Halten bezeichnet man als „strategisch“, um damit die notwendigerweise immer wieder eintretenden Kursverluste begründen zu können. Mit dem taktischen Lavieren befriedigt man die meist zyklische Veranlagung der Kunden und seiner selbst. Aber: Der beschriebene Pragmatismus ist vermutlich die einzig redliche Haltung im Umgang mit Vermögen. Darin mag ein wenig Trost für all jene liegen, die in den letzten zweieinhalb Jahren (strategischerweise...) Aktien gehalten haben oder als Berater zu solchem Verhalten aufgefordert hatten.

4. Angelaufener Sparprozess

10 Prozent und mehr im Durchschnitt! Wie verlockend ist es da doch, das Substrat zum Erreichen dieser Rendite durch die Aufnahme fremder Mittel zu finanzieren und zu äufnen! Unsere heutige, teuer bezahlte Erkenntnis läuft nun darauf hinaus, dass, wie gesagt, die genannte Durchschnittsrendite nur selten eintrifft. Vielmehr verführen lange Perioden mit überdurchschnittlichen Renditen zum Aufbau noch höherer Fremdfinanzierung, und wenn dann, wie in den letzten zweieinhalb Jahren, die Vorzeichen nicht nur ins Negative wechseln, sondern dies auch noch in einschneidender Weise tun, wenn also alles andere als 10 Prozent p.a., sondern viel eher -20 oder -30 „erwirtschaftet“ werden, dann beginnen die fremden Mittel immer schwerer zu wiegen. *Sie* nehmen ja leider nicht ab. Das Gewicht kann dann mitunter so schwer werden, dass entweder der Markt (über die Bewertung der Aktienkurse solcher geleveragter Vehikel)

oder die Kreditgeber oder die Regulatoren (über die Feststellung wie auch immer definierter Unterdeckungen) die Realisierung, d.h. den Verkauf der aufgebauten Positionen erzwingt. So geschehen im Juli und ein zweites, ziemlich überraschendes Mal, im September dieses Jahres.

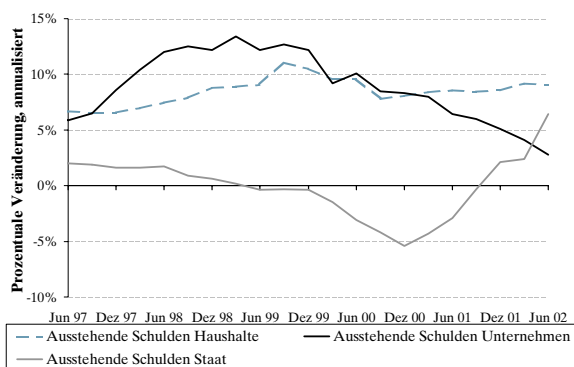
De-Leveraging heisst das grosse Thema seit dem Frühjahr 2000. Zunächst schien es sich beim Börsenabschwung „nur“ um eine Investitionskrise zu handeln, also um eine offenkundig werdende Fehlallokation riesiger Finanzmittel in letztlich hoffnungslose Projekte. Je länger die Krise anhielt, um so deutlicher wurde, dass der isoliert gewähnte Technologiesektor keineswegs so unverbunden zur traditionellen Wirtschaft, so abgeschottet von der Welt der berühmten Blue Chips war. Wo am einen Ort viel zu viel Geld in hoffnungslos viele und zum Teil hoffnungslos wagemutige Projekte floss, war am anderen Ort in der Erwartung schneller und durch keinerlei Muskelarbeit geprägte Gewinne in Portefeuilles investiert worden, denen im Falle langandauernder, schmerzhafter Kursverluste ein immer höher werdender Schuldenberg gegenüberstand.

