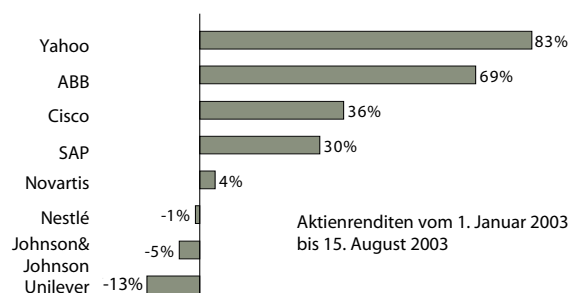


Wenn alles so einfach wäre!

1. Die wiedererstandenen Engel

Je schwieriger etwas zu erklären ist, desto reicher wird die Sprache an Metaphern. Bis in metaphysische Sphären hinein reichen die geistigen Ausflüge, und ganz besonders zu gefallen vermögen in diesem Zusammenhang die sogenannten „Fallen Angels“. Im Finanzjargon werden damit Aktien von Unternehmungen bezeichnet, die früher einmal zu den sogenannten „Highflyern“ (auch so eine wunderbare Metapher, die den Aktien selbsttätige Flugfähigkeit unterstellt) gehörten, dann aber grausam in den Abgrund stürzten. Die letzten drei Jahre haben uns viel Anschauungsunterricht über solche Engelshagelwetter gegeben; ein Kursniveau von gerade noch einigen wenigen Prozentchen des Höchstwertes bildete die sehr wacklige Basis zwischen Überleben und definitivem Ende solcher Unternehmungen.

Gefallene Engel mit Turbolader



Quelle: Analyse

Und nun die Erfahrung, dass gefallene Engel, zumindest einige davon, sehr viel schneller wieder aus der Versenkung aufzutauchen vermögen, als man dies für möglich gehalten hätte. Denn nicht wahr: Die Märkte der letzten Jahre hatten doch alle Finanzmarkt-Teilnehmer gelehrt, dass nur solide Bilanzen, nur eine solide Ertragslage, nur eine solide und positive Beurteilung der künftigen Entwicklung, kurz, dass Qualität und nur Qualität das Kriterium sein darf, um überhaupt noch Aktienanlagen auszuwählen. Und so behielt man die so schön zuverlässigen Werte wie Nestlé, Novartis und Royal Dutch brav im

Portefeuille, um nun festzustellen, dass man neuerdings mit solchen Aktien Geld verliert, während man mit Cisco, ABB, Credit Suisse und ähnlich abenteuerlichen Fall-Engeln ganz nett hinzugewinnt. Nicht viel besser waren die bisherigen Erfahrungen mit sogenannten „Dividendenperlen“, deren Kurse dahindümpeln oder sogar rückläufig sind, während Aktien von Unternehmungen, bei denen „Cash“ immer noch ein Fremdwort ist, buchstäblich davonwirbeln.

Erklärungen für dieses Phänomen sind rasch zur Hand. Ziemlich mechanistisch etwa die Argumentation, wer rasant tief falle, der werde umso rascher aufsteigen und umso höher fliegen. Also einem Ball gleich, den man unter Wasser drückt und danach loslässt, vorausgesetzt, er habe inzwischen keine Luft verloren. Eher psychologisch die Begründung, dass es sich in beiden Fällen um irrationale Übertreibungen handle, zuerst nach oben, dann nach unten, und nun erfolge so etwas wie eine Normalisierung der Verhältnisse. Der Ökonom sinniert über weggefallene Risikoprämien und neue Erwartungsrenditen und kann auf diese Weise die Kursanstiege halbwegs begründen. Ganz wohl ist ihm aber gewiss nicht, wenn bei verschiedenen Technologiewerten bereits wieder Kurs-/Gewinnverhältnisse von 80 und mehr resultieren. Nicht auszumalen, welche künftigen Gewinnerwartungen in solchen Kursen stecken!

Zurück in der Vergangenheit?

	PE-Ratio, aktuell	PE-Ratio, per Ende 2000
Ebay	83	140
Yahoo	103	64
Comcast	421	141
Kudelski	169	135

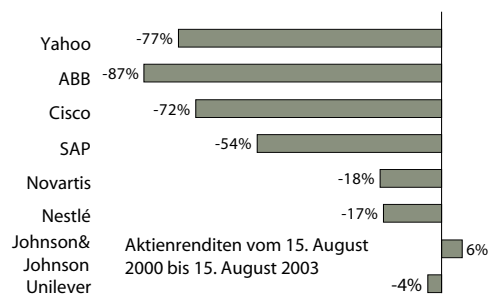
Quelle: Bloomberg

Sind wir möglicherweise bereits wieder in die nächste Übertreibung an den Aktienmärkten hineingeschlittert, hat die Gier unter den Marktteilnehmern bereits wieder um sich gegriffen, und haben die Marktteilnehmer aus der Vergangenheit gar nichts gelernt? Kauft man nun, nach allem, was war, wieder mir nichts, dir nichts Aktien von Unternehmungen, deren Ertragslage

höchst fraglich und deren Zukunftsaussichten mehr als wackelig sind? Ist das Qualitätsdenken schon wieder vorbei?

Kurzfristbetrachtungen, also beispielsweise eine Aktienrendite seit dem Tiefpunkt vom 12. März dieses Jahres, sind selbstverständlich wenig aussagekräftig. Wenn man dieselben Werte nur schon über den wenig längeren Zeitraum eines Jahres betrachtet, dann relativiert sich die sogenannte bessere Performance der gefallenen Engel stark, und man beginnt zu ahnen, dass solche himmlisch-höllische Lebewesen höchstens im Zusammenhang mit einer ausgewogenen Diversifikationsstrategie Sinn machen können. Damit nähert man sich dann auch einer solideren und ökonomisch vertretbaren Sichtweise an.

