

Washington und Peking – Rom und Byzanz?

1. Abkühlung zur rechten Zeit

Dieses Jahr haben sowohl der Frühling als auch der Herbst rechtzeitig begonnen. Der Lenz am 13. März, als wider alles Erwarten die Finanzmarkt-Teilnehmer aus ihrem drei Jahre währenden Pessimismus erwachten und plötzlich alles, was bisher negativ eingeschätzt worden war, einer optimistischen Revision unterzogen. Selbst die damals dräuende Kriegsgefahr im Mittleren Osten und das Gerangel der Weltmächte und derer, die es immer noch sein wollten, um die Legitimation eines Krieges gegen den irakischen Machthaber Hussein vermochten der Stimmung keinen Abbruch mehr zu tun. Im Gegenteil: Die Finanzmärkte nahmen hundertmal besser als alle Strategie-Experten zusammen den relativ problemlosen Kriegsverlauf in eindrucklicher Weise vorweg. Seither kletterten die Notierungen an den Aktienbörsen munter und stetig höher, obwohl sich inzwischen viele Rahmenbedingungen alles andere als deutlich verbessert hatten – der rasche und problemlose Verlauf der ersten Phase der Irakkampagne wurde von einer zweiten Phase der langandauernden, verlustreicheren und wenig Glorie versprechenden Besetzung eines riesigen und letztlich kaum beherrschbaren Landes abgelöst; der makroökonomische Datenkranz liess immer mehr an einer baldigen, zyklisch geprägten Erholung der Weltwirtschaft zweifeln. Entsprechend mussten die Wachstumsprognosen nach unten revidiert werden.

Dass die Aktienbörsen weltweit trotzdem stiegen, kann eigentlich nur mit dem Phänomen gesteigener Gewissheiten erklärt werden: Wer als Unternehmung, zum Beispiel im Technologiesektor, die letzten drei Jahre des dramatischen Abschwungs überstanden hatte und nach dieser garstigen Zeit möglicherweise sogar wieder Zeichen aufkeimender Vitalität aufzuzeigen begann, der liess künftige Überlebensfähigkeit, ja künftigen Erfolg als wahrscheinlicher erscheinen als Monate und Jahre zuvor. Der Abschluss einer Bereinigungsphase belohnt die Überle-

bensfähigen. Wohl aus diesem Grunde waren es in erster Linie die „Fallen Angels“, welche mit höheren Kursnotierungen versehen wurden, währenddem die bewährten und in ihrer Überlebensfähigkeit nie in Frage gestellten Qualitätsunternehmen vorerst in Ungnade fielen.

Der Herbst kam, wie gesagt, gerade rechtzeitig, nämlich just im Moment, als schon wieder erste Anzeichen von Gier und Übertreibung in den Märkten spürbar wurden. Wir haben vor gut anderthalb Monaten auf die bereits wieder absurd hohen Kurs-/Gewinnverhältnisse namentlich im Technologiesektor hingewiesen. Ein P/E von dreissig, vierzig oder mehr impliziert künftige Gewinnsteigerungen von 100, 200 oder mehr Prozent innert weniger Jahre, und diesbezüglich sind in vielen Fällen, bewiesene Überlebensfähigkeit hin oder her, schon Zweifel angebracht. Der Auslöser für das nun wieder etwas rauhere Klima an den Finanzmärkten war dann aber nicht die Einsicht der Marktteilnehmer in die Fragwürdigkeit übertriebener Erwartungen, sondern ein makroökonomisch-politisches Ereignis, das auf künftige Turbulenzen schliessen liess. Die G7-Konferenz in Dubai am Wochenende zur Tag- und Nachtgleiche evozierte Ahnungen solcher Art. Seither hat der US-Dollar gegenüber dem Euro und gegenüber dem Yen deutlich an Terrain eingebüsst, und die Volatilitäten sind an den Währungsmärkten um satte 30 Prozent angestiegen. Die Aktienbörsen haben seit dem 23. September zumindest einen Marschhalt eingelegt. An den Bondmärkten, zuvor arg gebeutelt durch die positive Erwartungshaltung an den Aktienbörsen, erfolgten Korrekturen in Richtung wieder tieferer Zinssätze.