Das Problem der zu hohen Verschuldung des Firmenbereichs infolge der Technologie-Euphorie und der blauäugigen Annahme von immer und immer wieder zu erzielenden Durchschnittsrenditen wurde vor geraumer Zeit erkannt. Die Frage, welche sich heute stellt, geht dahin, inwieweit der Prozess des De-Leveraging angelaufen, allenfalls schon gediehen ist. Die Frage stellt sich selbstverständlich für den Anleger, darüber hinaus ist sie aber eigentlich für den ganzen weiteren Fortgang der konjunkturellen Entwicklung von hoher Relevanz. Der Anleger leidet unter De-Leveraging ja in hohem Masse. Denn wie können Unternehmungen überhaupt sparen? Indem sie mühseligst ihre Gewinne dazu verwenden, in Schieflage geratene Bilanzen ins Lot zu bringen, sprich: Schulden zurückzuzahlen und neues Kapital zu äufnen. Wenn sie keine Gewinne erzielen, dann müssen sie in irgendeiner Weise *verzichten*. Beispielsweise auf Investitionen in neue Technologien, in Forschung und Entwicklung, in Weiterbildung, oder auf ganze Teile der Unternehmung und des Personals. (Man erwartet im übrigen natürlich mit Spannung die nächsten Geschäftsberichte, um mehr über die Verzichte des obersten Managements in ihren Bezügen zu erfahren...) Wenn für Verzichte kein Spielraum mehr besteht, dann bleibt allenfalls noch die Rekapitalisierung, am Ende aber steht die Liquidation und damit der wahrscheinliche Totalverlust für den Aktionär.

Die volkswirtschaftliche Relevanz liegt selbstverständlich in der Frage, wann sich (endlich wieder!) der Investitionsanteil am Bruttosozialprodukt in normale Bahnen zurückbewegen wird. Denn eines ist klar: Die sogenannte Rezession, über die männiglich spricht, war gar nie eine richtige, weil nämlich die übrigen Teile der volkswirtschaftlichen Wertschöpfung, also der Konsum, der Häuserbau, die Ausgaben für dauerhafte Konsumgüter und vor allem auch die staatliche Tätigkeit nie über längere Zeit in negative Wachstumsraten abglitten, weder in Europa noch in den USA. Katastrophal war einzig die Entwicklung beim „investment spending“. Eine ausgewogenere und insgesamt durch höhere, nachhaltigere Wachstumsraten gekennzeichnete konjunkturelle Entwicklung wird es erst wieder geben, wenn die Investitionsbereitschaft zurückgekehrt ist. Notwendige Voraussetzung dazu bildet aber die abgeschlossene, immens schwierige Aufgabe der Unternehmungen, ihre Bilanzen in Ordnung gebracht zu haben. Vertrauensbildung erfolgt nach allem, was sich die abtretenden Top-Management-Teams der euphorischen Jahre geleistet haben, nur durch Tatbeweise. Und neues Geld ist nur zu haben, wenn solche Tatbeweise in genügender Zahl vorliegen.

Die Unternehmungen sparen

Wachstumsrate* der ausstehenden Schulden



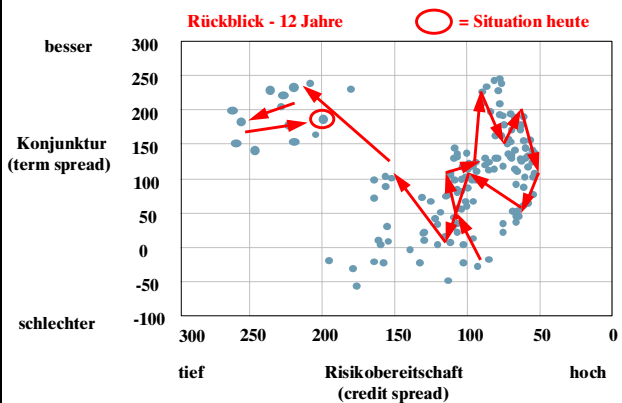
* Quartalswerte, geglättete jährliche Mittelwerte

