

Zwischen Klippen und Schlünden

1. Odysseus segelt besser als gedacht

Zu einer mehrjährigen Fahrt durch das Mittelmeer vielleicht verurteilt, vielleicht auch ziemlich freiwillig und aus Abenteuerlust aufgebrochen, musste Odysseus im zwölften Gesang von Homers Epos eine Meerenge durchsegeln, an deren einem Ufer die sechsköpfige und zwölffüssige Skylla den unvorsichtigen Seefahrern aus einer Felsenhöhle auflauerte, um sie zu vertilgen. Auf der gegenüberliegenden Seite wartete das Ungeheum Charybdis darauf, Schiffe in seinen Schlund zu saugen, um sie sodann verdauterweise brüllend wieder auszuspeien. Eine nicht eben lustige Seefahrt. Durchaus ähnlich gestaltet sich die Befindlichkeit der Akteure an den Finanzmärkten in den letzten paar Monaten. Eine Befindlichkeit, die, wie wir befürchten und dies in diesem Anlagekommentar auch zu begründen versuchen, noch eine geraume Zeit anhalten könnte. Dabei hätten wir doch nach all den durchaus mit den schlimmsten Erlebnissen des Odysseus vergleichbaren Erfahrungen der letzten drei Jahre berechtigterweise das Bedürfnis nach einem sanften, freundlichen Strand mit Palmen, blauem Himmel und viel Sonne, ja nach einer Penelope, die unsere Wunden pflegen würde...

Nichts dergleichen. Auf der einen Seite lauert die Skylla des sich in *keiner Weise abzeichnenden Wirtschaftsaufschwungs*. Stellt er sich nicht rechtzeitig ein, dann sind alle neuen Erwartungen, welche die seit dem 13. März dieses Jahres gestiegenen Aktienkurse implizieren, dahin, denn ohne ein einigermaßen vernünftiges und über die einzelnen Sektoren ausgeglichenes konjunkturelles Wachstum werden die Unternehmungen nicht zu einem ansprechenden Wachstum der Gewinne zurückkehren können, und ohne Gewinnwachstum ist ein Ansteigen von Aktienkursen, namentlich bei so tiefen Zinsen, kaum vorstellbar. Kursgewinne an den Aktienbörsen müssen sich irgendwann durch Fakten auf der Unternehmensebene rechtfertigen. In einer durch tiefe und berechtigte Skepsis gekennzeichneten Zeit haben die Tatbeweise bald

einmal zu erfolgen. Sonst kommt es zum neuerlichen Exodus der Anleger.

Die Charybdis ist aber nicht weniger gefährlich. *Steigende Zinsen* würden manches Obligationenvermögen in hohem Masse gefährden, verwandelten manche auch so komfortable Verschuldung in ein verlustbringendes Ungeheuer und würden das eine oder andere, die steile Zinskurve ausnützende Finanzunternehmen in arge Nöte bringen. Denn machen wir uns nichts vor: Viel vom Geldsegen, der von den expansiv handelnden Notenbanken der Wirtschaft zur Verfügung gestellt wird, landet mit kurzfristigen Sichteinlagen im Finanzsektor, der sich mittels Fristentransformation, das heisst mit längerfristigen Ausleihungen, ein recht nettes Ertragsstandbein geschaffen hat. Selbstverständlich sind die Risiken, wie wir ja aus Erfahrung wissen, überall und immer total unter Kontrolle... Ob ein ganzer Sektor in seiner Gesamtheit einen namhaften Zinsanstieg so sang- und klanglos verarbeiten könnte, steht allerdings auf einem anderen Blatt. Und wie sich all jene auf Sicherheit bedachten Anleger verhalten würden, wenn ihre Obligationen plötzlich zu krassen Verlustbringern würden, steht auf einem noch anderen Blatt. Wenn die Zinsen um einen Prozentpunkt steigen, also zum Beispiel von $2\frac{1}{4}$ auf $3\frac{1}{4}$ Prozent, was ja nicht alle Welt ist, dann verliert ein langfristig angelegtes Obligationenportefeuille rund 5 bis 7 Prozent an Wert. Immerhin.

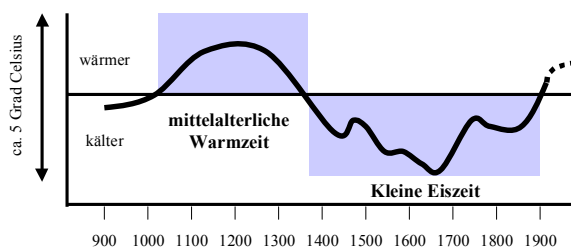
Wie es scheint, arbeiten Skylla und Charybdis miteinander zusammen. Wenn die Wirtschaft anspringt, dann ist das zwar wahrscheinlich gut für die Aktienkurse, dafür aber wird die Zinsseite gefährlich. Eine weiterhin stagnierende Wirtschaft – wer möchte sie sich wünschen?! – wird umgekehrt die Zinsen zumindest stabil halten, wenn nicht zu einer nochmaligen Senkung auf tiefem Niveau Anlass geben. Odysseus weiss um die mutmassliche Zusammenarbeit von Skylla und Charybdis, sein Unbehagen als Seefahrer in gefährlichen Gewässern ist dementsprechend gross. Aber was stellt er fest? *Alle Bedenken* scheinen, bis jetzt wenigstens, *umsonst* gewesen zu sein. Denn wer hätte das gedacht: Einerseits

