

## Viergeteilt in die Zukunft. Betrachtungen zur Weltlage

### 1. Müssige Lagebeurteilungen?

Zwischen 1932 und 1936 stiegen die Kurse an den Aktienmärkten, gemessen an einem weltweit diversifizierten Index, um etwa 250 Prozent an. Dies trotz um sich greifender, tiefer wirtschaftlicher Depression, trotz unglücklicher Geldpolitik in den USA, trotz grassierender Hoffnungslosigkeit in weiten Teilen der Bevölkerung, trotz Überhandnehmens extremer politischer Ideen sowohl dies- als auch jenseits des Atlantiks, trotz absehbaren Abdriftens in Richtung einer ganz grossen kriegerischen Auseinandersetzung. Jeder, der 1932 die gesellschaftlichen, wirtschaftlichen und internationalen Entwicklungen grosso modo richtig prognostiziert hätte, wäre in seinen Einschätzungen für den Indexstand der Aktienmärkte im Jahr 1936 kaum bei einem Plus von 250 Prozent gelandet. So wäre es durchaus begreiflich, wenn man angesichts solch krassen Auseinanderklaffens zwischen der realen Entwicklung und dem Verhalten der Finanzmärkte resigniert die Hände in den Schoss legte und feststellte, dass alles Sinnieren ohnehin zwecklos sei. Man spare sich lieber die Mühe von Lagebeurteilungen, gebe das Publizieren von Anlagekommentaren auf und schone mit dem Verzicht auf Papierverbrauch wenigstens die Wälder.

Ein wenig kurz griffe diese Art von Resignation vielleicht aber doch. Dies aus zwei Gründen. Erstens müssen die 250 Prozent Kursanstieg im Lichte der vorangegangenen Kursverluste im Gefolge der Ereignisse von 1929 gesehen werden. Weltweit hatten sich die Aktienkurse damals ja um rund zwei Drittel reduziert, ausgelöst durch einen Exodus spekulativen Geldes und durch ein enttäushtes Sich-Abwenden risikounfähiger Anleger nach dem Bersten einer eindeutigen Blase übertriebener Kursentwicklung an der Wall Street. Man kann den Wiederanstieg als eine Art Normalisierung der Kapitalallokation an den Finanzmärkten nach der Überhitzung und nach dem Absturz von 1929ff. interpretieren. Dramatische Verläufe an den Aktienmär-

ten sind mit ebenso dramatischen Veränderungen innerhalb der Portefeuilles der Anleger verbunden – darnach erfolgt die Rückkehr zu „vernünftigen“, sich an den langfristigen Verhältnissen und Erfahrungen ausrichtenden Verteilungen der Anlagekategorien. So ist auch heute, nach der Halbierung der Kurse seit Frühjahr 2000, durchaus damit zu rechnen, dass Anleger wie etwa die ganz grossen Lebensversicherer in der Schweiz ihre extrem tiefe Aktienquote gelegentlich einmal erhöhen müssen, weil sie sonst nie und nimmer ihre Anlageziele erreichen können. Sie werden dies tun müssen, auch wenn ihre Gefühle bezüglich künftiger Entwicklung der Welt und der Weltwirtschaft möglicherweise nicht viel besser sind als jene ihrer Kollegen in den Jahren 1933, 1934 und 1935.

Ein zweiter Grund erscheint uns aber noch belangreicher. Selbst wenn die Aussichten für die Welt und die Weltwirtschaft so mies wären wie in den Dreissiger Jahren, dann stellte sich dennoch die Frage, ob eine Konzentration in sogenannten risikolosen Anlagen wie hohen Kontenständen bei Banken, Festgeldern, Regierungsanleihen und dergleichen die in allen Fällen richtige strategische Asset Allocation darstellen würde. Letztlich geht es doch um die *Sicherstellung der Werthaltigkeit* von Vermögensteilen unter den Gegebenheiten denkbarer künftiger Entwicklungen. Welche Art von Institutionen überleben konfliktgeladene geschichtliche Perioden besser? Regierungen, Staaten, Währungen oder Unternehmungen in ihrer Vielzahl und in ihrer geografischen Diversifikation? War es im Lichte dieser Überlegungen dermassen abwegig, wenn sich in Erwartung der schlimmsten denkbaren Entwicklungen die Anleger in den Dreissigerjahren mehr und mehr wieder den Aktien zuwandten? Ja, wäre es denkbar, dass gerade wegen der absehbaren künftigen Gefährdungen eine Re-Allokation der Mittel in Richtung Eigenkapitalbeteiligungen stattfand? Würde dies zutreffen, dann erwiese sich eine Lagebeurteilung nicht nur als nicht müssig, sondern vielmehr als geradezu überlebensnotwendig.

## 2. Werthaltigkeit, Wertschöpfung und deren Gefährdungen

Es geht letztlich um die Sicherstellung der Werthaltigkeit von Vermögensteilen unter den Gegebenheiten denkbarer künftiger Entwicklungen. Was aber heisst „Werthaltigkeit“ konkret, was bedeutet sie ökonomisch? Welche Einflussfaktoren sind zu berücksichtigen?