Quelle: Bloomberg, Federal Reserve

Sind wir auf gutem Wege oder nicht? Wenn uns nicht alles täuscht, dann sind die Anstrengungen der Unternehmen zu insgesamt tieferer Verschuldung bereits seit einiger Zeit im Gange. Die obenstehende Grafik gibt die Wachstumsrate der ausstehenden Schulden der amerikanischen Privathaushalte, des staatlichen Sektors und der US-Unternehmungen wieder. Die Wachstumsrate nimmt seit Frühjahr 1999 nicht mehr zu. Gemessen am Wirtschaftswachstum ist der Schuldenaufbau zum heutigen Zeitpunkt rückläufig. Entsprechend tief ist die Kreditvergabe der amerikanischen Banken an die Unternehmungen.

Seit Juli 2001 ist das Wachstum für kommerzielle Kredite in Amerika stark rückläufig. Offensichtlich *wird* gespart. Für einen Aufschwung im Investitionsbereich müssten sich diese Zahlen allerdings wieder in den positiven Bereich bewegen, denn Investitionen ohne Kredite sind nicht denkbar. Auch hierin glauben wir einen Silberstreifen am Horizont zu erkennen.

Normalisierung der Risikobereitschaft?



Quelle: Datastream, Analyse

Erstmals seit langer Zeit bewegt sich der für unsere Lagebeurteilung sehr wichtige Indikator des „Credit Spreads“, das heisst des Unterschieds zwischen den Schuldzinsen für bonitätsmäßig bessere und schlechtere Schuldner, wieder in die richtige Richtung. Nach wie vor liegt das Datenset aber weit ausserhalb jeglicher Normalität: Bei ausserordentlich günstigen monetären Rahmenbedingungen – die Zinsen befinden sich auf Tiefstständen und die Zinskurve ist schön steigend – erweist sich die Risikobereitschaft immer noch als äusserst gering. Die letzten paar Wochen haben eine gewisse Reduktion der Risikoprämie gebracht. Ob es sich um eine Trendumkehr handelt oder lediglich um die Korrektur einer Anomalität, wird sich in den nächsten Monaten noch weisen müssen.

5. Nicht angelaufener Sparprozess

Im Unternehmensbereich ist der Sparprozess in vollem Gange und möglicherweise schon recht weit fortgeschritten. Die Geschehnisse an den Finanzmärkten erzwangen dieses für jedes Management äusserst unangenehme Verhalten zwar spät, aber letztlich in sehr effizienter Weise. Zumeist erheischt der Paradigmawechsel von der Verschwendung zum vorsichtigen Haushalten einen Führungswechsel. Wenn man sich überlegt, wo überall in den letzten Monaten gnadenlos die Managementetagen ausgeräumt und Verwaltungsräte in die Wüste geschickt worden sind, dann traut man seinen Augen kaum. In der kleinen Schweiz, wo praktisch jeder jeden kennt,

gestaltete sich diese Ausräumaktion besonders spektakulär. Und weil die Verhältnisse etwas eng sind, dürften Führungskräfte, die sowohl fähig als auch ehrlich sind und obendrein auch noch über ein wenig Erfahrung verfügen, für geraume Zeit Mangelware bleiben.