stiegen in den letzten drei Monaten die Aktienkurse weltweit um satte 20 Prozent und mehr, und das muss doch letztlich irgend etwas mit einer positiven Konjunktüreinschätzung zu tun haben, andererseits gewann man auch mit Zinspapieren hinzu – die Renditen verringerten sich nochmals, und langfristig angelegte Obligationenportefeuilles stiegen nochmals markant im Wert. Seit Anfang Jahr rentierte ein mit zehnjährigen Bonds bestücktes Obligationenportefeuille in Euro rund 5 Prozent und in US-Dollar fast 5 ½ Prozent (Total Return, in Heimwährung). Skylla ist ruhig und gutgesinnt, Charybdis seltsamerweise auch, und Odysseus segelt seinen Weg. Aber es wird ihm mit jeder Seemeile mulmiger zumute.

2. Historische Zustände

Dass die Zinsen weltweit auf ein historisch tiefes Niveau gefallen sind, ist zum Gemeinplatz geworden, gleichzeitig aber auch eine bei zweitem Hinsehen doch eher undifferenzierte Betrachtungsweise. Das Wort „historisch“ erweist sich ohnehin als heikel, denn es suggeriert einerseits ein objektives Urteil aufgrund statistischer Fakten, andererseits wird mit dem Begriff aber auch die Ausserordentlichkeit der gegenwärtigen Situation stipuliert und damit die implizite Prognose verbunden, dass die Rückkehr zu normaleren Verhältnissen unmittelbar bevorstehen müsse. Die Diskussionen über die gegenwärtige Zinsproblematik sind stark geprägt von solchen Gedankengängen, und man muss selber immer wieder aufpassen, ihnen nicht allzu schnell zu erliegen. Wärmste Frühsommerperioden, kälteste Januarmonate seit hundert Jahren, nässeste Herbststürme: Wer kennt nicht den Hang unserer auf sensationelle News ausgerichteten Zeit, eine etwas geballtere Ladung statistisch an sich völlig unabhängiger Ereignisse zur historisch bedeutsamen Ausserordentlichkeit zu erküren, ja ganze Trendwenden – kommende Eiszeiten oder Klimaerwärmungen mit all ihren apokalyptischen Folgen – als gegeben zu betrachten.

Historisch warm – historisch kalt



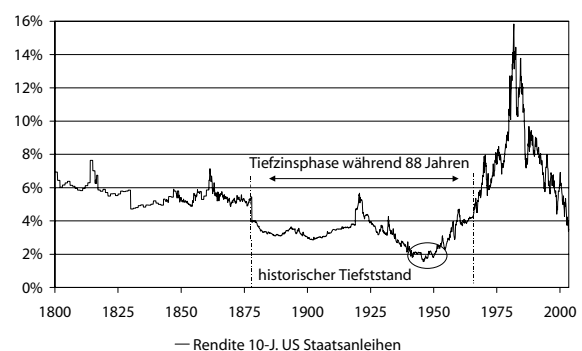
Quelle: www.biokurs.de; eigene Darstellung

Dabei kommt es nur auf die Wahl des Zeitraums an, den man für seine Geschichte braucht. Das

Klima war beispielsweise in den letzten tausend Jahren schon einmal historisch warm und historisch kalt, wie die vorstehende Grafik aufzeigt. Es gibt auch so etwas wie im nachhinein feststellbare Zyklen – aber ebenso deutlich ist, wie sich die Bedeutung einzelner, für sich gesehen ausserordentlich erscheinender Ereignisse an den langen Zahlenreihen relativiert.

Dasselbe trifft auch für das Niveau der Zinsen zu. Es gab auch früher schon tiefe Zinsen. Und was dabei erstaunt: Die Perioden mit tiefen Zinsen waren teilweise recht lang. Aus dem tiefen Niveau auf das baldige Ende des „historischen“ Ereignisses zu schliessen, entpuppt sich deshalb als gefährlicher pseudoanalytischer Kurzschluss. Man kann auch nicht so ohne weiteres behaupten, ein ansprechendes Wirtschaftswachstum und tiefe Zinsen schlossen sich gegenseitig aus. Nicht einmal das! Die theoretisch völlig logische Zusammenarbeit von Skylla und Charybdis müsste in der Praxis erst noch nachgewiesen werden. Oder stagnierte etwa die Wirtschaft der USA während den Fünfziger Jahren des letzten Jahrhunderts?

Tiefe Zinsen: nicht zum ersten Mal!