So trivial es tönen mag: Werthaltig kann nur sein, was man auch mit der notwendigen Sicherheit besitzen, nutzen, veräussern oder verbrauchen darf. Güter oder Vermögensteile, die einem, durch wen und mit welcher Berechtigung auch immer, weggenommen werden können, entsprechen den Anforderungen von Werthaltigkeit nicht. „Wegnehmen“ kann man Güter und Vermögensteile physisch, das heisst durch Diebstahl, Raub, Konfiskation, erfolgreiche gerichtliche Klagen, Erpressungen und dergleichen. „Wegnehmen“ kann aber auch subtiler erfolgen, zum Beispiel durch Vermögensbesteuerung (d.h. durch den Angriff des Staates auf den Besitzstand) oder durch Einkommensbesteuerung (d.h. durch den Angriff des Staates auf die Nutzung) oder durch die Gewinnbesteuerung (wie etwa die Kapitalgewinnsteuer oder die Grundstückgewinnsteuer, d.h. durch den Angriff des Staates auf das freie Veräusserungsrecht). Noch subtiler ist der Entzug der Werthaltigkeit durch Verminderung der Kaufkraft des Geldes. Ein solcher Angriff gilt den Geldanlagen und ist insofern elegant, als er eine grosse und unbestimmte Menge von Bürgern trifft, der Schaden also in idealer Weise sozialisiert wird und sich der Anreiz zu politischen Gegenmassnahmen deshalb in kleinem Rahmen hält. Inflationierung war deshalb geschichtlich gesehen immer ein sehr beliebtes Mittel der kaschierten Wegnahme, d.h. der Umverteilung zugunsten der Schuldner und zulasten der Gläubiger. Wobei die grössten Schuldner immer die Staaten selber waren.

Werthaltigkeit hat mit anderen Worten sehr viel zu tun mit der Frage, inwieweit die *Eigentumsrechte* gewahrt sind. Die Theorie spricht denn auch von *usus* (Besitz und Gebrauch), *usus fructus* (Nutzung, Aneignung des Ertrags) und *abusus* (Verfügungsfreiheit), die in ihrer Gesamtheit gewahrt sein müssen, so dass überhaupt von „Eigentum“ gesprochen werden darf. Selbstverständlich hat jede Gesellschaftsordnung und jede geschichtliche Entwicklung mehr oder minder gewichtige Eingriffe in die solcherart definierten Eigentumsrechte gebracht, und immer waren solche Einschränkungen auch mehr oder weniger legitimiert und mehr oder weniger legal. Unter dem Titel einer globalen Lagebeur-

teilung bezüglich Werthaltigkeit müssen uns die Differenzen in der Wahrscheinlichkeit der Wahrung der Eigentumsrechte unter verschiedenen denkbaren künftigen Szenarien interessieren.

Wer etwas behalten, nutzen und veräussern darf, hat daran auch Freude. Wenn ihm alles oder ein Teil davon weggenommen wird, hat er weniger Freude. Auch das ist trivial, beschreibt aber den Zusammenhang zwischen Eigentumsrechten und den Anreizen zu wirtschaftlicher Tätigkeit. Eingeschränkte Eigentumsrechte bzw. auch schon die blosser Erwartung, dass die Eigentumsrechte später einmal (noch vermehrt) eingeschränkt werden könnten, lösen negative Anreize für die wirtschaftliche Betätigung aus. Gesellschaftsordnungen oder geschichtliche Konstellationen unterscheiden sich unter anderem durch Differenzen in der Anreizsituation zu wirtschaftlicher Tätigkeit.

Damit ist die Brücke zur Wertschöpfung gelegt. Werthaltigkeit hat insofern mit Wertschöpfung zu tun, als sich der Gegenwartswert eines wirtschaftlichen Gutes oder eines Vermögensteils immer nur im Wert eines anderen wirtschaftlichen Gutes ausdrücken lässt und mithin von der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit der Umgebung abhängig ist. Das gilt für physische Güter genauso wie für Geld. Eine Währung ist nur so viel Wert, als produktive Kraft dahinter steht. Produktive Kraft, Wertschöpfung, wiederum findet nur statt, wo genügend Anreize zu produktiver Betätigung vorhanden sind. Damit ist der Kreis zu den Eigentumsrechten wieder geschlossen.

Im folgenden wird es nun darum gehen, eine auf Differenzen bezüglich zu erwartender Eigentumssituation und künftiger Wertschöpfung ausgerichtete Lagebeurteilung der Welt durchzuführen. Dies mit dem Ziel, Elemente zur Überprüfung der Kapitalallokation hinsichtlich der zur Verfügung stehenden Finanzinstrumente und der für Anlagen denkbaren Weltregionen zu liefern.

## 3. Von der bipolaren Welt zum amerikanischen Rom?

Vor fünfzehn oder zwanzig Jahren wäre es leichter gefallen, den Globus in sich verschieden entwickelnde Zonen aufzuteilen. Hier die USA und mehr oder weniger eng daran angegliedert die OECD-Staaten, da die Sowjetunion mit ihren Satelliten. Und zwischendrin eine Gruppe von Ländern, die sich blockfrei nannte, politisch den Russen zugeneigt und wirtschaftlich mit dem Westen verbunden war. Wie immer läuft man leicht Gefahr, die Vergangenheit verklärend zu sehen. In der Tat zeichnete sich aber das bipola-

re Weltsystem durch eine recht hohe Stabilität aus. Das gegenseitige nukleare Zerstörungspotential führte zu einer Patt-Situation, was die ganz grossen strategischen Aktionen betraf und schränkte die Handlungsfreiheit für „kleinere Fälle“ ebenfalls erheblich ein. Immerhin darf jedoch auch in der Rückschau zweierlei nicht vergessen werden: Zum einen war auch das bipolare Weltsystem nicht frei von gefährlichen Erschütterungen, wenn man etwa an die Cuba-Krise oder an den Vietnamkrieg denkt. Zweitens war der Preis für die relative Stabilität hoch: Ein wesentlicher Teil der Weltbevölkerung musste ihr Dasein in stumpfer Hoffnungslosigkeit und Unterdrückung fristen. Gelegentliche Eruptionen wie 1956 in Ungarn oder 1968 in Prag waren dann geeignet, das autoritäre System als Ganzes zu gefährden und mussten deshalb, mit freundlicher Genehmigung des Westens, brutal abgewürgt werden.