Für den aus ökonomischer Warte beobachtenden Kommentator ist fast nicht nachzuvollziehen, weshalb das De-Leveraging auf der einen Seite im Unternehmensbereich dermassen schnell und effizient über die Bühne geht, währenddem sich in Bezug auf überschuldete Strukturen im *staatlichen Sektor* im wesentlichen gar nichts tut, ja, das Thema nicht einmal richtig in die Diskussion gebracht werden kann. Vor einigen Monaten verstarb in der Schweiz der allgemein beliebte und angesehene Bundesrat Tschudi, der als „Vater“ der hiesigen Alters- und Hinterlassenen-Versicherung (AHV) einen festen Platz in der Geschichte des schweizerischen Sozialstaats erlangt hat. Zeitgleich mit seinem Hinschied kündigte die Sozialministerin Ruth Dreifuss ihren Rücktritt an. Nun ist gegen Nachrufe, selbst wenn sie allzu beschönigend ausfallen, gewiss nichts einzuwenden. Dass aber die Würdigung der Tätigkeit einer Sozialministerin, die während ihrer ganzen Amtszeit nicht viel anderes bewirkt hat als eine nochmalige und drastische Verteuerung des ganzen Sozialapparats, den besagter verstorbener Bundesrat Jahre zuvor schon reichlich bestückt hatte, dermassen positiv ausfallen muss, ist schwer verständlich. Die Schweiz steht heute bei einer Staatsquote von 50 Prozent. Laut einer neuen Studie des Think Tanks „Avenir Suisse“ wuchsen die schweizerischen Staatsausgaben zwischen 1992 und 1998 im europäischen Vergleich am schnellsten, die Sozialausgaben am zweitschnellsten. Das ist alarmierend.

Selbstverständlich ist Frau Dreifuss daran nicht allein schuld. Und vor allem: Sie ist alles andere als einsam in ihrer Nichtbewältigung der vielleicht grössten Herausforderung der hochentwickelten Sozialsysteme auf dem Alten Kontinent. Sie steht in einer Reihe mit dem immer mehr in Bedrängnis geratenden Bundeskanzler Schröder und allen anderen Gewerkschaftern, die in den meisten Regierungen Europas an der Macht sind. Die Herausforderung ist eine zweifache und gleichzeitig zusammenhängende. Zum einen steht ausser Frage, dass die gesamte fiskalische Belastung von Individuen und Unternehmen in Deutschland, Frankreich und Italien, aber auch in der Schweiz ein Ausmass angenommen hat, welches weiteres wirtschaftliches Wachstum erschwert, wenn nicht verunmöglicht.

Wichtig ist selbstverständlich, wirklich alles, was an Zwangsabgaben anfällt, zusammenzuzählen, also nebst den Einkommenssteuern für Private und den Unternehmenssteuern auch die Abgaben für die sogenannten Sozialversicherungen sowie die Myriaden von andern Beitragsleistungen an den Umverteilungsapparat. Ebenso wichtig ist, zur Beurteilung der fiskalischen Last den Betrachtungszeitraum genügend gross zu wählen. Wenn nämlich ein Jungunternehmer dazu animiert werden soll, in ein wagemutiges Projekt zu investieren, so interessiert die jährlich zu entrichtende Steuer wohl am wenigsten. Vielmehr wird sein Entscheid, ob er unternehmerisch tätig werden soll oder nicht, davon abhängen, wie hoch die Besteuerung über die ganze Laufzeit des Investments ausfallen wird. Wenn sie, wie für Deutschland nachgerechnet, bei über 80 Prozent liegt, dann darf man sich nicht wundern, wenn keine neuen Unternehmungen gegründet werden. Wirtschaftliches Wachstum findet aber, wenn schon, just im Bereich der mittelständischen und kleinen Unternehmungen statt bzw. kommt dann richtig in Gang, wenn dort munter gegründet und frisch gewagt wird.

Das Schwierige an dieser ersten Herausforderung besteht darin, dass die meisten der so komfortabel ausgebauten Sozialwerke genau auf jenes Wirtschaftswachstum angewiesen wären, das sie behindern. Der negative Feed-Back-Mechanismus läuft darauf hinaus, dass die Finanzierung systematisch schwieriger wird. Dazu kommt die zweite Herausforderung: Durch die in Europa vorherrschende demografische Struktur werden die Sozialwerke, deren Finanzierung zumeist an die Löhne der beruflich aktiven Bevölkerung gekoppelt ist, infolge stetiger Erhöhung des nicht mehr aktiven Teils der Bevölkerung zusätzlich leiden. Mehr Destinatäre und stetig weniger Beitragszahler – eine gefährliche Scherenbewegung! Der Umbau der Sozialwerke täte dringend not und müsste in den meisten Ländern Europas zuoberst auf der Tagesordnung stehen. Nichts dergleichen geschieht. In der Schweiz feiert man eine abtretende Sozialministerin und in Deutschland wählt man einen Schröder wieder.