Quelle: GlobalFinData; eigene Darstellung

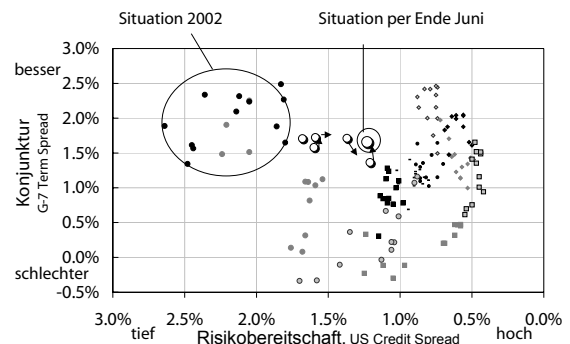
Im weiteren muss man aufpassen, über *welche* Zinsen man spricht. Es gibt Zinsen für die kurzfristige Hingabe von Geld und solche für langfristige Ausleihungen. Und es gibt Zinsen für erstklassige Schuldner, von denen die Rückzahlung des ausgeliehenen Geldes mit hoher Wahrscheinlichkeit erwartet werden kann, und es gibt Zinsen für zweifelhaftere Gegenparteien. Beide Unterscheidungen sind so trivial wie bedeutsam. Sind die langfristigen Zinsen wesentlich höher als die kurzfristigen, dann spricht man von einer positiven Zinskurve, und eine solche Zinskurve kann zweierlei bedeuten: Entweder geben die höheren längerfristigen Zinsen eine höhere Nachfrage für langfristig zu investierendes Geld wieder, beispielsweise weil die Unternehmungen in grosse, teure Anlagen investieren wollen, oder in den höheren langfristigen Zinsen steckt eine

Portion Inflationserwartungen, welche es den Geldgebern als ratsam erscheinen lassen, genügend hohe Zinsen zu verlangen, damit sie in Zukunft nach Abzug der voraussichtlichen Teuerung real doch noch etwas verdienen. In beiden Fällen wird höheres Wirtschaftswachstum, von unterschiedlicher Nachhaltigkeit zwar, impliziert. Grosse, teure Anlagen will man nur errichten, wenn man damit rechnet, dass sie sich über die nächsten Jahre rentabilisieren lassen. Und Inflationserwartungen sind ohnehin gleichbedeutend mit künftiger wirtschaftlicher Hektik.

Auch die zweite Unterscheidung von verschiedenen Zinsen je nach Qualität der Gegenparteien ist ein sehr wichtiges Stimmungsbarometer für die Befindlichkeit der Wirtschaft, ja der Gesellschaft ganz allgemein. Bestehen nur geringe Zinsunterschiede für Schuldnerklassen unterschiedlicher Qualität, dann kann daraus geschlossen werden, dass man ganz generell auf die künftige Rückzahlungsfähigkeit und -willigkeit der Schuldner vertraut. Es herrscht also allgemeine Zuversicht, zunächst selbstverständlich in wirtschaftlicher Hinsicht, hintergründig aber auch bezüglich der Verlässlichkeit der Institutionen und der Usanzen in einer Zivilgesellschaft. Umgekehrt weist ein hoher Bonitätsspread auf tiefes Misstrauen und abgründigen Pessimismus hin. Denn die hohe Risikoprämie für schlechtere Schuldner impliziert die Annahme einer hohen Wahrscheinlichkeit, dass künftig Schulden nicht mehr zurückbezahlt werden können oder wollen.

Wenn wir die gegenwärtige Situation betrachten, dann fällt das Bild unangenehmerweise sehr *diffus* aus. Wir haben im Kommentar schon verschiedentlich die Grafik mit den Term-spreads und den Bonitätsspreads veröffentlicht, und der eine oder andere Leser mag sich noch an die (diesmal wirklich!) ausserordentlichen Verhältnisse im Jahr 2002 erinnern: Ein hoher Term-spread, hohes künftiges Wachstum suggerierend, und gleichzeitig ein abnormal hoher Bonitätsspread als Ausdruck tiefsten Misstrauens der Marktteilnehmer in die weitere Entwicklung. Die gute Nachricht der folgenden, aktualisierten Grafik heisst: Wir sind in normalere Regionen zurückgekehrt. Der Termspread hat sich leicht reduziert, die Zinskurve ist somit etwas weniger steil geworden, und die Unterschiede der Zinsen für erstklassige und zweitklassige Schuldner sind ebenfalls geringer geworden, was bedeutet, dass man der künftigen Rückzahlungsfähigkeit der Schuldner wieder etwas mehr traut, mithin die krisenhaften Annahmen aus dem Jahr 2002 ein wenig zu relativieren beginnt.

Normalisierte Verhältnisse – aber ohne Trend



Quelle: Analyse, eigene Darstellung

Eindeutige Signale? Mitnichten! Darin liegt die schlechte Nachricht. Die gegenwärtige Zinssituation lässt, trotz „historischen“ Tiefstständen und trotz Auftauchens aus „historischen“ Abgründen zutiefst pessimistischer Zukunftsaussichten, wenig oder gar keine Rückschlüsse auf die künftige Entwicklung zu. Die sehr tiefen Geldmarktsätze widerspiegeln die grosszügige Geldpolitik der Notenbanken. Das ist eindeutig. Aber alles andere ist ziemlich unklar. So impliziert die positive Zinskurve zwar vielleicht künftiges Wirtschaftswachstum, und vielleicht bedeutet die Verringerung des Bonitätsspreads, dass man wieder etwas mehr Vertrauen in die Zukunft von Wirtschaft und Gesellschaft hegt. Es könnte aber auch ganz anders sein. Vielleicht sind nämlich wegen der dreijährigen Flucht der Anleger aus den Aktien die Verhältnisse auf der verzinslichen Seite des Kapitalmarkts dermassen aus den Fugen geraten, dass sich gar keine einigermaßen verlässlichen Aussagen generieren lassen. Die Liquiditätsschwemme hat im Bereich von festverzinslichen Anlagen, ob lang oder kurz, ob risikoreich oder risikoarm, sämtliche Verhältnismässigkeit vorübergehend beseitigt.