Nach den Jahren des Aufbrechens der bipolaren Zweiteilung der Welt scheint sich nun, wenn man den Kommentaren in den Medien folgt, ein neues System etabliert zu haben: Die globalisierte Welt unter der Herrschaft der USA. Oberflächlich betrachtet trifft dies ja durchaus auch zu: McDonald's und Hiltons an jeder Ecke des Globus, Cola-Flaschen in allen Abfallcontainern der Welt, amerikanische Soldaten in Afghanistan, in Serbien, in Kolumbien und bald auch in Bagdad. Die wirtschaftliche Potenz amerikanischer Unternehmungen scheint gekoppelt zu sein an das aussenpolitische Vorgehen und die militärischen Mittel. Darüber hinaus vermutet man hinter jedem Internet-Anschluss und während jedes Handy-Anrufs einen interessierten CIA-Agenten. Was resultiert, ist ein monopolares Weltbild mit Regierungen, internationalen Organisationen, global tätigen Unternehmungen, verdeckt agierenden Geheimdienstleuten, die alle etwas Einziges im Sinne haben: den Nutzen der USA zu steigern. Der Antiamerikanismus, der aus mancher europäischen Äusserung herauszulesen ist, entspringt just einem solchen monopolaren Weltbild bzw. der Angst davor.

Nun ist gewiss nicht von der Hand zu weisen, dass die sichtbare Präsenz von Gütern und Dienstleistungen amerikanischer Provenienz weltweit unübersehbar ist. Es trifft auch zu, dass die USA die einzige leistungsfähige, global einsetzbare Militärmacht besitzen, und es mag auch sein, dass über Agentennetze und über Satelliten ziemlich lückenlos Information gesammelt werden kann. Allein, das monopolare Weltbild unterstellt, dass das alles auch irgendwie zu bewältigen wäre, dass man also in der Tat

in der Lage wäre, die Welt nach seinen Wünschen und Vorstellungen zu lenken.

Nichts ist absurder als diese Vorstellung. Amerikanische Unternehmungen, so amerikanisch sie auch sein mögen, verfolgen primär ihre eigenen Interessen. Von Koordination mit Washington kann keine Rede sein oder, wenn schon, dann erst in dritter oder vierter Linie. Zwei Kriegsschauplätze auf einmal, so lautet eine der grossen strategischen Zielsetzungen der USA. Die US-Truppenpräsenz in Ehren – aber es bereitet den Amerikanern sichtlich Mühe, nebst dem Schauplatz Afghanistan auch noch einen zweiten in der Golfregion aufbauen zu können. Für Nordkorea reicht es dann aber mit Sicherheit nicht mehr. Omnipräsenz amerikanischer Geheimdienste: Gewiss, es wird offenbar sehr viel Material gesammelt. Aber auch sinnvoll ausgewertet? Die Riesensumme an Information? Die Auseinandersetzung mit dem internationalen Terrorismus haben gezeigt, wie illusorisch sich die Konzepte von „Total Control“ erweisen.

Aus unserer Sicht ergibt ein vierteiliges geografisches Modell der Welt eine bessere Grundlage zur Systematisierung der Gedankengänge für eine Lagebeurteilung. Die erste und unbestreitbar wichtigste Macht der Welt stellen zweifellos die USA dar. Es wäre aber falsch, heute die NATO-Verbündeten in Europa im gleichen Atemzug zu nennen. Europa als zweiter „Block“ ist anders und wird voraussichtlich immer andersartiger werden. Damit müssen wir uns in der Folge beschäftigen. Ein dritter „Block“ zeichnet sich immer mehr in den zwar sehr unterschiedlichen, von bestimmten Interessen und vom Entwicklungsstand her gesehen aber relativ gleichgelagerten Ländern China und Indien ab. Bleibt schliesslich ein vierter Teil der Welt, eine Residualgrösse sozusagen, in unterschiedlicher Intensität dem einen oder andern der drei Blöcke zuneigend, grossenteils ineffizient, arm, korrupt und gewalttätig. Man könnte diesen vierten Block als „Belt of Crooks“ bezeichnen, wenn man sich damit nicht allzu stark an die von Präsident Bush so gerne verwendete Bezeichnung der „Schurkenstaaten“ annähern möchte. Beim vierten Block geht es nicht um eine Achse des Bösen, sondern um die sehr, sehr vielen Menschen auf dieser Welt, die trotz demokratischer Verfassungen von Gaunern regiert werden.

Wie jedes Modell hat auch die geistige Vierteilung der Welt ihre Nachteile. Es gibt Elemente, die nicht so weiteres zugeordnet werden können. Wird Russland im Laufe der Zeit immer europäischer? Oder wird es wieder zurückfallen und dem vierten Block zuzuteilen sein? Wohin ge-

hört Japan? Wird es eine Triade China – Indien – Japan geben? Was mit Australien?

#### **4. Wirtschaftlich vital, politisch handlungsfähig...**

In den letzten zweieinhalb Jahren war viel von einer dramatischen Wirtschaftsabschwächung in den USA die Rede, ja, vorübergehend, im Gefolge des 11. Septembers 2001, sprach man sogar von einer nachhaltigen Rezession. Bei Lichte betrachtet muss man heute konstatieren, dass die wirkliche Überraschung bezüglich den USA nicht in enttäuschenden Zahlen, sondern vielmehr in der fast unerklärlich konstanten Konsum- und Baufreude der Amerikaner liegt. Drei Prozent Wirtschaftswachstum: Das ist nun mit dem schlechtesten Willen keine Katastrophe!