Den Besonneneren unter den Experten kommt diese herbstliche Abkühlung durchaus gelegen, denn die aufkeimende Euphorie an den Aktienmärkten liess die unangenehme Ahnung einer Divergenz zwischen den Marktbewertungen und dem, was objektiverweise aus den makro- und mikroökonomischen Gegebenheiten herauszulesen ist, aufkeimen. Würde denn das Wachstum in den USA, in Europa (!) in zwei, drei Quartalen die Vitalität erlangen, welche die höheren Kurse

rechtfertigen würde? Und würde die Ertrags- und Bilanzsituation der Unternehmungen so robust sein, dass man bald einmal wieder getrost von einer „fairen“ Bewertung durch die Märkte würde sprechen können? Da gab es doch und gibt es immer noch berechtigte Zweifel. Darüber hinaus wurde man in zunehmendem Masse den Verdacht nicht los, die ganze Hausse seit dem 13. März 2003 könnte nur eine Machenschaft des kartellistisch operierenden Investment Bankings gewesen sein – jener Finanzmarktplayer also, die seit rund drei Jahren unterbeschäftigt sind und ein bonusloses Dasein fristen müssen und denen sowohl klandestine Absprachen als auch kopfloses Herdenverhalten durchaus zugetraut werden kann. Wenn uns nämlich noch und noch sogenanntes Research-Material erreicht, das für die Titel einer und derselben Unternehmung anfangs dieses Jahres noch eine Verkaufsempfehlung, im Verlaufe des Börsenfrühlings nun plötzlich aber eine Kaufempfehlung von sich gibt, ohne dass sich fundamental an der analysierten Unternehmung viel geändert hätte, ausser dass ihr Börsenkurs gestiegen ist, dann müssen beim Skeptiker die Lampen rot aufleuchten. Das Rad der Geschichte wäre dann zurückgedreht in eine Zeit, als den Anlegern jede Kapitalanlage jeglicher Güteklasse nur gut genug sein konnte und in einem Verkäufermarkt ohnegleichen das Investment Banking nichts anderes mehr war als ein gigantischer, provisionsgetriebener Verkaufsapparat für zusehends schlechtere Qualitäten.

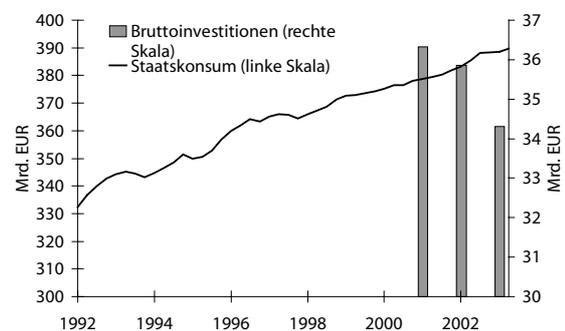
Der Verschwörungstheorien abholde Skeptiker wird auch diesen Erklärungsversuch der Kursrally seit Frühjahr 2003 verwerfen und eine Kombination verschiedener Faktoren dafür verantwortlich machen: rekordtiefe Zinsen und damit geringe Opportunitätskosten gegenüber Aktienengagements, übermässige Kurskorrekturen im Börsenabschwung zuvor, abebbender Verkaufsdruck, gesunkene Volatilitäten und dergleichen. Wie auch immer. Die Abkühlung von Ende September kam gelegen.