Dass spezifische Aussagen und Prognosen heikel sind, bedeutet nun aber wiederum nicht, dass nicht bestimmte Risiken ins Auge gefasst werden müssten. Wenn einerseits zwar aus dem Datenkranz kein unmittelbar bevorstehender, scharfer Zinsanstieg vorausgesagt werden kann, dann dürfen andererseits aber dessen Folgen, so er dann doch eintreffen würde, keinesfalls leichtfertig vernachlässigt werden. Langfristig investierte Obligationenportefeuilles haben sich zwar bis anhin phantastisch bewährt, auf sinkende Zinsen ausgerichtete Bilanzen haben wunderbar von der Fristentransformation profitiert. Aber es müsste nur ein Hauch einer Inflationserwartung ins System geraten, und aus wäre der Traum. Unvermittelt, unvorhersehbar und vielerorts sehr kostspielig.

3. Zinsen und Schumpeter

Die Kritik an der Tätigkeit von Notenbanken hat eine lange Tradition. Zu Zeiten der erratischen Geldpolitik des amerikanischen Fed in den Siebziger und frühen Achtziger Jahren genoss das „Shadow Open Market Committee“ unter Leitung des Schweizer Geldtheoretikers Karl Brunner (1916-1989) nicht nur ein hohes Ansehen, sondern es war für seine oft sehr scharfen Formulierungen gleichermaßen gefürchtet wie geschätzt – ein wichtiges Korrektiv zu einer allzu stark mit dem politischen Sektor verstrickten Geldbehörde. In anderen Ländern blieb die Rolle des Observators und Kritikers einzelnen herausragenden Ökonomen vorbehalten. In den Neunziger Jahren verlor im Zuge der laufend verringerten Inflationsgefahr und dadurch, dass an die Spitze der Notenbanken der meisten zivilisierten Länder ökonomisch fundiert ausgebildete Kräfte gestossen waren, die Kritik an der Geldpolitik an Bedeutung. Um so bemerkenswerter ist nun, dass heute wieder vermehrt Stimmen laut werden, die nicht nur erste Schritten in Richtung einer revitalisierten Notenbank-Kritik darstellen, sondern den Stier unvermittelt an den Hörner packen, indem sie den Übervater aller praktischen Geldpolitik, Alan Greenspan, angreifen.

Ihm wird vorgeworfen, sein Vorgehen de facto einzig und allein auf die Befindlichkeit der ihm nahestehenden Wall Street auszurichten. Der Wall Street werde immer derjenige Zinssatz verpasst, den sie innerlich verlange, und daraus ergebe sich eine Art ultimativer Risikoversicherung der Aktienmärkte, ja des Finanzsektors ganz allgemein, durch die Notenbank. Ein solches Vorgehen sei aber auf die Länge gefährlich, denn erstens leiste es illusionären Hoffnungen Vorschub, Wirtschaft, Finanz- und Währungsmärkte seien im Sinne eines Fine-Tunings steuerbar. Die Instrumente einer Notenbank seien letztlich aber zu schwach, um grundlegende Umwälzungen aufhalten zu können. Zu hohe Risikoaufnahme der Marktteilnehmer sei das Resultat dieser Politik des faktischen Bailing-Out der Finanzmärkte. Zweitens versorge das Fed durch seine bei weitem zu akkommodative Geldpolitik das System mit dermaßen hoher Liquidität, dass daraus viel zu hohe Anreize zum Schuldenmachen resultierten. Das Niveau des Konsums und der privaten Immobiliertätigkeit in den USA sei bei weitem zu hoch, es werde auf Pump gelebt, was sich nicht zuletzt am hohen Leistungsbilanzdefizit der USA zeige. Drittens führten die zu tiefen Zinsen dazu, dass der Privatsektor sich zu billig finanzieren könne. Damit würden unge-

brauchte oder unbrauchbare *Kapazitäten* bei weitem *zu lange* am Leben *erhalten*, was schliesslich in einer zu tiefen Investitionstätigkeit ende.

Interessante Fragen. Die Volkswirtschaftslehre österreichischer Provenienz beschreibt ja unter anderem die Prozesse um Entstehen, Leben und Absterben in der Ökonomie. Das Absterben, Absterbenlassen ist dabei von zentraler Bedeutung. Wenn es nicht geschieht, weil die Politik Strukturhaltung betreiben will oder weil andere Mechanismen wie ein allzu schuldenfreundliches Konkursrecht (Chapter 11!) den ökonomischen Entsorgungsprozess behindern, dann führt dieser Mangel zu anämischem Wirtschaftswachstum. Die These läuft nun darauf hinaus, dass unangebrachte Strukturhaltung auch über zu generöse Finanzierungsverhältnisse stattfinden kann. Tiefe Zinsen sind gleichbedeutend mit hoher Liquidität, die dem Bankensystem zur Verfügung gestellt wird. Falls (!) dieses die Liquidität sozusagen *tel-quel* der Wirtschaft zur Verfügung stellen würde, dann träfe der Vorwurf der Strukturhaltung durch monetäre Schützenhilfe tatsächlich zu.