Gewiss, in bestimmten Branchen und ganz generell im Bereich der Investitionen ist die Krise noch alles andere als ausgestanden. Und es trifft auch zu, dass sich vor allem die Unternehmensgewinne in einer tiefen Rezession befinden. Die Gründe hiezu haben wir in den letzten Anlagekommentaren hinlänglich ausgebreitet. Die Unternehmungen müssen nach dem Investitions-Hype der späten Neunziger Jahre sparen, sie müssen ihre Bilanzen in Ordnung bringen. Es steht für uns ausser Frage, dass der Aktionär unter diesem von den Märkten erzwungenen Sparprogramm so lange leiden wird, bis mit genügender Evidenz Gewissheit über die Gesundheit der Bilanzrelationen geschaffen ist. Und vermutlich nicht nur der Bilanzrelationen, sondern der Verhältnisse in den Unternehmungen überhaupt, also beispielsweise der Bonussituation des Managements, der Effektivität interner Kontrollen usw. usf.

Die grösste Stärke der USA im wirtschaftlichen Bereich liegt in der hohen Flexibilität der Strukturen. Darin dürfte letztlich auch der Grund dafür zu suchen sein, dass die Krise im Investitionsbereich – immerhin gingen einige tausend Technologiefirmen pleite! – und die drastischen Kursverluste an den Aktienbörsen nicht auf den Rest der Wirtschaft durchgeschlagen haben. Der amerikanische Arbeitnehmer ist mobil, die amerikanische Familie stützt sich häufig auf zwei verdienende Mitglieder ab, der Amerikaner ist darauf eingestellt, seine Stelle verlieren zu können. Diese Arbeitsmarktflexibilität ist gepaart mit einer im weltweiten Vergleich sehr hohen Durchlässigkeit des Firmensektors: Unternehmen entstehen und verschwinden am Laufmeter, und mit diesem Kommen und Gehen verschwinden natürlich auch obsoleete Arbeitsstellen rascher als andernorts, vor allem aber entstehen

auch immer wieder neue. Arbeit ist nicht etwas, was man erhalten kann, sondern das man immer neu schaffen muss. Darauf ist bei der Behandlung Europas zurückzukommen.

Eine zweite Stärke der USA liegt in den sehr liquiden Verhältnissen am Kapitalmärkten. Nirgendwo sonst auf der Welt kann in dem Masse und so einfach Risikokapital geäufnet werden, und nirgendwo sonst auf der Welt gibt es für alle denkbaren Risiken auch die geeigneten Instrumente zur Absicherung. Dieser grosse Vorteil der USA wird derzeit, das heisst aufgrund der Investitionskrise, die natürlich gerade auch diesen Bereich erfasst und die Märkte vorübergehend zum Austrocknen gebracht hat, völlig unterschätzt. Ein neuer Aufschwung und namentlich ein neuerlicher technologischer Schub würde dem Vorteil aber wieder das gebührende Gewicht verleihen. Der Kapitalmarkt der USA steht, abgesehen von den Einschränkungen durch den „Patriot Act“ nach dem 11. September 2001, dem internationalen Publikum uneingeschränkt zur Verfügung. Daran sollten all jene denken, die den US-Dollar bereits auf Parität mit dem Schweizerfranken sehen.

Die wirtschaftliche Vitalität wird begleitet von einer für europäische Augen erstaunlichen politischen Handlungsfähigkeit. Sie betrifft sowohl den aussenpolitischen Bereich wie nun aber auch, und das recht überraschend, die Innenpolitik. Das von Präsident Bush vorgelegte Steuerpaket ist mutig und geht wirtschaftlich absolut in die richtige Richtung. Die USA sind (neben der Schweiz übrigens!) das viertletzte OECD-Land mit einer kompletten Doppelbesteuerung von Unternehmensgewinnen. Mit der Abschaffung der Dividendenbesteuerung dürfte dreierlei erreicht werden: Erstens wird den Konsumenten, namentlich den teilweise von Dividendenzahlungen lebenden Rentnern, netto mehr Cash ins Portemonnaie gespült. Das dürfte der Konsumlust weiteren Auftrieb verleihen. Zweitens werden Anreize ausgelöst, mehr Dividendenpapiere zu kaufen und zu besitzen. Damit wird der Wirtschaft mehr Kapital zur Verfügung stehen. Drittens entzieht man dem Management der Unternehmungen gleichzeitig ein gewichtiges Argument, weshalb Gewinne in den Firmen zurückbehalten werden sollen. Das über die ausbezahlten Dividenden freiwerdende Geld wird durch die Anleger vermutlich effizienter neu alloziert, als es durch das Management firmenintern verwendet würde. Damit entledigt sich Amerika längerfristig eines wichtigen strukturellen Grundes für die Missbräuche in der Corporate Governance.