De-Leveraging: Was im Unternehmensbereich durch die Brutalität der Finanzmärkte erzwungen wurde, findet im Politischen nicht statt. Durch die Finanzmärkte wurde neue Ehrlichkeit in die Management-Etagen hineingeprügelt. Im Politischen wird nach wie vor gelogen. Euphemismus herrscht da, wo die Erkenntnis erwachsen müsste, dass die zwei sozialpolitischen Herausforderungen bald einmal zur tödlichen Be-

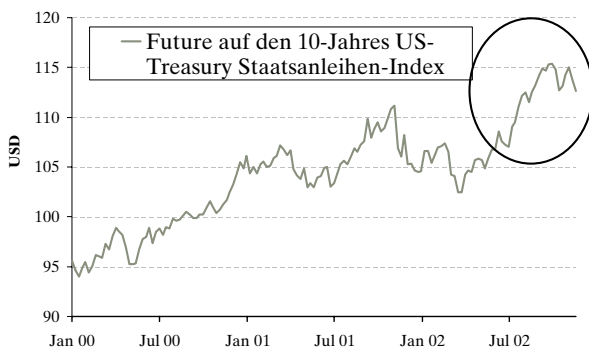
drohung werden könnten. Die Demokratie, ob direkt oder parlamentarisch, ist offensichtlich ein bei weitem schlechterer Korrekturmechanismus als der Markt. Die Demokratie kann weder das sie letztlich auffressende Staatswachstum stoppen, noch kann sie mit neuen Gegebenheiten wie den demografischen Entwicklungen rechtzeitig und wirkungsvoll umgehen. Das gibt zu denken.

6. Altlasten und neue Risiken

Wir haben eingangs festgestellt, dass das zu Ende gehende Jahr 2002 als das „Jahr der Erkenntnis“ bezeichnet werden könnte, weil viel Unbewältigtes offenbar geworden ist und weil sich nun Berge von Problemen auf türmen, die nicht mehr zu erklimmen scheinen. Offensichtlich besteht ein grosser Unterschied zwischen dem unternehmerischen Bereich und dem gesellschaftlich-politischen. Im Grunde geht es um die Frage, inwieweit man in der Lage ist, mit Altlasten abzufahren und bekannte Problemfelder mit Strukturen, die sich überholt haben und die sich nicht mehr bewähren, nachhaltig zu bereinigen. Die gigantischen Überinvestitionen der Neunziger Jahre des letzten Jahrhunderts gehören zu solchen Problemfeldern. Im Zuge kreativer Schumpeter'scher Zerstörung wurde und wird damit aufgeräumt. Nach dieser schmerzvollen Anpassungsphase wird die Wirtschaft in der Lage sein, neue Herausforderungen anzugehen.

Dass es wohl richtig ist, den Rucksack von Altlasten möglichst zu befreien, liegt auf der Hand. Denn in der Tat drohen neue und in ihrer wahren Dimension nur schwer abschätzbare Risiken. Einige wenige seien aufgezählt. Auf der monetären Seite fällt das ausserordentlich tiefe Zinsniveau in allen wesentlichen Währungen der Welt auf.

Eine Bubble?