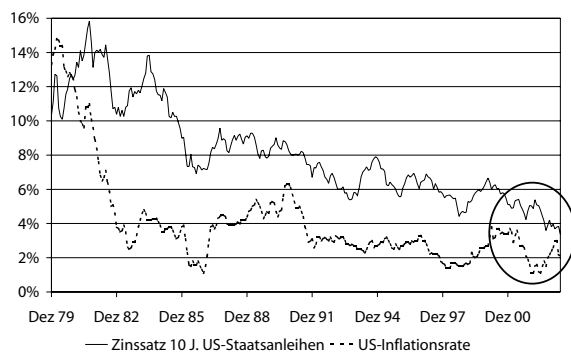
Die Idee der *schöpferischen Zerstörung*, wie sie der österreichische Nationalökonom Joseph Schumpeter in den Dreissiger Jahren des letzten Jahrhunderts formuliert hatte, fasziniert uns zugegebenermassen. Neues, Innovatives, wirklich Produktives kann nur entstehen, wenn Veraltetes, Unbrauchbares wegsterben kann. Wie aber dieses Sterben gestaltet werden soll – darüber wagen wir uns mit dem besten Willen kaum zu äussern. Sind sich denn die Advokaten einer weit restriktiveren Geldpolitik so sicher, dass die damit verbundenen höheren Realzinsen nicht einen völligen Kollaps im Sinne einer regelrechten Depression auslösen könnten? Würden im Absterbeprozess nicht auch sehr viele an und für sich wertvolle Kapazitäten zerstört? Könnte es nicht auch sein, dass der Prozess sozial dermaßen unverträglich würde, dass schliesslich die gesellschaftliche Kohärenz gefährdet würde? – Chemotherapie oder Homöopathie, so ähnlich stellt sich das Problem. Wenn man sich die Sache richtig überlegt: Was haben eigentlich die Sozialwissenschaften und unter ihnen im besonderen die Volkswirtschaftslehre zu dieser hochwichtigen Angelegenheit wirklich zu sagen?

4. Das grosse Realexperiment

Im Unterschied zur Naturwissenschaft ist das Experiment dem Wirtschaftswissenschaftler fremd. Man hat es eben nicht mit chemischen Substanzen, mit Atomteilchen oder notfalls mit

Versuchstieren zu tun, sondern immer mit Menschen und ganzen Gesellschaften von Menschen. Man kann die „Richtigkeit“ einer Geldpolitik nicht erst ausprobieren, bevor man damit die Menschheit beglückt. Vielleicht geben uns die kommenden Jahre aber Gelegenheit, ungewollterweise an einem grossangelegten volkswirtschaftlichen und geldtheoretischen Experiment teilzunehmen. Beobachtend und gleichzeitig zutiefst beteiligt. Die oben beschriebene Kritik an der Politik der Notenbanken richtet sich in erster Linie gegen das amerikanische Fed. In der Tat erfreut sich Amerika infolge dieser Geldpolitik und auch aus weiteren Gründen extrem tiefer Realzinsen, die selbstverständlich stimulierend wirken.

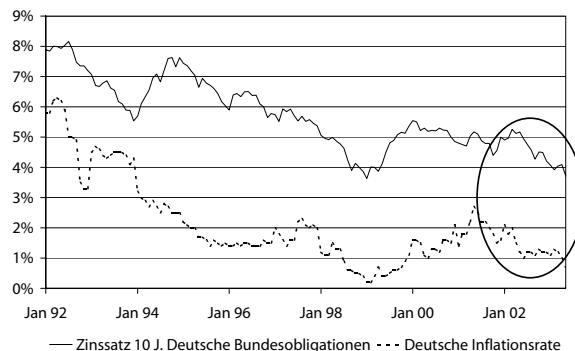
Tiefe Realzinsen in den USA ...



Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Ganz anders die Verhältnisse in Europa, nachfolgend gezeigt am wirtschaftlich wichtigsten Land, der Bundesrepublik Deutschland. Die Europäische Zentralbank (EZB) konnte aus Gründen der Kohärenz innerhalb des neugeschaffenen Währungsraums bis anhin keinen auch nur annäherungsweise so akkommodativen Kurs verfolgen wie das amerikanische Fed. In einigen Ländern der EU, namentlich den bisher marginaleren, boomte die Wirtschaft dermassen, dass die EZB vor Zinssenkungen immer wieder zurückschreckte. Das Resultat ist unter anderem, dass Deutschland mit Realzinsen konfrontiert ist, die gut dreimal höher liegen als in den USA. Dies bei einem Wirtschaftswachstum, das sich um Null herum bewegt, einer Staatskasse, die dermassen geplündert ist, dass zu fiskalischen Massnahmen kaum mehr Spielraum besteht, einem Arbeitsmarkt, der Lohnanpassungen praktisch verunmöglicht, einem Rentensystem, das die noch ungeborenen Generationen bereits mit einer hohen Steuer belastet.

... und hohe in Deutschland



Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Wenn der Kreis der am Europäischen Währungsraum teilnehmenden Länder in naher Zukunft um weitere, wiederum eher marginale Beitrittskandidaten erweitert wird, dann dürfte sich die Situation eher noch verschärfen. Das germanische Hochlohn- und Hochpreisland hat im Grunde genommen keinerlei Instrumente, um sich im gegenseitigen Anpassungsprozess zu „wehren“. Die Folgen werden weiterhin hohe Arbeitslosigkeit, das wirtschaftliche Ende zahlreicher Betriebe, namentlich im mittelständischen Bereich, und ganz allgemein ein Exodus all jener sein, welche noch nicht am Tropf staatlicher Subventionstätigkeit hängen. Also eine Fortsetzung dessen, was wir bis anhin schon kannten, allenfalls noch verschärft. Das System hungert sich aus.