2. Globale Ungleichgewichte?

Die Finanzminister der sieben wichtigsten Industrieländer der Welt beschäftigten sich in Dubai mit Fragen des Wirtschaftswachstums und sich abzeichnender bzw. verschärfender Disparitäten zwischen den einzelnen Wirtschaftsregionen. In der Tat sind die Daten ja seit einiger Zeit sehr bemerkenswert. *Europa* leidet an einer nachhaltigen und umfassenden *Wachstumsschwäche*. Umfassend in dem Sinne, als praktisch alle Sektoren, ausser vielleicht des staatlichen, von dieser Schwäche erfasst sind. Europa krankt im Investi-

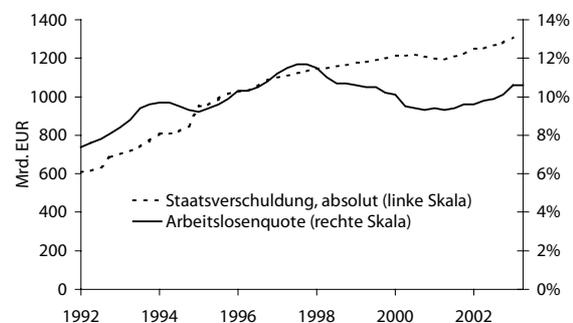
tionsbereich und im privaten Konsum und im Bau von neuen Häusern; in den Kernländern sind ausserdem die staatlichen Investitionen in die Infrastruktur ebenfalls rückläufig. Europa und in dieser Hinsicht namentlich Deutschland (vgl. die untenstehenden Grafiken) leiden zudem unter einer anhaltend hohen, strukturell bedingten Arbeitslosigkeit. Immer neue Anläufe zur Beseitigung dieses Übels durch letztlich stets fiskalisch orientierte Beschäftigungsprogramme verliefen im Sande; ihr einziger Effekt liegt in einem ungebrochenen Trend zur Erhöhung der Staatsausgaben.

Auf Umverteilung ausgerichtet



Quellen: Statistisches Bundesamt Deutschland, Bloomberg; eigene Darstellung

Arbeitslosigkeit: vergebliche fiskalische Mühen

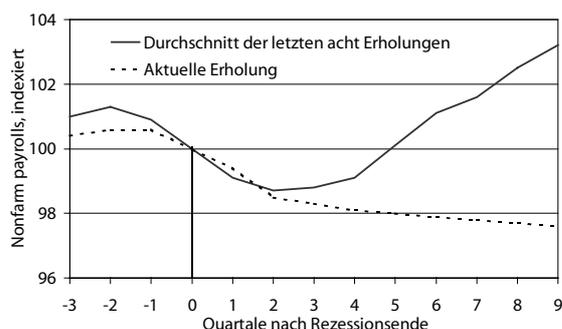


Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Die Wirtschaft der *USA* wächst zwar deutlich stärker als in Europa, aber das Wachstum ist *einseitig* auf den privaten Konsum und den Bau von privaten Häusern beschränkt; seit rund einem Jahr steigen zudem in ziemlich ungezügelt erscheinender Weise die Verteidigungsausgaben. Die privaten Investitionen, die untrügliches Zeichen für wiedererstarkende Hoffnung und Zuversicht wären, liegen nach wie vor darnieder. Im Zuge der Krise der letzten drei Jahre entliessen die amerikanischen Unternehmungen massenhaft Arbeitskräfte bzw. stellten ihren Betrieb ein. Die wirtschaftliche Erholung seit dem Herbst 2001 hat bisher praktisch noch keine neuen Arbeitsplätze geschaffen, so dass man nun nicht nur von einer „Jobless Recovery“, sondern bereits

von einer „Job-Loss Recovery“ zu sprechen beginnt und dieses Phänomen, wie könnte es zum heutigen Zeitpunkt anders sein, auch gleich zum Wahlkampfthema macht. Wer, wie wir dies seit je getan haben, die Wirtschaftsentwicklung der letzten Jahre nicht als zyklische Krise interpretiert hatte und mithin auch nie einen zyklischen Aufschwung erwartete, ist über das Phänomen mangelnder „Job Creation“ in dieser Phase alles andere als überrascht. Wo nicht investiert wird, da entstehen auch keine neuen Arbeitsplätze. Und die Investitionsneigung kann man offensichtlich nicht herbeiprügeln; mit Politik generell und einem allfälligen Versagen der amerikanischen Wirtschaftspolitik im speziellen hat das Phänomen nur wenig zu tun – es ist die unvermeidbare Folge des unvermeidbaren Investmentbooms der Neunziger Jahre des letzten Jahrhunderts.