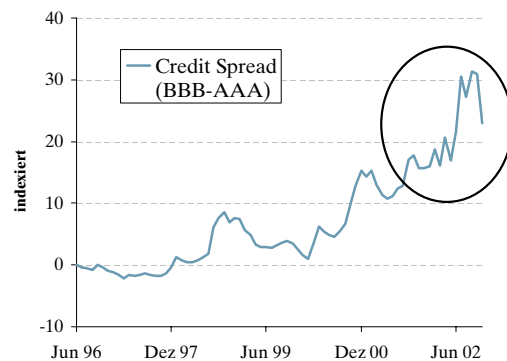


Quelle: Bloomberg

Obwohl nirgends, auch nicht am entferntesten Horizont, irgendwelche Inflationsgefahren zu lauern scheinen, stellt sich dennoch die Frage,

wie sich die Wirtschaft und das Finanzsystem als Gesamtheit verhalten werden, wenn die Zinsen wieder einmal steigen. Gibt es nicht so etwas wie eine doppelte Bubble im Zinsbereich, nämlich die fast beängstigende Höchstbewertung von Regierungsanleihen infolge rekordtiefer Zinsen einerseits und die ebenso beängstigende Überschätzung von Unternehmungsrisiken andererseits? Die zwei Grafiken zeigen die bisherige Entwicklung der beiden Bubbles am Beispiel von amerikanischen Zahlen auf.

Noch eine Bubble?



Quelle: Schroder Salomon Smith Barney, Bloomberg, Analyse

Man kann sich verschiedene Szenarien vorstellen. Zum Beispiel könnten die Wirtschaft zu wachsen beginnen und die Unternehmungsanleihen relativ sicherer werden. Dann würden die Regierungsanleihen relativ an Wert verlieren und zusätzlich noch durch das infolge Wirtschaftswachstum steigende Zinsniveau „bestraft“. Was geschieht dann aber mit all den sicher gewählten Portefeuilles von Pensionskassen und Versicherungsgesellschaften mit ihrer Übergewichtung von Staatsobligationen?

Eine völlig andere Herausforderung. Es steht ausser Diskussion, dass mit dem 11. September 2001 eine neue sicherheitspolitische Zeit angebrochen ist. Im Gegensatz zum Kalten Krieg, der insofern „angenehm“ war, als im Kreml zumeist total risikoaverse Greise herrschten, was die weltpolitischen Verhältnisse einigermaßen prognostizierbar machte, steht heute Unberechenbarkeit als Charakteristikum im Vordergrund. Jeden Tag könnte es geschehen, dass irgendwelche Fanatisch-Halbverrückte eine schmutzige Atombombe plazieren, sagen wir, in einem der grossen Ölumschlagsplätze der Welt. Die Folgen für die Weltwirtschaft wären unabsehbar. Höhere Ölpreise, dramatisch steigende Bewachungskosten, weitere Einschränkungen des freien Waren- und Kapitalverkehrs wären die Folgen.

Leider wird nur schon die Möglichkeit, dass solches oder ähnliches passieren könnte, zu den grössten Herausforderungen für die Weltwirtschaft in den nächsten Jahren werden. Was bisher passiert ist, scheint uns erst die Spitze eines weitaus grösseren Eisberges zu sein: Mit der Erhöhung von Versicherungsprämien wird es nicht getan sein. Noch hat man nicht darüber zu diskutieren begonnen, ob so dicht besiedelte Agglomerationen wie New York oder London im Angesichte der neuen Bedrohung überhaupt noch tragbar sein werden. Noch denkt man nicht darüber nach, wer die Kosten für die Sicherung der Öltanker und der Umschlagsplätze und Raffinerien zu tragen hat. Noch belässt man Kernkraftwerke und grosse Fabrikanlagen der chemischen Industrie völlig ungeschützt gegenüber Angriffen aus der Luft. Als hätte es den 11. September nie gegeben.

Für uns scheint sich abzuzeichnen, dass ein Teil der Welt risikoärmer gestaltet werden muss. Die Jagd auf mutmassliche Terroristen und die Kriegführung gegen Vertreter der „Achse des Bösen“ muss zwingend ergänzt werden durch eine Verringerung lohnender Ziele. Die Pest bereitete den mittelalterlichen Städten mit ihren engen Mauern ein Ende. Der moderne Terrorismus wird unsere sehr neuralgischen Strukturen verändern: Mehr Dispersion, weniger Konzentration, mehr Diversifikation, weniger physische Klumpenrisiken. Aber vermutlich deutlich höhere Ölpreise und generell höhere Transportkosten.