Oder? Oder es käme eben zum Neubeginn im Schumpeter'schen Sinne. Die schöpferische Zerstörung würde dann aber nicht nur die privaten Unternehmungen betreffen – sie sind eh schon am Wegsterben bzw. haben ihre Produktion aus Deutschland ausgelagert –, sondern vor allem das überaus enge Geflecht der staatlichen Institutionen. Dann würde das, was der politische Sektor aus sich selbst heraus nie und nimmer bewerkstelligen kann, durch die reale, weil desaströse Situation erzwungen. Die Frage der gesellschaftlichen Verträglichkeit einer solchen *Rosskur* ist aber gerade im Falle von Deutschland, mit Blick auf die geschichtlichen Erfahrungen, alles andere als trivial.

5. Welches Potential?

Gehen wir einmal davon aus, das Realexperiment gelinge. Deutschland und mithin natürlich auch die mit diesem Kerngebiet Europas verbundenen Länder Frankreich, Italien und die Benelux fänden zu Reformen, die diesen Namen verdienten, wären also in der Lage, neuem, auf höhere Produktivität, höhere Gewinne der Unternehmungen ausgerichtetem Wachstum Platz

zu verschaffen, würden die schlimmsten Verkalkungen, namentlich im Bereich des Arbeitsmarktes, ausräumen, täten alles daran, mit offenen, freien Kapitalmärkten das Geld dieser Welt anzuziehen, wären mit anderen Worten strukturell voll konkurrenzfähig mit den USA und mit den aufstrebenden fernöstlichen Ländern. Welches Potential würde in einem solchen Europa stecken?

Wir haben entsprechende Modellrechnungen angestellt, unter anderem, um damit eine Prognose für zu erwartende Renditen für die verschiedenen regionalen Aktienmärkte auf dem Globus zu erstellen. Denn eine solche Prognose ist nötig, wenn man für die Anleger Empfehlungen für die Allokation eines weltweit diversifizierten Portefeuilles formulieren will. Das Modell unterstellt die folgenden Annahmen:

	Historischer Durchschnitt		Aktueller Wert		Wert in 7 Jahren (Annahme)	
P/E	13.6	15.7	16.7	21.8	15.0	16.0 (Endwert)
Gewinnmarge	5.7%	5.8%	5.0%	5.8%	5.7%	5.8% (Endwert)
Reales Umsatzwachstum	1.9%	2.0%	0.8%	2.0%	1.8%	2.5%
Dividendenrendite	3.8%	3.4%	3.6%	1.7%	3.5%	2.5% (Endwert)

* Europa in fettgedruckter, USA in normaler Schrift

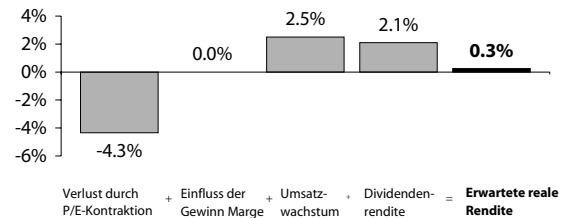
Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Das Kurs-/Gewinn-Verhältnis bei Aktien reflektiert in hohem Masse die Hoffnungen, welche die Akteure an den Finanzmärkten in die künftigen Entwicklungen setzen. Unter anderem deshalb steht das Kurs-/Gewinn-Verhältnis in Abhängigkeit zu den gesellschaftlichen und politischen Rahmenbedingungen, wie sie in verschiedenen Regionen der Welt herrschen. Unser Modell geht, immer aufgrund der Annahme, das durch die hohe Realverzinsung erzwungene Schumpeter'sche Realexperiment in Europa gelinge, von einer Angleichung der Kurs-/Gewinnverhältnisse zwischen den USA und Europa aus. Entsprechend nähern sich auch die anderen Determinanten, also die Gewinnmarge, das Umsatzwachstum und die Dividendenrendite, einander an. Auch diese Determinanten sind in hohem Masse von den jeweiligen Rahmenbedingungen abhängig, so nicht zuletzt z.B. die Dividendenrendite von der Art und der Höhe der Besteuerung.

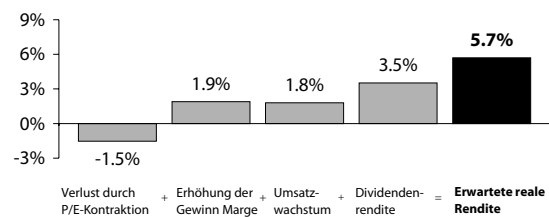
Das Resultat der Modellrechnung erstaunt. Während für die etwas zurückgenommenen Annahmen für die USA über die nächsten Jahre eine bescheidene Jahresrendite für Aktien von lediglich 0.3 Prozent p.a. herauschaut, wären für Europa immerhin 5.7 Prozent pro Jahr zu erwarten. Das Resultat widerspiegelt die schlechte Meinung, welche die Marktteilnehmer zum heutigen Zeitpunkt bezüglich der gegebenen Situation in Europa hegen, und lässt auch auf die

Einschätzung der Wahrscheinlichkeit schliessen, dass sich dieses in positivem Sinne ändere. Europa ist, um in der Sprache von Aktienanalysten zu sprechen, vergleichsweise tief bewertet.

Erwartungsrenditen für den Aktienmarkt USA ...