Aber die Engel fliegen immer noch tief



Quelle: Analyse

Trotzdem, und Kurzfristbetrachtungen hin oder her, aus der markant höheren Bewertungen von Aktien namentlich im Technologiebereich lässt sich schliessen, dass es in der grossen weiten Welt der Finanzmarktteilnehmer genügend Leute gibt, welche die Verhältnisse heute ungleich positiver sehen als noch vor drei, vier Monaten, und dass es zu wenige Leute gibt, welche dies diametral anders sehen und deshalb bereit wären, gegen den Anstieg der Technologiewerte zu spekulieren. Das Phänomen ist Anlass genug, um im vorliegenden Anlagekommentar über die Herausforderungen der mutmasslichen Weltwirtschaftslage und ihrer Ausprägungen an den Finanzmärkten nachzudenken.

2. Baisse ohne Vergleich

Steigende Aktienkurse sind während Rezessionen keine Ausnahmeerscheinung. Aus den Siebziger- und frühen Achtzigerjahren kennt man das Muster allerbestens: Zuerst die Inflation mit hyperaktiver Wirtschaftstätigkeit und einstweilen noch intakten Verhältnissen an den Aktienmärkten, dann die Bremsaktion der Notenbank in Form von Zinserhöhungen, einhergehend (oder auch schon vorweggenommen) ein Crash an den Bondmärkten infolge von Zinserhöhungen am langen Ende der Zinskurve, damit ver-

bunden ein Einbruch der Aktienkurse von Finanzwerten, gefolgt von einer allgemeinen Aktienbaisse. Und dann, wenn die Notenbankpolitik gefruchtet hat, die Güter- und Geldmengen sich langsam wieder normalisieren und der Lagerabbau bzw. die Konkurswelle dem Ende zustrebt, die Kapazitäten der Nachfrage zu entsprechen beginnen, niemand aber noch richtig an die Gesundung zu glauben vermag: Dann kommt der Börsenaufschwung. Überraschend, auf leisen Sohlen, aber zunehmend markant und sich verbreiternd. Später erfolgt die Gesundung der Konjunktur und mithin die Bestätigung der in den höheren Aktienbewertungen zum Ausdruck gekommenen Erwartungen durch eine bessere Ertragssituation der Unternehmungen.

Solches nennt man Zyklisch. Und sie ist so schön einfach und so schön vorprogrammiert. Wenn wir es richtig interpretieren, dann läuft eine der momentan zu beobachtenden Vorstellungen von Unternehmungen und von Anlegern darauf hinaus, dass man sich auf einen kurz bevorstehenden konjunkturellen Aufschwung einstellen kann. Ganz besonders beliebt ist solches zyklisches Kalkül ausserdem im politischen Sektor. Die sich namentlich in Europa in der Defensive befindenden Regierungen lassen keine Gelegenheit aus, eine wirtschaftliche Erholung in ein, zwei Quartalen ab heute vorauszusagen und herbeizureden. Das Problem ist nur: Das „heute“ und mithin die ein, zwei Quartale verschieben sich laufend. Die jüngsten Zahlen weisen für Deutschland auf eine rückläufige Wirtschaftsentwicklung für das 2. Quartal 2003 hin. Arme Politiker, denn sie hätten die aus einem konjunkturellen Aufschwung fliessenden zusätzlichen Steuermittel doch so dringend nötig für die Fortsetzung ihrer bisherigen Tätigkeit des Umverteilens...

Die *zyklische Vorstellung* ist unseres Erachtens zu einfach, oder, noch schärfer formuliert: Sie *trifft* schlicht *nicht zu*. Wir haben im Kommentar schon verschiedentlich auf die so unterschiedliche Ausgangslage hingewiesen: „Normale“ Rezessionen beginnen mit einer hohen Inflation und einer überaktiven Wirtschaft und entsprechenden Bremsmanövern der Notenbanken. Hohe Kurzfristzinsen und eine inverse Zinskurve sind die unvermeidlichen Begleitererscheinungen einer solchen Geldpolitik. Nun: Inflationsprobleme gab es seit Mitte der Neunzigerjahre in immer kleinerem Masse, von einer Hyperaktivität der Wirtschaft konnte auch zu Zeiten des Technologiebooms keine Rede sein, ganz im Gegenteil: Seit langem zeichneten sich mehr und mehr Überkapazitäten ab, die immer

mehr zu realen und schmerzlich spürbaren Abbaumassnahmen geführt haben. Die Zinsen sind seit Beginn der Neunziger Jahre weltweit am sinken; von irgendwelchen Bremsmanövern der Notenbanken seit spätestens Herbst 2000 keine Spur. Liquidität ist seit dem Einsetzen der Finanzmarktkrise im Übermass vorhanden – die tiefen Geldmarktzinsen sind Ausfluss dieser überaus akkommodativen Geldpolitik.