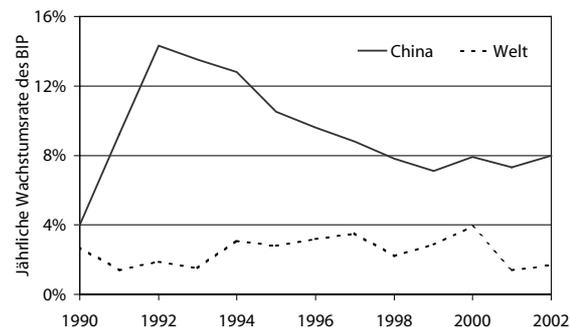
Erholung ohne neue Arbeitsplätze?



Quelle: Bureau of Labor Statistics; eigene Darstellung

Es gibt derzeit nur eine echte Wachstumslokomotive auf diesem Globus, und diese dampft und raucht und zischt in *Südostasien*, in *China*, in den umliegenden Pazifikstaaten und in Indien. Aber auch hier und namentlich in China sind die einzelnen Parameter ziemlich bemerkenswert. In China boomen die Investitionen und die industrielle Produktion und die Bautätigkeit. Das Wachstum ist zu einem grossen Teil erklärbar durch die tiefe Basis, aus der es gestartet ist. Die Chinesen konsumierten selber bis vor kurzem noch wenig. Ihre Sparquote liegt mit 40 Prozent extrem hoch. Neuste Zahlen lassen aber auf einen markanten Anstieg der Binnennachfrage schliessen. Wer glaubt, die Handelsbilanz Chinas sei stark unausgeglichen, liegt falsch: Die Warenexporte nach den USA und in vermindertem Masse in den Rest der Welt werden durch den Import von Investitionsgütern aus den westlichen Industrieländern und durch die Einfuhr von Halbfertigprodukten aus den umliegenden Tigerstaaten weitgehend ausgeglichen.

China: vom Vulkanismus zur Nachhaltigkeit



Quelle: Weltbank; eigene Darstellung

Das Thema für Dubai war somit gegeben: Kann die Entwicklung in diesem Stil einfach weitergehen? Wird das nicht darauf hinauslaufen, dass Europa und in zunehmendem Masse auch die USA noch mehr produzierende Arbeitsplätze verlieren, dass somit dort noch mehr Hoffnungslosigkeit, ja, in Bezug auf die teuren europäischen Sozialwerke Aussichtslosigkeit, aufkommt, währenddem sich China mehr und mehr zum Weltproduzenten nicht nur billigster Massenware, sondern zunehmend qualitativ hochstehender Güter durchmausert? Führt China gar eine Art verdeckten Wirtschaftskrieg gegen den Westen, indem es sich seine billig produzierten Waren abkaufen lässt, um mit den erhaltenen Dollarmilliarden dereinst die sich mehr und mehr verschuldenden Amerikaner zu erpressen?

Oder noch anders formuliert: Darf es sein, dass eine unaufhaltsame Entwicklung darauf hinausläuft, dass Europa zum wachstumsschwachen Altersheim der Welt, die USA zur Weltregion des selbstverliebten Konsums auf Pump und Südostasien zum einzigen Gebiet der Welt werden, wo noch gearbeitet wird? So provokativ-plakativ dürfte die Fragestellung in Dubai nicht gelautet haben, zumal Politiker mit bekanntlich wenig Neigung und Befähigung zu langfristiger strategischem Denken am Werk waren. Ihr kurzfristiges Problem beschränkt sich auf das bedrohlich hohe und immer noch wachsende *Leistungsbilanzdefizit* der USA, für welches man schnell einmal einen Sündenbock gefunden hatte: Die unterbewertete chinesische Währung. Schon im Vorfeld zur Konferenz von Dubai war ein entsprechendes argumentatives Lobbying aufgebaut worden. Der Druck auf den chinesischen Renminbi hatte seinen ersten Höhepunkt beim Besuch des amerikanischen Schatzsekretärs Snow in Peking anfangs September erreicht. Die Argumentation läuft wie folgt: China, bis vor wenigen Jahren ein ziemlich hoffnungslos armes Entwicklungsland mit einer noch viel hoffnungsloseren Staatswirtschaft und einem sehr