... und für die Aktienmärkte Europas



Quelle: Analyse; eigene Darstellung

Das hohe Potential Europas ist mit sehr viel Wenn und Aber behaftet. Es mag in dieser reinen Zahlenform auch etwas sehr theoretisch erscheinen. Im folgenden sei an ein paar praktischen Beispielen gezeigt, was mit „Potential“ gemeint sein könnte.

6. Strukturveränderungen – konkret

Zunächst sollte an dieser Stelle nun doch noch definiert werden, was unter „Strukturen“ und unter „strukturellen Veränderungen“ zu verstehen ist. Staatliche Strukturen kennen wir am besten und zum Teil auch zur Genüge. Es sind all jene rechtlichen und faktischen Rahmenbedingungen, welche uns als Bürgern und als wirtschaftenden Wesen beigesellt und entgegengesetzt werden: Verpflichtungen sachlicher oder finanzieller Natur, Rechte, Beihilfen usw. Wirtschaftliche Strukturen sind teilweise schwerer erkennbar. Zwar sind uns die verschiedenen faktisch vorhandenen Unternehmungen, ihre Zusammenschlüsse über Verbände, ihre Bedeutung innerhalb von Branchen, ihre Marktanteile und dergleichen vielleicht bekannt. Schwieriger verhält es sich mit den ungeschriebenen Regeln, mit den stillschweigend eingehaltenen Usancen, mit den tatsächlichen Nachfrage- und Angebotsstrukturen – sie aber sind für Gelingen oder Misslingen, für Gewinn oder Verlust, oft entscheidender als das oberflächlich Sichtbare.

Wenn wir beispielsweise über Strukturveränderungen in der Luftfahrt und über überflüssige Kapazitäten in diesem Bereich sprechen, dann

meinen wir just die nur indirekt erkennbaren Verhaltensänderungen bei den Passagieren, ihre Bereitschaft, für einen bestimmten Grad an Komfort mehr zu bezahlen oder plötzlich eben auch nicht mehr, ihr über die Zeit sich veränderndes Sicherheitsbedürfnis usw. Und wenn wir über die Anpassungsfähigkeit der Wirtschaft an Strukturveränderungen sprechen, dann meinen wir in diesem Falle das Wollen und Können der Unternehmungen, ihre quantitativen Kapazitäten (Anzahl Flugzeuge, Personal usw.) wie auch die qualitativen Fähigkeiten (zusätzliches, reduziertes oder andersartiges Angebot) zu verändern.

Unsere famose neue schweizerische Fluggesellschaft Swiss war, von welchem geistigen Überbatter der Luftfahrt auch immer, zu einem Businessmodell mit 26 Kurz- und 26 Langstreckenflugzeugen verpflichtet worden. Schon die Äquivalenz der Zahl hätte verdächtig scheinen müssen. Als dann die Strukturveränderungen im weltweiten Luftverkehr – im wesentlichen ein grober Shift der Nachfragekurve nach links, das heisst zu etwa 30 Prozent weniger Verkehr hin – offenkundig wurden, hielt man am gewählten Modell fest und versuchte, mit grenzkostenorientierten Angeboten im Billigflugbereich die zweimal 26 Flugzeuge auszulasten. Gleichzeitig versuchte man sich als „Premium Business Airline“ in den Köpfen zu etablieren. Das ist Unfähigkeit zur Strukturanpassung, wie sie im Buche steht, und man darf getrost der Schumpeter'schen Entsorgung entgegensehen. Gleichzeitig erreicht uns von der deutschen Lufthansa – womit wir beim Potential angelangt wären – ein Angebot für Businessflüge aus der Schweiz nach Newark in den USA. Reine Businessjets mit einer beschränkten Anzahl Sitzplätze und dem für Geschäftsreisen erwünschten Komfort. Ein Schritt der deutschen Luftverkehrsgesellschaft in eine Richtung, die für die Zukunft strategiebestimmend sein muss: Dass der Luftverkehr sich desintegrieren wird. Es ist ja wirklich nicht einzusehen, weshalb verschiedene Arten von Passagieren mit völlig verschiedenen Bedürfnissen – die einen sind Rucksacktouristen mit unendlich viel Zeit und wenig Geld; im Business-Verkehr verhält es sich genau umgekehrt – friedlich vereint dasselbe Terminal mit demselben Komfort, denselben Wartezeiten, denselben Zeitungen und Toiletten benutzen sollen, in ein und demselben Flugzeug sitzen und sich in dieselben, nach nicht-ökonomischen Kriterien zugeteilten Überflugszeiten (Slots) teilen sollen.

Unsere Zeit setzt grösste Anforderungen an die Anpassungsfähigkeit an veränderte Strukturen

voraus. Im wesentlichen sind wir konfrontiert mit *alten*, obsolet werdenden oder bereits gewordenen *Kapazitäten* infolge der technischen Entwicklungen der letzten fünf Jahre. So hat das letzter Zeit eher unterschätzte Internet den Werbemarkt für Zeitungen und Zeitschriften eben doch viel mehr beeinflusst, als man das während langer Zeit gedacht hätte. Liegenschaften, Occasionsautos und teilweise auch Stellen sucht man heute über die potenten Suchmaschinen im Internet. Diese Strukturveränderung in der Nachfrage nach Werbeplatz verlangt nach klaren Strategieanpassungen.