Die Wirtschaftsflaute zu Beginn dieses Jahrtausends – in den USA eine kurze, in Europa eine längliche, zähe Rezession – hat ihre Ursachen eben gerade nicht in den relativ einfachen Umständen eines zyklischen Stop-and-Go, sondern ist auf eine ausserordentliche Investitionsphase mit unendlichem Kapitalhunger und eine Bereinigung der nicht notwendigen oder sinnvollen Investitionen („Überinvestitionen“) im Gefolge dieses Booms zurückzuführen. Die Hauptursachen für das aus heutiger Sicht übertriebene Investieren liegen auf der sachlich-technologischen Seite und sind nicht in einem monetären oder fiskalischen Manöver begründet. Man tut gut daran, sich den Ablauf der Neunzigerjahre nochmals zu vergegenwärtigen:

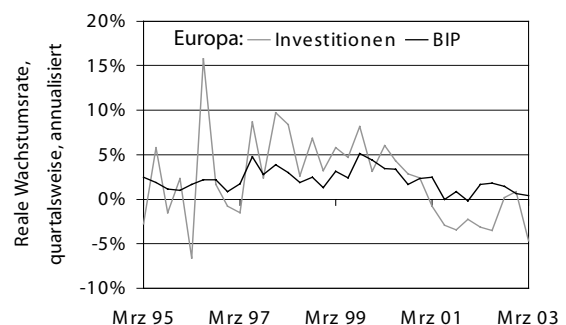
- Zu Beginn die säkularen *politischen Umwälzungen* mit dem Ende der bipolaren Auseinandersetzung. Als Folge: Mehr Land, mehr zur Verfügung stehende Arbeit, neue Märkte.
- Rasante Entwicklung in der Schaffung neuen *Wissens*, namentlich im biogenetischen Bereich. Als Folge: Völlig neue wirtschaftliche Betätigungsfelder, Möglichkeit des Absterbens überholter Methoden und Produkte.
- Drastische *Reduktion der Informations- und Transaktionskosten* durch die neuen Möglichkeiten der Informations- und Kommunikationstechnologie. Als Folge: Höherer und schnellerer Güter- und Kapitalfluss in weltweiten Dimensionen („Globalisierung“), Aufbrechen bisheriger Distributionsstrukturen.

Diese Entwicklungen führten in erster Linie zu einer Art Notstand schlagartig gewachsener Unsicherheit gegenüber künftigen Entwicklungen. Es wurde plötzlich sehr vieles denkbar, was man zehn Jahre früher als Hirngespinnst abgetan hätte. Die weltweite Antwort auf diese *Explosion der Realloptionen* war der gegen Ende der Neunzigerjahre zu beobachtende Investitionsboom. Im Gegensatz zu den meisten Analytikern behaupten wir auch heute noch, dass diese Art von Reaktion in keiner Weise irrational gewesen ist, sondern mit der relativ einfachen spieltheoreti-

schen Anordnung des Gefangenendilemmas erklärt werden kann: Nicht-Investieren wäre angesichts des unbekanntem Ausgangs der Investitionen aller anderen Mitspieler die sichere Art gewesen, auf alle Fälle zu verlieren. Das Mitmachen im Investitionshype bewirkte demgegenüber eine Wahrscheinlichkeit, am Ende als Gewinner mit dabei zu sein, die höher als null war. Vor Jahren verglichen wir die Situation mit der in der Natur zu beobachtenden Inbesitznahme eines leeren Biotops durch verschiedenartige Lebewesen. Genau dieselbe „Über“produktion aller gegen alle ist feststellbar, genau derselbe Absterbeprozess geht in mehreren Phasen über die Bühne, und am Schluss gibt es so etwas wie ein Gleichgewicht zwischen den Überlebenden, deren Realloption zur tatsächlichen Ausübung gelangen konnte.

Dass also aus all den Millionen neuer Realloptionen dann nur relativ wenige zum Tragen kommen würden, war den nüchterneren Beobachtern der Angelegenheit von vorneherein klar, und dass der Absterbeprozess nicht ohne Turbulenzen abgehen würde, ebenso. Die negative Überraschung lag eigentlich nur im Ausmass, welches die einhergehende Finanzkrise annahm, und im Um-Sich-Greifen des Abbauprozesses auf mehr oder weniger sämtliche Bereiche der Wirtschaft und der Gesellschaft. Im Rahmen dieses Abbauprozesses wurden in den letzten drei Jahren die *Erwartungen* an praktisch alles – den eigenen Lohn, die Renditen von Aktien und Obligationen, die Sicherheit von Renten, die Leistungsfähigkeit von staatlichen Einrichtungen usw. usf. – *drastisch reduziert*.

So sieht eine zyklische Krise nicht aus!



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

So präsentiert sich also die Wirtschaftsflaute und die gesellschaftliche Befindlichkeit: in einem schmerzlichen Bewusstwerden der Grenzen, die plötzlich enger gesetzt sind, im privaten wie im öffentlichen Bereich. Und darauf gibt es für Private wie für Unternehmungen (wie eigentlich auch für die öffentliche Hand...) nur zwei mögliche Reaktionen: Entweder schränkt man sich ein

(„sparen“!) oder man versucht, durch mehr oder bessere Arbeit im weitesten Sinne zusätzliche Einnahmen zu generieren.

Im Gegensatz zum relativ einfachen Umgang von Wirtschaft und Gesellschaft mit einer zyklischen Krise ist bei der gegenwärtigen Wirtschaftslage sehr wenig prognostizierbar. Wie beziehungsweise weshalb soll wieder zu einer einigermaßen ansprechenden Investitionstätigkeit zurückgekehrt werden? Wenn alle sich mit Investitionen zurückhalten – weshalb soll dann überhaupt investiert werden? Unternehmung A spart an der Zulieferung der Unternehmung B, diese wiederum verzichtet auf die Leistungen der Unternehmungen C, D und E, und schliesslich erhalten die Manager der Unternehmungen X, Y und Z keinen Bonus mehr, verzichten auf ein neues Einfamilienhaus und schenken sich keinen Porsche mehr. Es geht nicht darum, hier das Deflationsgespenst auch noch zu zelebrieren. Aber einigermaßen gültige Aussagen, wie der Mechanismus des Auftauchens aus einer Investitionskrise funktioniert, gibt es leider nicht. Genügt das Hoffen auf Ersatzinvestitionen? Es sind durchaus Szenarien denkbar, die auf ein langandauernd anämisches, sich mühsam vorwärts-schleppendes Wirtschaftsgeschehen hinauslaufen. Genausogut kann aber eine günstige Konstellation mehrerer Faktoren den Gang der Dinge schneller beschleunigen, als das aus heutiger Sicht als wahrscheinlich erscheint.