## 5. ... aber: imperiale Pflichten, wurmstichige Rechtspraxis

Das Bild fiele allerdings allzu positiv aus, wenn nicht auch die grossen Defizite der USA angesprochen würden. Aus unserer Sicht sind es zwei Elemente, die zumindest längerfristig ernsthafte Fragezeichen für den Erfolg des amerikanischen Weges aufwerfen. Vielleicht mehr nolens als volens sind die USA in die Rolle der einzigen globalen Ordnungsmacht geschlüpft. Jahrzehntelang verpasste es die politische Elite, die sehr leicht verwundbare Achillesferse des Ölnachschubs aus der Welt zu schaffen. Der Erfolg jeder amerikanischen Regierung jeglicher Couleur scheint davon abzuhängen, ob es gelingt, die Energiepreise tiefzuhalten. Wahlkämpfe sind ohne Einbezug der Erdölindustrie offenbar nicht finanzierbar. Die Folge davon ist, dass die USA durch eine massive Stützpunkt- und Flottenpolitik die Nachschubwege für Erdöl zu einem sehr hohen Preis aufrechterhalten müssen. Die verwendete Strategie ist eine imperiale: Man greift massiv und ohne viel Rücksicht auf Verluste (Dritter) und ohne viel völkerrechtliche Skrupel (man bringt die UNO eh soweit, den amerikanischen Standpunkt zu sanktionieren) dort ein und schlägt dort zu, wo dies am notwendigsten bzw. am opportunisten erscheint.

Die Frage, die sich längerfristig stellt, liegt darin, ob sich die Last der auf dermassen imperiale Art zu lösenden Aufgaben mit der demokratischen Staatsform, mit einer offenen, pluralistischen Gesellschaft und mit freien Kapitalmärkten übertragen kann. Die grosse Einigkeit unter den Amerikanern nach dem 11. September 2001 und der für Europäer fast ungeheuerliche Support, den Präsident Bush in seiner Aussenpolitik genießt, kann nicht von Dauer sein (es sei denn, der allenthalben als so hochintelligent bezeichnete Osama Bin-Ladin begehe bald wieder eine nächste Dummheit und veranlasse von neuem eine Serie einheitsstiftender Terroranschläge...). Die USA müssten im Grunde genommen am Aufstreben neuer Weltmächte interessiert sein, denn die multipolare Teilung der Macht könnte längerfristig kostengünstiger ausfallen als die Monopolisierung der Macht. Doch darüber mehr bei der Behandlung des vierten Blocks, des „Belts of Crooks“.

Ein zweites, immer bedrohlicher werdendes Defizit der USA liegt in deren Rechtssystem. Es vergeht mittlerweile kaum ein Tag, an welchem nicht eine Sammelklage gegen eine Firma oder gegen ganze Gruppen von Unternehmungen lanciert wird. Die Ankündigung von Sammelklagen ist mittlerweile zum börsenrelevanten Top-

Thema avanciert – das Rechtssystem zum Unsicherheitsfaktor Nummer 1. Dem europäischen Beobachter stechen zunächst selbstverständlich die horrenden Klagesummen in die Augen, die auf dem Alten Kontinent undenkbar wären. Häufig wird die Unterschiedlichkeit in den Rahmenbedingungen zur Ausübung des Anwaltsberufs als Hauptgrund für die aus hiesiger Sicht absurd hohen Summen angeführt. Amerikanische Anwälte dürfen in den meisten Staaten erfolgsabhängige Honorare einkassieren. Die Anreizsituation für hohe Klagesummen ist damit natürlich gegeben. Der wirkliche Grund für die offenkundig missbräuchliche Verwendung des Rechtssystems zu erpresserischen Zwecken liegt aber tiefer.

Das amerikanische Recht kennt wegen seiner Ausrichtung auf den einzelnen Fall viel weniger als das kontinentale Recht allgemein anerkannte Grundsätze, die im Zweifelsfall den Richter leiten und ihn vor absurden Urteilen bewahren. In unserer Rechtskultur spielen Begriffe wie „Verhältnismässigkeit“, „Billigkeit“, „Sittlichkeit“, „Treu und Glauben“ und dergleichen eine wichtige Rolle – vielleicht nicht einmal explizit, sondern vielmehr subcutan und implizit. Rechtsgrundsätze bildeten den Inhalt der ersten Kapitel der grossen Kodifizierungen des Zivilrechts zu Beginn des Zwanzigsten Jahrhunderts. Das amerikanische Recht wurde nie kodifiziert, sondern entwickelte sich von Einzelfall zu Einzelfall, und wenn vom Gesetzgeber Recht geschaffen wurde, dann erfolgte dies zumeist nach einer spezifischen Problemsituation (wie zum Beispiel die Bankengesetzgebung als Folge des Börsenkrachs von 1929 oder nun die Corporate Governance-Regeln als Folge der Finanzmarktkrise der letzten Jahre).

Das amerikanische Rechtssystem ist so im Laufe der Zeit immer mehr zu einer Bedrohung der Eigentumsrechte geworden, wie sie oben definiert worden sind. Auf dem Wege von Vertrags-, Haftpflicht- und gegebenenfalls Sammelklagen lassen sich hohe Beträge freipressen, dies in letzter Zeit vor allem auch unter Zuhilfenahme der machtvollen Medien. Ziele der Aktionen sind Objekte, die über Geld in genügend attraktiver Höhe verfügen. Als besonders geeignete Zielobjekte haben sich in letzter Zeit namentlich ausländische Opfer erwiesen, weil sie unerfahren sind, in der Regel naiv reagieren und zudem über keine Lobby vor Ort verfügen.