7. Wie erfindungsreich ist der Mensch?

Es geht gewiss nicht darum, die schon vorhandenen Berge noch weniger erklimmbar zu machen, wenn solche und andere neuen Problemfelder aufgezeigt werden. Man könnte ja auch noch über die Osterweiterung der EU sprechen, über den weltweiten Agrarprotektionismus, über China als Billigstproduzenten usw. usf. Wichtig scheint uns zweierlei. Erstens: Aufschieben bringt in der Regel nicht viel. Zumindest im Bereich von funktionierenden Märkten weiss man um das Phänomen der „Eskomptierung“, der preislichen Vorwegnahme positiver oder negativer Elemente, die erst in Zukunft manifest werden. Wenn die Marktteilnehmer nicht durch Verheimlichung oder durch euphemistische Darstellungen getäuscht werden oder sich selber täuschen, dann schlägt sich ein künftig wirksamer Problemberg auf den gegenwärtigen Kurs

nieder. Deshalb: Vorhandene, bekannte Herausforderungen sind da, um gelöst zu werden. Für Absehbares ist konkrete Vorsorge zu leisten. Für unbekannte Risiken müssen Reserven angelegt werden. Die geahbten zweieinhalb Jahre der Kursverluste haben vielerorts zu einem Überdenken und zu einer Anpassung der Strukturen geführt. In ein, zwei Jahren dürfte die Wirtschaft insgesamt stärker und weniger exponiert dastehen als vor drei Jahren. Der Weg dahin wird allerdings kein einfacher sein. Von monetärer Seite wird kaum mehr mit wesentlichem Support zu rechnen sein, im Gegenteil – rekordtiefe Zinsen können nicht mehr viel weiter sinken. Alles, was uns an Positivem entgegenkommen kann, muss von den Unternehmungen erarbeitet werden. Entsprechend werden die Aktienbörsen nach Abebben der gegenwärtigen Korrektur nach oben um jedes Indexprozentlein kämpfen müssen, und weil die eine oder die andere Unternehmung besser agiert als die andere, wird sich die künftige Kapitalallokation höchstwahrscheinlich ziemlich selektiv gestalten.

Zweitens: Es gibt, wie oben gezeigt, eine Anzahl Riesenberge unbewältigter neuer Risiken, ja, es zeichnen sich Probleme ab, die man aus heutiger Sicht als kaum zu bewältigen bezeichnen müsste. Grund, den Kopf hängen zu lassen? Wohl nicht. Der berühmte Schweizer Ökonom Karl Brunner (1916-1989) prägte seinerzeit den Ausdruck „REMM“ (für „Resourceful Evaluating Maximizing Man“) zur Charakterisierung des von ihm bevorzugten Modells des Menschen. Die Fähigkeit des Menschen, sich auf neue Gegebenheiten, und seien sie noch so bedrohlich, einzustellen, wird immer wieder drastisch unterschätzt. Wer hätte 1945 an das nachfolgende deutsche Wirtschaftswunder geglaubt? Wer hätte in den Achtziger Jahren des letzten Jahrhunderts im Ernst an den Erfolg von Ronald Reagan und Margaret Thatcher geglaubt? Wer hätte 2000 geglaubt, dass Vladimir Putin, der Ex-KGB-Funktionär, zu den wichtigsten und intelligentesten Reformen Russlands ausholen würde?

Man spricht derzeit viel über die Rückgewinnung von Vertrauen. Als ob es wie Manna vom Himmel fiele, oder schlimmer noch, von den hoffnungslos in ihre eigenen Netze verstrickten Politikern käme. Vermutlich bräuchte es zur Rückgewinnung von Vertrauen nur ein Quentchen mehr Selbstvertrauen.

KH, 2.12.2002