3. Leerer monetär-fiskalischer Pulverturm?

Aus den jüngsten Verlautbarungen der amerikanischen Notenbank anlässlich ihres Entscheides, die Zinsen nicht zu erhöhen, aber auch nicht weiter zu senken – viel Spielraum besteht bei einem Niveau von einem Prozent ohnehin nicht mehr –, geht das Bemühen hervor, der Wirtschaft, vielleicht aber eher noch der Wall Street, genau das zu geben, was sie verlangen. Ein zu negatives Bild, also die ganze Deflationsrhetorik, und eine einhergehende neuerliche Zinssenkung hätten vermutlich sämtliche aufkeimenden Hoffnungen und mithin die verbesserte Situation an den Aktienbörsen empfindlich gestört. Eine Zinserhöhung hätte aber auch niemand richtig verstanden, weil die Konjunkturindikatoren mit einer Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts von 2.3 Prozent (übers Jahr gemessen) sich nach wie vor am unteren und die Arbeitslosenrate mit 6.2 Prozent am oberen Rande des gerade noch erträglichen Spektrums bewegen. Im Grunde genommen präsentiert sich der Spielraum für die Fed-Verantwortlichen als ziemlich eng: Etwas Positives zu bewirken scheint nicht möglich zu sein, und so beschränkt man sich eben darauf,

nichts Falsches zu tun. So lange nicht aus irgendwelchen Gründen Inflationsgefahr dräut, kann diese Politik des Vermeidens von Ungemach betrieben werden.

Der Spielraum der Europäischen Notenbank (EZB) für *monetäre Impulse* wäre demgegenüber grundsätzlich grösser, wenn es nicht diesen ungeheuer divergenten Währungsraum zu bewirtschaften gälte. Wir haben vor Monatsfrist auf die sehr hohen Realzinsen für Deutschland hingewiesen. Aus Rücksichtnahme auf die eher überhitzte Konjunktursituation in den europäischen Randregionen kann die EZB ihren Zinsspielraum nach unten nicht ausnützen. Wenn es auch durchaus zutrifft, dass tiefere Zinsen für einen Aufschwung in Deutschland nicht hinreichend wären (dazu bräuchte es noch ganz andere Massnahmen, siehe unten), notwendig wären tiefere Realzinsen ohne Zweifel.

Und *Währungspolitik*? Wie der St. Galler Ökonom Jörg Baumberger in einem kürzlich erschienenen Artikel (Schweizer Monatshefte Nr. 6/7 vom Juli 2003, S. 11ff.) zurecht bemerkt, stünden eigentlich alle relevanten Währungsräume, inklusive insbesondere des japanischen, vor dem Bedürfnis des Abwertens zulasten eines anderen Währungsraums. Aber: „Alle Währungen können nicht gegenüber allen Währungen abwerten.“ Das Spiel kompetitiver Abwertungen, möglicherweise von den Amerikanern eine Zeitlang betrieben, kann mit anderen Worten nicht von Nachhaltigkeit sein – keiner der Währungsräume kann sich eine starke Aufwertung leisten. Was allerdings Versuche, in Währungspolitik zu machen, über die nächste Zeit nicht ausschliesst. Die Folgen wären ein unangenehmer bis gefährlicher Anstieg der Volatilitäten in den Wechselkursen.

Auf der *fiskalischen Seite* sind interessante Verhältnisse und Entwicklungen zu beobachten. In Europa stöhnen die Regierungen, namentlich der Kernländer Deutschland, Frankreich und Benelux, unter der Last ihrer Staatsausgaben und den mangelnden Steuereinnahmen. Ein Spielraum zur Steigerung dieser Einnahmen besteht nicht, ganz im Gegenteil: Selbst in Kreisen der Sozialisten, wenigstens der vernünftigeren, ist klar geworden, dass zusätzliche Steuern einen zusätzlichen Rückgang der Wirtschaftstätigkeit bedeuten würden. Ein Spielraum zu höheren Defiziten besteht angesichts des aufgestauten Schuldenbestands ebenfalls kaum, selbst wenn man in zunehmend lockerer Art mit den Maastricht-Kriterien umgeht. Doch selbst wenn alle diese realexistierenden Einwände nicht zuträfen und unter Missachtung sämtlicher finanz-

politischer Warnungen Mittel zur namhaften positiven Beeinflussung der Wirtschaftstätigkeit durch staatliche Projekte bereitgestellt werden könnten, fragt es sich, ob in der derzeitigen ökonomischen Verfassung Europas aktiver Fiskalismus überhaupt noch positive Resultate erzielen würde. Denn jegliche fiskalische Tätigkeit muss ja auch finanziert werden – wenn nicht sofort, dann später. Es ist aufgrund aller Erfahrungen der Europäer mit ihren Staatshaushalten und angesichts des hohen Bestandes an voraussichtlich teilweise leeren Versprechungen (Pensionsproblematik!) naiv zu glauben, die künftige zusätzliche Belastung würde nicht unverzüglich eskomptiert. Im Sinne eines negativen Feedbacks würde es zu einem sofort wirksamen Crowding-Out-Effekt führen, der sich beispielsweise in einer neuen Welle von Kapitalflucht äussern könnte. Per Saldo bliebe dann längerfristig unter Umständen weniger, als wenn die fiskalische Tätigkeit nicht in Angriff genommen worden wäre.