unproduktiven Agrarsektor, habe in den letzten Jahren dermassen grosse Fortschritte in der Produktivität bewerkstelligen können, dass sich aus dem Differential zur Produktivitätsentwicklung der entwickelten Ländern automatisch eine Aufwertungsnotwendigkeit ergebe. China halte mit seiner Währungsanbindung des Renminbi an den US-Dollar die Währung künstlich tief, indem die Zentralbank sämtliche zur Zahlung angefallenen Dollars aufkaufe. Die akkumulierten Währungsreserven bestätigten dies. Durch diese Politik halte China die Lohnkosten künstlich tief und verschaffe sich so auf dem Weltmarkt einen ungebührlichen Vorteil. Um der Argumentation noch das notwendige Gewicht zu verleihen, wurde im amerikanischen Senat ein Gesetzesvorschlag zur Erhöhung der Importzölle für chinesische Waren von 27.5 Prozent vorgelegt, falls sich die Chinesen dem Aufwertungs“wunsch“ nicht fügen sollten.

Ausserdem, so wird weiter argumentiert, laufe China über kurz oder lang in ein gravierendes Inflationsproblem hinein, da sich unter anderem durch die nicht neutralisierte Dollarflut die Geldmenge viel zu stark ausweite. Eine Aufwertung der Landeswährung hätte generell abkühlende Auswirkungen, die zum jetzigen Zeitpunkt und darüber hinaus willkommen sein müssten.

Soweit und ziemlich holzschnittartig die Argumentation im Vorfeld zu Dubai. Sie läuft darauf hinaus, dem stark wachsenden China die Schuld für das magere, einseitige oder gar nicht vorhandene Wachstum in anderen Teilen der Welt zuzuschreiben: „China wächst auf Kosten des Westens“, „China zerstört unsere Arbeitsplätze“ und dergleichen lauten dann die Schlagzeilen. Und schon hat sich die Welt an den Rand einer ganz anderen, viel gravierenderen Krise vorgearbeitet: Jene des wiedererstarkenden *Protektionismus*.

3. Einige Korrekturen des Bildes

Man tut gut daran, die von kurzfristigen (US-Wahlkampf-bedingten) Interessen geprägte Argumentation zu relativieren oder auch in Frage zu stellen. Zunächst: Beim Beitritt Chinas zur Welthandelsorganisation (WTO) im Jahr 2001 war man sich allenthalben der Risiken bewusst, eine nur ansatzweise dem Kommunismus entwachsene Volkswirtschaft in den Kreis der freihandelsorientierten Nationen aufzunehmen. Man versprach sich dadurch einen rascheren, durch Wachstumsimpulse beflügelten Übergang zur Marktwirtschaft. Auch wusste man damals schon, dass die Reduktion von Handelsrestriktionen das eine ist, ein freier Kapitalmarkt das