Was resultiert, ist ein konfiskatorisches System, das von hoher Willkür und vielen Zufälligkeiten geprägt ist, und ein Anwaltsstand, der bei weitem zu gross und zu gefräßig und zu machtvoll

ist. Er auferlegt der Wirtschaft eine Art Sondersteuer, die im Gegensatz zur staatlichen Steuererhebung alles andere als voraussehbar und deshalb im Hayek'schen Sinn besonders schädlich ist. Und es resultiert noch ein Zweites: Der Umgang unter Amerikanern ist mehr und mehr von gegenseitigem Misstrauen geprägt. Ein Arzt konzentriert sich nicht mehr auf die richtige Diagnose, sondern auf die Frage, mit welchem Verhalten er möglichen Haftpflichtklagen des Patienten entgehen könnte. Ein Garagist lehnt die Reparatur von Bremsen ab, weil er sich vor möglichen rechtlichen Schritten seiner Kunden ängstigt. Und weil die Angst berechtigt ist, wird jeder auch einfachste wirtschaftliche Vorgang mit einem dicken vertraglichen Regelwerk versehen, das kein normaler Mensch verstehen kann, im Konfliktfall dem gefräßigen Anwaltsstand aber genügend Futter liefert.

Amerika läuft Gefahr, zu einer Gesellschaft, zu einer Wirtschaft, zu einem Kapitalmarkt fehlenden gegenseitigen Vertrauens zu werden. Der Ökonom spricht von höheren Informations- und Transaktionskosten, welche solcherart Sozialstrukturen bewirken. Der dämpfende Effekt für künftige Investitionen liegt auf der Hand.

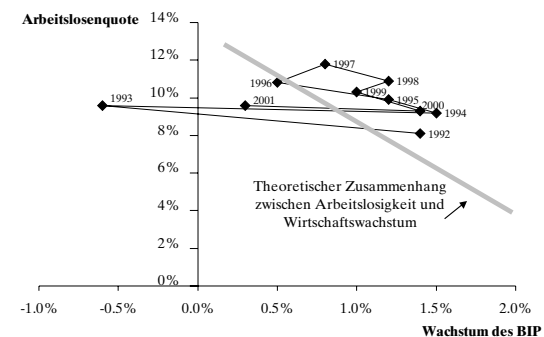
## 6. Flügellahm, älter werdend, verkrustet – aber ziemlich kultiviert

Europa wird im Jahr 2003 wirtschaftlich mit nicht wesentlich mehr als 1 bis 1½ Prozent wachsen. Das ist wenig, zu wenig, um den Hunger der Staatskassen zu stillen, und viel zu wenig, um die längerfristigen sozialstaatlichen Verpflichtungen als glaubhaft finanzierbar erscheinen zu lassen. Europa, und damit sind vor allem die gewichtigen Kernländer Deutschland, Frankreich und Italien gemeint, bewegt sich im Kriechgang. Nicht nur die politische Klasse, sondern auch ein guter Teil der Wählerschaft wiegt sich nach wie vor in der Illusion, dass der hohe Komfort – tiefe Arbeitszeiten, hohe Sozialleistungen, jährliche Lohnsteigerungen, hohe Sicherheit des Arbeitsplatzes oder, falls doch einmal etwas schief gehen sollte, enorm grosszügige Sozialpläne – auf die Länge durchzuhalten sei. Wenn man die internationale Konkurrenzsituation in Betracht zieht, dann ist das selbstverständlich völlig ausgeschlossen. Selbst wenn man den letzten teuren Arbeiter durch Maschinen ersetzt hätte, wären die künftigen Lasten des Sozialstaats noch zu hoch, um wettbewerbsgerecht produzieren zu können.

Das wirtschaftlich wichtigste Land Europas, Deutschland, leidet ganz besonders unter der hausgemachten Anpassungsunfähigkeit seiner

Strukturen. Die untenstehende Grafik zeigt die Veränderungen der Arbeitslosenquote im Verhältnis zum Wirtschaftswachstum auf. Das Besondere und Erschreckende daran ist, dass selbst bei höherem Wirtschaftswachstum die Arbeitslosenquote nicht sinkt, umgekehrt aber auch nicht steigt, wenn die Nachfrage nach Arbeit aus konjunkturellen Gründen tiefer liegt. Mit anderen Worten rühren die deutschen Unternehmungen die Bestandeszahl ihrer Arbeitskräfte nicht an – sie entlassen nicht und bauen nicht ab, wenn dies betriebswirtschaftlich geboten wäre, sie stellen aber auch nicht ein, wenn sich dies rechtfertigen liesse.

## Unflexibler Arbeitsmarkt Deutschland



Quelle: Bundesanstalt für Arbeit, eigene Darstellung

Der Faktor Arbeit ist eine der wichtigsten betriebswirtschaftlichen Grössen, welche, selbstverständlich unter Wahrung des Anstands und unter Einhaltung sozialstaatlicher Rahmenbedingungen, zur unternehmerischen Handlungsfreiheit gehören müsste. Die Inflexibilität betrifft nicht nur die Einstellung und die Entlassung, sondern auch betriebliche Umstellungen wie beispielsweise die Einführung einer Nachtschicht und dergleichen.

In früheren Kommentaren haben wir vielfach auf die äusserst ungünstige steuerliche Anreizsituation zur Gründung neuer Unternehmungen hingewiesen. Die hohen tariflichen Hürden werden ergänzt durch eine kafkaeske Situation im regulatorischen Bereich. Wie frustrierend der Umgang mit deutschen Bewilligungsbehörden sein kann, muss man einmal erlebt haben. Fortan lässt man die Idee, dort wirtschaftlich tätig zu werden, für immer bleiben. (Interessierte mögen sich unseren Erlebnisbericht über den Umgang des Bankhauses mit dem Bundesamt für Kreditwesen anhören. Dessen Umfang würde den Rahmen eines Anlagekommentars bei weitem sprengen.)