Etwas differenzierter sind der Spielraum und die Tätigkeit des amerikanischen Fiskus zu beurteilen. Erstens präsentiert sich der Zustand der Haushalte von Bund und Teilstaaten insgesamt ungleich besser als in Europa, vor allem wenn man auch das Niveau der steuerlichen Belastung miteinbezieht. Es bestünde, verglichen mit europäischen Staaten, noch viel Spielraum nach oben, und man könnte den Schuldenbestand wie auch die laufende Defizitsituation wahrscheinlich relativ leicht beseitigen. Das fiskalische Pulver der USA ist also weit weniger verschossen als in Europa. Zweitens, und das ist interessanter, betreibt die *Regierung Bush* tatsächlich *aktive Fiskalpolitik*. Man kann den *Irak-Krieg* und seinen Vorgänger in Afghanistan unter anderem auch als ökonomisches Phänomen betrachten. Die Sicherheitspolitik der Regierung Bush produziert Mehrausgaben von gegen 75 Milliarden Dollar für das Jahr 2003, im vorangegangenen Jahr waren es rund 25 Prozent mehr als vorgesehen. Die zusätzlichen Sicherheitsausgaben schlagen, wie der Harvard-Ökonom Robert Barro berechnete, mit rund 75 Prozent im Bruttoinlandprodukt zu Buche, also mit knapp 60 Milliarden fürs Jahr 2003 oder 0.6 Prozent an zusätzlicher wirtschaftlicher Tätigkeit.

Unter der Voraussetzung, dass die betriebene Sicherheitspolitik keine Produktionsausfälle im eigenen Land nach sich zieht, und vor allem, dass der Blutzoll relativ gering bleibt, ja, dass gegebenenfalls die Sicherheitssituation in der Welt tatsächlich verbessert wird, resultiert aus solcherart fiskalischer Tätigkeit ein insgesamt positiver

Effekt. Es mag für sensible hiesige Ohren zynisch tönen, ist aber nicht wegzudiskutieren: Bis anhin läuft die Sicherheitspolitik der USA genau in diese Richtung. Ein Kolumnist der „Washington Times“ brachte es kürzlich auf den Punkt, indem er nüchtern feststellte, dass allein in der amerikanischen Hauptstadt täglich mehr Opfer durch Gewaltverbrechen sterben als im angeblich so verlustreichen Irakkonflikt. Selbstverständlich ist jegliche Euphorie fehl am Platz, denn Opfer bleiben Opfer, und noch ist keineswegs klar, ob die USA ihren so überwältigenden kriegerischen Erfolg auch in nachhaltige strategische Vorteile zu wandeln in der Lage sind. Die ökonomischen Vorteile des Waffengangs und der höheren Verteidigungsausgaben sind aber, wie gesagt, nicht wegzudiskutieren. Und ganz nebenbei bemerkt: Auch die Investitionskrise der Dreissiger Jahre des 20. Jahrhunderts endete mit einem Krieg. Dies im Sinne einer Feststellung und keinesfalls eines Ratschlags. Und noch eine Bemerkung: Man kann Kriege besser oder auch schlechter führen. Die Russen zeigen in Tschetschenien vermutlich vor, wie man es heutzutage nicht mehr tun dürfte. Wenn nicht alles täuscht, wird durch jene Kriegführung weder die Sicherheitslage insgesamt gefördert, noch ist sichergestellt, dass eigene Produktionskapazitäten ungefährdet bleiben. Der Blutzoll ist extrem hoch. Interessanterweise interessiert sich aber kaum mehr jemand für jenen Konflikt, von Protesten oder dergleichen nicht zu sprechen...

4. Die Polierer und die Polierten

Wenn von Seiten der Notenbanken oder Staaten kaum oder nur unter Zuhilfenahme unkonventioneller Mittel wie Kriege ein Ende der Investitionskrise herbeigeführt werden kann, das monetäre und das fiskalische Pulver also nur sehr beschränkt zum Einsatz gelangen kann, dann müsste doch der Privatsektor für Remedur sorgen! Er sollte zu mehr Zuversicht und Vertrauen zurückfinden, hört man. Die richtigen Personen am richtigen Platz – und schon müssten sich die Verhältnisse doch bessern, nicht wahr? Die Ablösung der Abzockergeneration durch moralisch einwandfrei gelagerte Persönlichkeiten, mehr Ehrlichkeit, weniger Gier – und dann wäre die Welt doch wieder in Ordnung, oder?

Oder auch nicht. Wir haben im zweiten Kapitel dieses Anlagekommentars aufzuzeigen versucht, weshalb die Welt in eine Phase sehr hoher, ex post gesehen zu hoher Investitionen geraten war. Abzocker, Betrüger oder unfähige Strategen spielen in dieser Analyse keine Rolle. Aus unserer Sicht waren sie höchstens die ziemlich unvermeidliche und auch unschöne Begleiterscheinung.

nung in einem Prozess, der völlig andere Ursachen hatte. Und sie hatten das Pech, dass ihre Machenschaften wegen der drastischen Vorgänge an den Finanzmärkten ans Tageslicht kamen. Nicht mehr und nicht weniger. Kausal waren sie keinesfalls Auslöser der Krise. Doch wenn dies zutrifft, dann kann es auch nicht sein, dass andere, das heisst bessere, liebere, nettere Manager nun Auslöser eines Aufschwungs sein können.