andere wäre. China verfügt aber über *kein* diesen Namen verdienendes *Bankensystem*. Die bestehenden Banken sitzen, ähnlich wie in Japan, auf einer Menge mutmasslich wertloser Aktiven und wären mithin sanierungsbedürftig. Der Chinese als Individuum sieht sich praktisch keiner Wahlmöglichkeit unter verschiedenen Anbietern gegenüber; seine enormen Ersparnisse muss er in höchst ineffizient arbeitende Institute tragen. Zwar tut sich offenbar vieles, aber noch mehr liegt nach wie vor im argen. Die Folge davon ist, dass China bis auf weiteres von einer Öffnung seines Kapitalmarkts und mithin von der freien Konvertibilität seiner Währung absehen muss. Alles andere hätte eine massive Flucht der Chinesen in Fremdwährungen zur Folge. Wer deshalb glaubt, eine „Freigabe“ des Renminbi hätte automatisch eine Aufwertung zur Folge, könnte sich arg täuschen. Die Bewertung von Währungen erfolgt nur zum Teil durch äussere Kräfte – die inneren darf man nicht einfach aus der Gleichung ausklammern! Es spricht aus diesen Gründen sehr viel für ein vorsichtiges, unter keinerlei Zeitdruck (eines amerikanischen Wahlkampfes) stehendes Vorgehen.

Ein zweites. Wer behauptet, die Chinesen produzierten „zulasten“ der klassischen Industrienationen, der verkennt das Ausmass an internationaler Arbeitsteilung, wie es heute bereits üblich geworden ist. Die Welt funktioniert bei weitem nicht so abgeschottet, wie sich das auf Territorien bedachte Politiker vorstellen. Die Analyse der *Handelsströme* von und nach China ergibt ein sehr *komplexes Bild*. Der Austausch innerhalb der südostasiatischen Wirtschaftsregion ist bei weitem höher, als man gewöhnlich annimmt. Südkorea exportiert heute bereits mehr Güter nach China als in die USA. Umgekehrt baut China derzeit einen Hafen auf den Yangshan-Inseln bei Shanghai, der in erster Linie der Exporttätigkeit in den pazifischen Raum dienen soll. Falsch ist auch die Meinung, der Handel mit den USA sei lediglich eine Einbahnstrasse. Das stimmt für Güter wie Textilien – soeben konnte man ja lesen, dass Levi Strauss seine letzte Produktionsstätte in den USA aufgeben werde, was Wasser auf protektionistische Mühlen giessen wird. Bei höherwertigen Produkten stimmt die Aussage aber schlicht nicht. Der Stanford-Ökonom Lau schätzt den chinesischen Wertschöpfungsanteil an den aus dem Reich der Mitte exportierten Gütern auf höchstens 30 Prozent, für die nach den USA verschifften Waren sogar auf höchstens 20 Prozent. China ist demnach eher eine riesige Fertigungsstrasse für andernorts hergestellte Komponenten. Das Aufwertungsargument für die chinesische Währung wird da-

durch insofern relativiert, als eine solcherart herbeigeführte Verteuerung der chinesischen Produktion lediglich einen kleinen Teil des Problems der negativen Leistungsbilanz der USA beeinflussen würde.

Ein drittes. Billige, qualitativ immer besser werdende Ware aus China ist nicht nur schlecht. Der westliche Konsument profitiert davon. Wal-Mart, Gap, nun auch Levi Strauss, aber auch die vielen Konsumgüter-Anbieter diesseits des Atlantiks könnten ihr Geschäft ohne den Warenfluss aus China schlicht vergessen. Eine zu rasche und rigorose Aufwertungspolitik des Renminbi würde der Konsumseite der Volkswirtschaft namentlich in den USA schaden. Stephen Roach, der Chefökonom von Morgan Stanley, berechnet den allfälligen Schaden aus den vorgeschlagenen Schutzzöllen allein für die Warenhauskette Wal-Mart auf rund 4 Milliarden US-Dollar.

Das alles soll nicht heissen, dass in der längeren Frist eine Anpassung der chinesischen Währung nicht unumgänglich wäre. Im Gegenteil. Freier Handel muss zwingend zu freierem und letztlich völlig freiem Kapitalverkehr führen. Dann werden sich die Chinesen über den neugeschaffenen Wohlstand freuen können und mit ihrer stärkeren Währung westliche Güter einkaufen, nach Honolulu und nach Mallorca in die Ferien fahren und die Dienstleistungen westlicher Banken, Unternehmensberater und Anwälte geniessen können. Gut Ding will aber etwas mehr Weile haben. Auf dem Weg dahin muss nämlich ein letztlich doch immer noch sozialistisches System aufgehört haben, als solches zu existieren. Freien Handel kann es auf die Länge ohne einen freien Kapitalmarkt nicht geben, beide zusammen aber nicht ohne die Freiheit und ohne minimale Rechte der Bürger.