Nebst der Anpassung, ja gegebenenfalls Elimination von alten, obsoleten Kapazitäten müssen gleichzeitig aber auch noch die *Left-Overs* aus dem *Technologie-Boom* beseitigt werden, ein Anpassungsprozess, der auch nicht ohne Probleme ablaufen kann. Denn obschon es sich langsam abgezeichnet hat, was an Neuem wirklich überlebensfähig sein wird und was nicht, sorgt die überwiegende Eigenmittelfinanzierung im Start-up-Bereich dafür, dass der Absterbeprozess auf Jahre hinausgeschoben ist. Private-Equity-Investments notieren in vielen Vermögensaufstellungen immer noch zum liberierten Nennwert, obwohl sie faktisch vielleicht fast nichts mehr wert sind. „Schöpferische Zerstörung“ erweist sich als ein vielschichtiger und mehrdimensionaler Prozess, und offenbar dauert er bedeutend länger als die konjunkturellen Hypes, an die wir uns gewöhnt sind.

Strukturanpassungen konkret: Offenbar werden nun in Deutschland sogar die Gewerkschaften in dieser Sache aktiv. Die IG Metall macht Anstalten, sich selber zu zerstören, und ihre Schwester Verdi aus dem öffentlichen Dienst ist mit ihrer Kraftmeierei im Angesicht leerer Staatskassen auf dem besten Wege dazu, ihre letzte Glaubwürdigkeit auch noch zu verlieren. Die Gewerkschaften haben zu spät oder gar nicht gemerkt, dass es auch in der deutschen Arbeiterschaft einen Nachfrage-Shift gegeben hat: zugunsten ihres Arbeitsplatzes (und mithin ihres Arbeitgebers) und zulasten immer noch kürzerer Arbeitszeiten. Das ist interessant und auch vielversprechend. Möglicherweise stimmt das mit dem Potential Europas eben doch ...

7. Odysseus segelt weiter

Skylla, nicht oder zu spät stattfindender Wirtschaftsaufschwung, keine oder allzu halbherzig in Angriff genommene strukturelle Anpassungen, wenig oder gar keine Aussichten auf einigermaßen anständige Gewinne an den Aktienbörsen – Charybdis, Überraschungen an der Zinsfront,

Inflationsgefahren, Stagflation als Folge hoher Liquiditätsversorgung bei gleichzeitiger Investitionsunlust der Unternehmungen: Odysseus hat seine jüngste Seefahrt bis anhin ziemlich schadlos überstanden. Seit der Sondersituation rund um den Irak-Krieg haben sich die Finanzmärkte deutlich beruhigt, ja selbst die amerikanische Währung hat sich wieder einigermaßen aufgefangen. Es scheint in den Märkten so etwas wie ein Gleichgewicht der Ängste zu geben. Denn dass man nach all den Verlusten der letzten drei Jahre Angst vor den Aktienmärkten hat und nur vorsichtig zu operieren gewillt ist, dürfte mehr als verständlich sein. Dass man die Zinssituation argwöhnisch beäugt, ist auch nicht weiter erstaunlich. Auf alle Seiten ist es einem unwohl, aber dennoch – navigare necesse est! Zu deutsch: Man kommt ums Weitersegeln nicht herum, man kommt um neue Anlagen, um neue Finanzprodukte, um neue strategische Überlegungen nicht herum. Ob man privater Anleger oder eine der unterdeckten Pensionskassen sei: navigare necesse est.

Der innere Widerspruch, dass die Gefährlichkeit der Situation gerade dazu führt, dass sie letztlich ungefährlicher wird, weil nämlich niemand geneigt ist, riskante Manöver zu wagen, hat etwas Bestechendes. Stabilität infolge hoher Instabilität, mehr Seitwärtsgang als Boom, aber auch keine wirkliche Absturzgefahr: So könnten wir uns die nächsten Monate durchaus vorstellen. Navigare necesse est; darnach muss dann aber bald einmal das Festland gesunden, nachhaltigen

Wachstums auf der Basis tapferer, konsequent durchgezogener Strukturpassungen in Sicht sein.

Die Anlagepolitik unseres Hauses läuft darauf hinaus, im Rahmen der strategischen Vorgaben, an denen es aufgrund der stabiler gewordenen Situation grundsätzlich gewiss nichts zu rütteln gibt, mit risikovermindernden Produkten relativ vorsichtig zu operieren. Vorsichtig heisst auch, den grösseren Teil von Aktienanlagen indexnah zu investieren und Experimente im kleinen Rahmen zu halten. Mit strukturierten MOM-Produkten versuchen wir, trotz stark gefallener Volatilitäten aus einem (wahrscheinlichen) Seitwärtsgang der Börsen doch noch Rendite herauszuschlagen. Im Obligationenbereich waren wir schon seit einiger Zeit vorsichtig, nachträglich gesehen zu vorsichtig – längere Laufzeiten hätten sich bis heute durchaus gelohnt. Aber sind es die Renditedifferenzen zwischen einem 4-Jahres- und einem 10-Jahres-Bond wirklich wert, die hohen Risikodifferenzen einzugehen? Fremdwährungen halten wir als Folge der Aktienanlagen, die wir global diversifizieren, und nicht zur Spekulation per se.

So also navigiert der heutige Odysseus zwischen Skylla und Charybdis hindurch. Ein wenig langweilig, zugegeben. Aber was soll's – wir brauchen auch nicht in Homer'schen Gesängen verewigt zu werden.

KH, 7.7.2003