In der Praxis muss man unterscheiden zwischen zwei Sorten von wie auch immer „besseren“ Führungskräften: Die einen sorgen für das, was die Finanzgemeinde schon immer über alles liebte: *einwandfreie Kennzahlen*. Das sind die Polierer. Die anderen stehen im Dienste einer *neuen Ethik*, sind die neuen Saubermänner, die Ritter ohne Fehl und Tadel, die keinesfalls in ihrem Eigeninteresse handeln und auch nicht primär in jenem der Aktionäre, sondern sich mit durchwegs der ganzheitlichen Betrachtung verpflichteten Unternehmenspolitik gänzlich den Interessen der ach so armen Stakeholders verpflichten. Das sind die neuen polierten Strahlmänner.

Die Polierer können durchaus Erfolge ausweisen. Nehmen wir beispielsweise das allerorts so gelobte Glanzergebnis der Credit Suisse. Nach einem verlustreichen Jahr 2002 erwirtschaftete der Bank- und Versicherungskonzern im ersten Quartal 03 einen Reingewinn von 652 Millionen, im zweiten Quartal von mehr als doppelt soviel, nämlich 1,346 Milliarden Schweizerfranken. Geht man der Sache ein wenig auf den Grund, dann zeigt sich, dass das schöne Ergebnis zu einem guten Teil aus dem Private Banking stammt. Der Kommissions- und Dienstleistungserfolg nahm schon im Jahr 2002, verglichen mit der durch Kursverluste verringerten Basis an Kundengeldern, unterproportional ab. Diese Geschäftspolitik fand im Jahr 2003 ihre Fortsetzung. Mit einer Bruttomarge von 1.2 Prozent auf den bei Credit Suisse liegenden Vermögen ahnt man auch, wer die Zeche zahlt. Wenn man bedenkt, dass unter diese Vermögen auch solche von institutionellen Investoren mit bekanntlich hauchdünnen Margen sowie Gelder von Beratungskunden mit einer eher tiefen Transaktionsquote fallen, zudem für einen Teil der Einnahmen auch noch Retrozessionen an externe Vermögensverwalter bezahlt werden müssen, und wenn man die Höhe der Bruttomarge in Beziehung setzt zu den am Geld- und Kapitalmarkt derzeit erzielbaren Renditen, dann wird die Ahnung zur Gewissheit über eine Missproportionalität zulasten der treuen Kundschaft. Credit Suisse vermarktet seit einiger Zeit mit grosser Ener-

gie alternative Anlagen (d.h. sogenannte Hedge Funds und Funds of Funds), die der Bank deutlich mehr Kommissionseinnahmen bringen als konventionelle Anlagen. Vorausgesetzt, diese Art von Anlagen bringen den Kunden tatsächlich einen Mehrwert gegenüber konventionellen Investments, dann rechtfertigt sich eine solche Geschäftspolitik allenfalls. Es könnte durchaus aber auch sein, dass unter dem Strich ausser den höheren Gebühren für die Bank keine Vorteile bleiben, und dann würde sich bestätigen, dass auch heute, nicht wesentlich anders als zu Zeiten des grössten Aktienbooms, zulasten des eigenen künftigen Potentials auf gegenwärtigen, *kurzfristigen Erfolg gebolt* wird. In dieselbe Richtung gehen die Sparmassnahmen beim Personal und dessen Ausbildung. Selbstverständlich soll und muss man bestehende Überkapazitäten abbauen. Wenn aber bei insgesamt positivem Neugeldzufluss im Private Banking gleichzeitig massiv Stellen abgebaut werden, dann läuft das auf eine Rentabilisierung der Kundenbeziehungen hinaus, die später einmal erodierende Folgen haben kann.

Natürlich ist jedermann froh und dankbar, dass es unserer zweiten schweizerischen Grossbank offenbar wieder besser geht, und man kann auch nachvollziehen, dass die neue Geschäftsleitung alles daran setzte, mit sehr positiven Ergebnissen die Welt von der Richtigkeit der eingeschlagenen Strategie zu überzeugen. Dennoch: den Eindruck des „Polierens“ wird man nicht los. Man baut massenhaft Personal ab (2003: rund 6000 Mitarbeiter), man verkauft wertvolle Assets (nach Abgang der britischen Churchill und Winterthur Italien sind Filetstücke im Versicherungsportefeuille dahin), man windet die Kundenbasis über hohe Kommissionen für angeblich überlegene Anlageprodukte aus, man verteilt die finanzielle Wirkung von Optionsprogrammen fürs Management auf mehrere Jahre, man reduziert die Wertberichtigungen und Rückstellungen für Kredite bei einem insgesamt höheren Kreditengagement. Das mag als Sanierungspolitik ja richtig sein – eine auf langfristigen Erfolg ausgerichtete Strategie müsste aber schonender ausfallen.

Die Crux der gegenwärtigen Wirtschaftssituation liegt darin, dass einerseits „Polieren“ durchaus notwendig sein kann, weil es ja nichts nützt, wenn man über ein langfristiges Potential verfügt, kurzfristig aber unterzugehen droht. Der Anleger tut aber gut daran, das „Andererseits“ nicht zu übersehen: Das Ausstellen von Wechseln auf die Zukunft wird da und dort ein Ausmass erreichen, das irgendwann sehr wohl kursrelevant werden kann.