4. Produktivität und Arbeitsteilung

Dass billige, qualitativ immer besser werdende Ware von anderswoher des Teufels sei, gehört seit je zum Repertoire der Protektionisten. Und man ertappt bald einmal den einen oder anderen, zuweilen auch sich selber dabei, wie schnell die Falle protektionistischer Argumente zuschnappt. Die Falle ist zweistufig gebaut. Die erste Stufe liegt in der falschen Perzeption der Bedeutung von Produktivität. „Wirtschaftliche Leistung pro Arbeitsstunde“ lautet eine der möglichen Definitionen, und insoweit scheint alles klar zu sein. Aber bereits hier beginnen die Irrtümer. Denn darüber, was „wirtschaftliche Leistungen“ sind und was nicht, entscheidet nicht irgend ein volkswirtschaftliches Planungsgremium, sondern einzig und allein der Markt,

indem er über die Nachfrage die Preissteuerung wahrnimmt. „Wirtschaftliche Leistungen“ waren einmal Kohle, Kerzen, Dampfmaschinen, Hufeisen, Hafersäcke und dergleichen. Heute sind es Mobiltelefone, DVD-Filme, Aufenthalte in Schönheitskliniken oder Disney-Parks und ähnliches. Der Markt kennt keine Richtlinien für sinnvolle oder weniger sinnvolle Verrichtungen und Produkte. Dementsprechend unvoreingenommen müssen auch Betrachtungen über die Produktivität und deren Wachstum sein. Das kostengünstigere Zusammennähen von blauen Lappen zu Blue Jeans ist nicht weniger wertvoll, aber auch nicht wertvoller als die zu einem höheren Preis applizierte Operation hängender Tränensäcke an einer übergewichtigen Amerikanerin.

Die Dynamik des gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Lebens wird es immer wieder mit sich bringen, dass verschiedene „wirtschaftliche Leistungen“ unterschiedlich bewertet werden. Gestern waren es Kohle und Kerzen, heute sind es Handies und DVD-Filme, morgen wird es irgendetwas anderes sein. Der Diskussion über die globale Arbeitsteilung wäre sehr viel an Emotionalität genommen, wenn die Vorstellungen nicht an der Kohle und den Kerzen von anno dazumal hängen geblieben wären. Immer und immer wieder dringt die Vorstellung durch, gearbeitet werde nur und erst, wenn ein physisches Gut erzeugt worden sei. Der operierte Tränensack würde dann kaum dazu gehören, die psychologische Telefonberatung für übergewichtige Amerikanerinnen schon gar nicht. Falsch. Produziert worden ist, wenn für eine bestimmte Leistung ein Preis erbracht wird. Wenn man über Produktionsverlagerungen zwischen Weltgegenden nachdenkt, tut man gut daran, sich auf das ökonomische Axiom der *Indifferenz* der individuellen Präferenzen zurückzubedenken.

Die zweite Stufe der Falle der Fehlperzeption liegt dann darin, zu glauben, die *gesteigerte Produktivität* des einen müsse zwingend volkswirtschaftlichen *Schaden* anrichten, weil die tiefere Produktivität des andern zu einem Wettbewerbsnachteil und am Schluss zur Produktionsaufgabe führen werde. Mit diesem Argument bekämpfte man früher den Bau von Eisenbahnen, weil sie nämlich die langsameren Kutschen zu verdrängen drohten, man bekämpfte die Elektrizität, weil sie die Kerzen- und Zündholzproduktion zum Einsturz brachte, man bekämpfte anfangs der Siebziger Jahre den Computer, weil er viele repetitive Arbeiten zum Verschwinden brachte, und so bekämpft man heute den Aufstieg Chinas in produktivere Arbeitsweisen.