Was resultiert, sind namhafte Fragezeichen bezüglich der Möglichkeit, dass Deutschland und mithin Europa wieder einmal zu gesunder Wertschöpfung zurückkehren kann. Die Reform des

Sozialsystems unter den sich verschärfenden Bedingungen der demografischen Gegebenheiten, die verkrusteten Faktormärkte sind denkbar schlechte Voraussetzungen für das wirtschaftliche Überleben in einer Welt, die vor allem eines fordern wird: Anpassungsfähigkeit an immer neue Rahmenbedingungen. Der Programmierer in Bombay und der Textilarbeiter in Shanghai werden keine Rücksicht nehmen auf Herrn Schulze, der keine Nachtschicht leisten will.

Europa hätte einen gewichtigen Vorteil gegenüber dem Rest der Welt, gegenüber Amerika mit seinem gefährlich werdenden Rechtssystem, gegenüber China und Indien mit ihren Defiziten im Bereich der Rechtssicherheit und ganz klar gegenüber dem „Belt of Crooks“, wo Rechtsstaatlichkeit ohnehin ein Fremdwort ist. Europa verfügt immer noch über eine funktionierende Zivilgesellschaft, in der Anstand, Achtung und gegenseitiges Vertrauen den Normalfall der gesellschaftlichen Interaktion ausmachen. Diese Qualität liesse sich auch aufrechterhalten, wenn die Mitglieder der Gesellschaft älter werden – vielleicht dann ganz besonders! Rechtsstaatlichkeit und Zivilgesellschaft bedingen sich gegenseitig. Ihr immenser ökonomischer Vorteil liegt in deutlich niedrigeren Informations- und Transaktionskosten. Wo der Handschlag noch möglich ist, kann auch der Handel blühen.

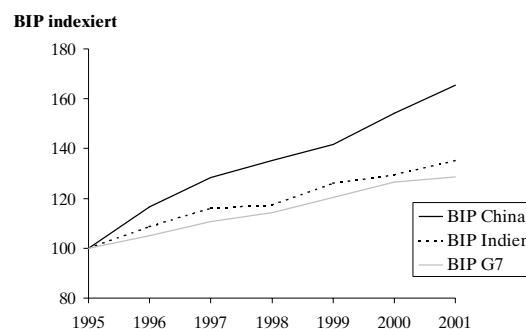
### 7. Vital, pragmatisch, gefährlich

Mehr und mehr erweist sich die Voraussage als stichhaltig, dass im pazifischen Raum und auf dem indischen Subkontinent eine ernstzunehmende, eigenständige Wirtschaftsmacht im Entstehen begriffen ist. Selbstverständlich ist es problematisch, China und Indien in einem Atemzug zu nennen oder gar als kohärenten Wirtschaftsblock darzustellen. Der geschichtliche und kulturelle Hintergrund beider Länder ist allzu verschieden, und auch die geostrategische Positionierung wird unterschiedliche Vorgehensweisen nach sich ziehen. Indien grenzt an einen ziemlich ungemütlichen Nachbarn im Norden und im Westen, weshalb auf alle Zeiten hinaus das Militärische eine wichtige Rolle spielen wird. Chinas grosser Rivale im Rücken hat sich sang- und klanglos verabschiedet; was bleibt, sind die Taiwanfrage und relativ diffuse Verhältnisse an der pazifischen Front. Für China wird aber die Wahrung der inneren Kohäsion immer das wichtigere Thema bleiben, was eine Ausrichtung auf starke polizeiliche und geheimdienstliche Kräfte erwarten lässt.

China hat einen konfuzianischen, zur Arbeit und zu wirtschaftlichem Gelingen anhaltenden Hin-

tergrund, während durch den Hinduismus in Indien das fatalistische Erdulden und das Hinnehmen sozialer Unterschiede eher wachstumsverzögernd wirken. Dennoch: Die Gemeinsamkeit beider Länder liegt in der fast atemberaubenden Vitalität, mit der sie Teil der Weltwirtschaft werden wollen, und im Pragmatismus im Umgang mit der – beidseits nicht eben günstigen – Vorgabe ihrer Geschichte. Die politische Eleganz, mit welcher der damalige Parteichef Deng die Reform des fast hoffnungslos ineffizienten Apparats der Staatsunternehmungen einleitete, und die Nachhaltigkeit dieses Prozesses bis in die heutigen Tage hinein zeugen von einer für unsere von Prinzipien gekennzeichneten Denkkategorien beinahe unanständigen Doppelbödigkeit ideologieloser Ideologie. In Indien überzeugt das problemlose Nebeneinander von völlig archaischen Strukturen und modernsten, äusserst effizienten Unternehmungen. Vor der Softwarefirma in Bombay liegt eine heilige Kuh wiederkäuend auf dem Kundenparkplatz. Das ist Indien.

### Hohes Wachstum – *de profundis*



Quelle: Bloomberg, Weltbank, OECD

Von tiefem Niveau ausgehend, und selbstverständlich unter dem Vorbehalt, dass das Zahlenmaterial kaum wirklich stimmen dürfte, haben sich die beiden Volkswirtschaften Chinas und Indiens in den letzten Jahren in ihrem Wachstum deutlich von den Industrieländern abheben können. Der grösste Beitrag zur Verringerung der Armut in der Welt kommt klar aus diesen beiden Regionen. Gleichheitsapostel weisen natürlich sofort auf die ebenfalls steigende Tendenz zu Einkommensdisparitäten hin. Ganz besonders reizvoll ist dieser Vorwurf gegenüber dem (nominell) immer noch kommunistischen China. Dennoch: Der Wohlstand ist in beiden Ländern, nicht nur für die Reichsten, dramatisch im Steigen begriffen.