5. Ethik um jeden Preis?

Das Abwägen zwischen kurzfristigem Nutzen und langfristig wirksamer Aufbauarbeit ist ohnehin *das* grosse Problem der Unternehmensführung. Ja, noch genereller gesprochen, die Nutzenabwägung zwischen der kurzen Frist und der langen Zukunft ist eine der schwierigsten Herausforderungen der „condition humaine“ schlechthin. Das zusätzliche Kuchenstück des Fettleibigen, obwohl er um die langfristige Schädlichkeit seines Tuns weiss, das zusätzliche Glas Wein des Trinkfreudigen, obwohl er die gravierenden Auswirkungen des Fahrens im angetrunkenen Zustand kennt – der Mensch ist nicht einmal für sich selber in der Lage, zu jedem Zeitpunkt den richtigen Entscheid zu fällen. Um so schwieriger gestaltet sich das Problem für eine Vielheit von Menschen, beispielsweise für eine Unternehmung.

A priori ist schon einmal nicht so klar, welches Kalkül, das eher kurzfristige oder das eher langfristige, tatsächlich relevant ist. Interpretiert man eine Unternehmung (im Sinne des „Shareholders“) als Summe von künftigen Cash Flows, dann steht die Fristigkeit des Kalküls in hoher Abhängigkeit von den Finanzierungskosten, das heisst von den zur Anwendung gelangenden Zinssätzen. Ein weit in der Zukunft liegender Cash Flow ist umso mehr wert, je tiefer der Zinssatz zur Diskontierung ausfällt – aus einfachen mathematischen Gründen. Aus Shareholder-Sicht müsste bei den gegebenen Zinsverhältnissen das Kalkül so langfristig wie möglich ausfallen. Interpretiert man die Unternehmung eher als soziales Geflecht von Interessengruppen (also von den berühmten „Stakeholders“), dann resultiert in der Regel ein langfristiges Kalkül für den Bestand der Strukturen und ein sehr viel kürzerfristiges Kalkül für die direkt wirksamen Vorteile wie Löhne, fringe benefits u.ä.m. Für die den Gang der Dinge bestimmenden Akteure der Unternehmung, das Management, ist die Versuchung gross, ihre kurzfristigen Eigeninteressen zulasten der Langfristperspektive zum Tragen zu bringen.

Das Problem ist hinlänglich bekannt. Es erlangt aber in der gegenwärtigen Wirtschaftsphase der fehlenden Investitionen – mithin also des fehlenden Glaubens an die Zukunft! – besonders an Brisanz. Die Gefahr ist offenkundig, dass wegen des Mangels an Zukunftsglauben das kurzfristige Kalkül noch zusätzlich Oberhand gewinnt, weil der kurzfristige Spatz in der Hand alleweil besser zu sein scheint als die langfristige Taube auf dem Dach, die es möglicherweise nicht einmal gibt.

An dieser Stelle setzt im Grunde genommen der Ruf nach ethisch einwandfreien Unternehmensführungen und nach „Corporate Governance“ an. Es wird argumentiert, dass angesichts der Schwierigkeit der Wahl zwischen dem Spatzen und der Taube wenigstens verhindert werden müsse, dass die Manager den Spatzen kurzerhand auffressen und sich aus der Langfristverantwortung für künftige Tauben stehlen können. Gegen eine solche Sichtweise von Wirtschaftsethik kann gewiss nichts eingewendet werden. Ganz im Gegenteil: sie deckt sich ja letztlich mit dem Interesse des Shareholders und vermutlich auch mit den meisten Interessen anderer Anspruchsgruppen.

Die schwierige Frage liegt in der Wahl der Mittel. Über die neue Gattung der ethisch polierten Strahlemänner, die laufend das Gebet der „Corporate Governance“ vorbeten, haben wir uns schon ausgelassen. Einerseits ist die Gefahr gross, dass wesentliche Teile der Wirtschaft künftig von zwar anständigen, im übrigen aber auch unfähigen Leuten geführt werden. Ethik allein genügt nicht, und wenn sie allenfalls nur angelernt wurde, weil man an der Wirtschaftshochschule eine entsprechende Vorlesung besuchen musste, schon gar nicht. Unternehmerischer Erfolg hatte noch immer auch mit Gerissenheit, Schlaueit, Machtstreben, Pragmatismus und ähnlichen Qualifikationen zu tun. Unternehmensführung ist, so bedauerlich das sein mag, keine Sonntagsschule, und entsprechend darf nicht erwartet werden, dass Ethik die Lösung für alle Probleme unserer Zeit sei. Der Zeitgeist und namentlich die moralisierenden Medien denken zugegebenermassen anders.

Die nächsten Illusionen sind vorprogrammiert, und darin liegt das Andererseits der Argumentation. Wer als Realist auch nur ein wenig mit Skepsis gegenüber der wahren Natur des menschlichen Charakters begabt ist, der kann unschwer voraussehen, dass sich das Problem der ungetreuen Unternehmensführung von der Abzockerei und vom Betrug einfach in den Bereich der schwieriger messbaren „weichen Faktoren“ verlagern wird. Es gab sie schon immer, die merkwürdig emsig betriebenen Ausflüge von Unternehmensleitungen in nicht-betriebsnotwendige Gefilde. Unfähige sogenannte „Anständige“ sind hierin besonders gefährdet, denn sie können auf diese Weise dort Betriebsamkeit vortäuschen, wo sie wenig Relevanz für die Unternehmung hat.