Defizite gibt es – die alten, bekannten, und neue, die hinzukommen. Eigentumsrechte im oben definierten Sinne gelten kaum, Rechtsstaatlichkeit ist, zumindest was China betrifft, weitgehend ein Fremdwort. Deshalb ist auch nicht ganz

überraschend, dass es offensichtlich ausserordentlich schwerfällt, in China als Aktionär fündig zu werden. Die meisten Investments in dem Land, das nach den USA in den Neunziger Jahren am zweitmeisten Kapital angezogen hat, erfolgen über Hong Kong, Singapur und Taiwan (!), das heisst über Firmen, die für oder in China arbeiten. Damit ist auch gesagt, dass China und Indien für Investoren ein gefährliches Pflaster bleiben werden. Der Mangel liegt im institutionellen Bereich. Das Potential ist aber immens.

### 8. Im Abseits

Bleibt der vierte Block, die Millionen und Abermillionen von Menschen, ein Drittel der Weltbevölkerung mindestens, die von Gaunern verschiedener Stärkeklassen regiert und drangsaliert werden. Meist durch pseudodemokratische Strukturen an die Macht gehievt, leistet die regierende Klasse, oft in einem Clan organisiert, nichts anderes, als dass sie sich während der Zeit, in der sie an Macht ist, ihre Taschen füllt. Kaum ein Land in Afrika, das nicht auf diese Weise regiert würde. Kaum ein Land Latein- und Mittelamerikas, das nicht auf diese Weise funktioniert. Kaum ein Land im Nahen und im Mittleren Osten, wo diese Spielregel nicht Gültigkeit hätte. Die Länder unterhalten meist völlig überdimensionierte Streitkräfte und sind insofern gern gesehene Kunden bei den einschlägigen westlichen Firmen (und Regierungen). Da durch (nominell) demokratische Strukturen legitimiert, dürfen die Delegierten dieser Staaten auch im Kreis der Grossen und ganz Grossen einsitzen und mitreden. Dass man es bei ihnen mit einer Ansammlung Krimineller zu tun hat, stört offensichtlich kaum.

Die Hoffnungen für die solchermassen unterdrückten Völkerscharen stehen schlecht. Durch das monopolare Ordnungssystem hat niemand ein wirkliches Interesse, sich um sie zu kümmern. Auch der Machtmonopolist, die USA, tut nur das Nötigste, etwa dann, wenn eines dieser Länder zur Gefährdung wird, wie dies mit dem Irak der Fall ist. Darüber hinaus sind die Länder höchstens für einzelne Geschäfte und in einzelnen geostrategischen Fällen von Belang. Erst wenn sie wieder zur Manövriermasse zwischen zwei oder mehreren Machtzentren würden, käme neue Durchlässigkeit ins Gefüge. Das Problem mit dem internationalen Terrorismus hängt eng mit der hoffnungslos uninteressanten Position der Länder des vierten Blocks zusammen. Man kann anhand spieltheoretischer Modelle zeigen, dass ein bi- oder multipolares Weltsystem weni-

ger Terrorismus hervorrufen würde, da den verschiedenen Kräften in den geknechteten Ländern die Möglichkeit zu ernstzunehmenden Koalitionen offenstände.

Die Länder des vierten Blocks wären, vom Potential her gesehen, die interessantesten Investitionsziele, welche unser Globus zur Verfügung hält. Portfolioinvestitionen kommen aber nicht in Frage. Hingegen wird man selbstverständlich indirekt zum Investor in diesen Ländern, nämlich als Aktionär von Firmen, die mit den jeweiligen spezifischen Gegebenheiten umzugehen wissen und dort Tochterfirmen betreiben. Dazu gehören Holcim, IBM, Nestlé, Pfizer, Siemens, Unilever usw. usf.

### 9. Überall Nachteile. Und dann?

Es gehe um die Sicherstellung künftiger Werthaltigkeit, haben wir zu Beginn dieses Anlagekommentars gesagt, und als Kriterien für eine globale Lagebeurteilung das Mass der Gewährleistung von Eigentumsrechten sowie das Potential zu künftiger Wertschöpfung gewählt. Das Resultat ist ziemlich ernüchternd. *Keiner* der behandelten vier Blöcke weist *keine* namhaften Nachteile auf. In den USA sind es das usurpierende Rechtssystem und die Last des monopolaren Ordnungssystems, in Europa ist es die Unfähigkeit zu Strukturereformen sowie das dräuende Altersproblem, China und Indien streben zwar vorwärts, lassen den Kapitalgeber aber kaum richtig partizipieren, und der vierte Block liegt hoffnungslos darnieder, als Rotlichtviertel der Welt dann und wann benutzt und schlecht und recht in Ordnung gehalten. Die Zuhälter und Gauner aber lässt man gewähren, solange sie nicht übermässig gefährlich werden.

Konklusion: Man kann nirgends mit guten Gefühlen investieren. Aber: gute Gefühle sind auch gar nicht gefragt. Investieren ist in jedem Fall eine Angelegenheit der Risikonahme; es gibt bestenfalls nur bessere und schlechtere Gefühle. Eigentumsrechte sind, unter verschiedenen Titeln zwar, da und dort gefährdet. Wertschöpfung könnte, aus verschiedenen Gründen zwar, da und dort zum Erliegen kommen. Ein besseres Argument für eine genügende weltweite Diversifikation kann es unseres Erachtens kaum geben. Denn dass das Licht überall auf dem Globus, wirklich überall, gleichzeitig ausgelöscht wird, daran vermögen wir selbst nach den katastrophalen Jahren 2001 und 2002 nicht zu glauben.