Ein Wort schliesslich zur erzwungenen Ethik (wenn es so etwas überhaupt geben kann). Ihr wird momentan mit all den vielen Anstrengun-

gen, die „Corporate Governance“ in Regelwerke zu giessen, ganz besonders gefrönt. Nicht der Idee der Corporate Governance als solcher und insbesondere auch nicht dem Anliegen nach zusätzlicher Transparenz, aber den wortreichen Regelwerken ist mit grösster Skepsis zu begegnen. Die Gefahr, dass Unternehmensleitungen letztlich um den toten Buchstaben herumtanzen bzw. ihre wahre Tätigkeit durch „Corporate Governance Officers“ kaschieren lassen, ist gross. Die Geschäftsberichte sind neuerdings wahre Fundgruben für solche Bemühungen. Offenbar kann man sich der Modewelle nicht entziehen, derweil die Beratungsfirmen wieder ein neues, lukratives Betätigungsfeld gefunden haben.

6. Realistischere Erwartungen!

Wir haben eingangs die gegenwärtige Wirtschaftsflaute als Ausdruck mehr oder weniger allseits reduzierter Erwartungen interpretiert und plädieren im folgenden für mehr Realitäts-sinn in der Erwartungshaltung. Dass von monetärer oder von fiskalischer Seite wesentliche, zusätzliche Stimuli ausgehen könnten, haben wir, mit Ausnahme der ökonomisch vermutlich nicht ganz unsinnigen amerikanischen Sicherheitspolitik, weitgehend ausgeschlossen. Im Gegenteil: In Europa könnte lediglich eine drastische Reduktion der fiskalischen Tätigkeit noch stimulierend wirken. Im Sinne der Forderung nach realistischeren Erwartungen schliessen wir das aber auch aus.

Im weiteren haben wir davor gewarnt, unrealistische Erwartungen an die neue Führungsgeneration zu stellen. Wenn es darum geht, zu einiger-massen akzeptablen Unternehmensresultaten zurückzukehren, dann müssen die heutigen Macher in mehr oder weniger dieselbe Trickkiste greifen wie ihre Vorgänger zu Zeiten des Booms. Das Abschneiden künftigen Potentials zugunsten einer kurzfristigen Verbesserung der Ertragslage ist die eine Handlungsweise, das Eingehen erst künftig wirksam und sichtbar werdender Risiken wird bald einmal die andere sein. Wie wir vom famosen LTCM-Fall her noch wissen, kann solcherlei Engagement ja durchaus, in Instant-Prämien umgemünzt, die kurzfristige Ertragslage verbessern. Realistischerweise muss man den Exponenten von Unternehmungen auch künftig gehörig auf die Finger schauen. Eine seriöse, in niemandes Solde stehende Finanzanalyse kann ihren Beitrag dazu leisten.

Das Hoffen auf eine moralisch-ethische Aufrüstung unter Unternehmensführern ist für Sympto-

sien und für Publikationen zwar hochattraktiv, führt im wesentlichen aber in die Irre. Anstand und Ehrlichkeit sollten im Normalfall zwar erwartet werden dürfen, sind aber keinesfalls hinreichend, um Unternehmungen erfolgreich zu führen. Das Sich-Verlassen auf die neue Generation ethisch einwandfreier Saubermänner könnte sich bald einmal als die grosse Illusion unserer Zeit herausstellen, genau so wie der Glaube, dass immer dichter werdende Regelwerke einen besseren Zustand herbeiführen könnten.

Realistischerweise müsste man davon ausgehen, dass auch künftig ökonomisch funktionierende Menschen, das heisst auf ihren eigenen Nutzen ausgerichtete Wesen, an allen Stellen der Unternehmungen, der Wirtschaft und der Politik ihre Tätigkeit ausüben, und man müsste diese ubiquitäre Optimierung des Eigennutzens ausdrücklich ins eigene Kalkül miteinbeziehen. Die Rettung kommt nicht davon, dass „Corporate-Governance“-Regeln buchstabengetreu befolgt werden, sondern dass das kapitalistische System Mechanismen offeriert, mit welchen man Regelverstösse ahnden kann. Indem man sich durch Übernahme des Kapitals in die Lage versetzt, Unternehmensleitungen abzusetzen und in die Wüste zu schicken. Oder, falls man dazu nicht die Kraft hat, indem man sich von einer Aktie trennt.

In der gegenwärtigen und hartnäckigen Wirtschaftsflaute gibt es keine einfachen Auswege: Keine Hilfe von den Notenbanken, keine Stimulierung aus der Staatskasse, wenig Aussichten, dass eine neu ausgerichtete Unternehmensführung wesentliche Impulse auslösen könnte – was bleibt dann noch? Die Zuversicht, dass realistischerweise auf diesem grossen, ungemein komplexen Erdball genügend Leute vorhanden sind, die ihre Lebensumstände dringend verbessern möchten (weil auch sie ökonomisch funktionierende Wesen sind!). Die Schwäche in der Nachfrage nach Investitionsgütern kann zwar lästig lange anhalten und kann auch noch einmal die eine oder andere Börsenenttäuschung auslösen. Letztlich und realistischerweise wird sie aber ihr Ende finden, und dann darf getrost von Aktien wieder das erwartet werden, was sie bringen müssten: etwa sieben Prozent im Jahr. Im sehr langfristigen Durchschnitt, nota bene. Werden es „Fallen Angels“, „Dividendenperlen“, aufpolierte Dinosaurier, „Value Stocks“ oder ausgesprochene Wachstumswerte sein? Wenn alles so einfach wäre, dann wüssten wir es von vornherein.

KH, 18.8.2003