Weshalb diese Angst vor höherer Produktivität? Weil das Absterben des Obsoleten konkret ist und beispielsweise am Verlust von Arbeitsplätzen gemessen werden kann, und weil der Wohlstandsgewinn, der durch den verminderten Arbeits- und Kapitaleinsatz entsteht, nur sehr indirekt und erst später sichtbar wird. Gesteigerte Produktivität, mehr Output pro Arbeitsstunde, weniger Aufwand pro geleisteten Output: Das setzt ja Kapazitäten für Anderes, Neues, Höherwertiges frei.

Es lohnt sich, ab und zu wieder einmal die Nase in die Belletristik des neunzehnten und des frühen zwanzigsten Jahrhunderts zu stecken. Ob Victor Hugo, ob Gerhart Hauptmann oder Charles Dickens, eines haben sie alle gemeinsam: Sie beschreiben die unglaubliche Armut, die damals in weiten Teilen Europas geherrscht hat. Das war die Zeit der Kutschen, der Kohle und der Kerzen. Es war aber auch die Zeit des Mangels und des Hungers, überlanger Arbeitstage und der Kinderarbeit. *Produktivitätsfortschritte* und *nur diese* haben unsere Gesellschaft von der Geißel solcher Armut befreit. (Wer sich noch tiefer mit der Materie befassen möchte, dem sei das Werk „Was für ein Leben, Schweizer Alltag vom 15. bis 18. Jahrhundert“ von Albert Hauser, Zürich 1987, empfohlen. Die vorindustrielle Zeit war in der Schweiz durch dramatische Mangelsituationen und die Notwendigkeit zur Emigration gekennzeichnet.)

Produktivitätssteigerungen sind ohne Produktionsverlagerungen nicht denkbar. Die Wirtschaft, oder besser gesagt, die einzelnen Unternehmungen werden in der Regel ja nicht produktiver, weil sie das unbedingt wollen, sondern weil sie müssen: Indem ein naher oder auch fernerer Konkurrent auftritt, der aus irgendeinem Grund effizienter, das heisst billiger produzieren kann. Man muss sich anpassen, muss investieren, oder man geht irgendwann unter. Aus demselben Grunde muss es immer wieder zu neuen Arbeitsteilungen kommen – einmal lohnt es sich, Textilien im Zürcher Oberland herzustellen, später ist dies angesichts der Konkurrenz aus China nicht mehr denkbar, und lediglich das Design und der Verkauf können zu vertretbaren Bedingungen noch aus der Schweiz heraus betrieben werden. Später stellt man plötzlich fest, dass für eine ganz bestimmte, hochwertige Ware die hiesige Produktion doch wieder in Frage kommt. Wenn „hochwertig“ zum Beispiel „time to market“ bedeutet, dann sind die langen Wege nach Fernost und zurück und die schwierigere Kommunikation über die Kontinente hinweg allzu mühsam, zu kostspielig, zu wenig effizient.

Arbeitsteilung ist eine äusserst dynamische Angelegenheit. Wir haben oben behauptet, China sei im wesentlichen eine riesige Fertigungsstrasse für halbfertige Produkte, die andernorts produziert worden sind. Das stimmt vermutlich nur noch für eine kurze Zeit. Aus Kreisen schweizerischer Exportunternehmer verläutet ganz klar, dass in China enorme Anstrengungen im Gange sind, die Produktion in umfassenderer Weise in die Hand nehmen zu können. Das wird unter anderem bedeuten, dass die westliche Maschinenindustrie unter Druck geraten wird und dass man möglicherweise gut daran tut, durch Direktinvestitionen in China diesen Entwicklungen zuvorzukommen.

Produktivitätsfortschritte werden immer eine *sachliche* und eine *örtliche* Komponente haben. Die örtliche Komponente, das Absterben also ganzer Produktionskapazitäten in grösseren oder kleineren Regionen, wird auch immer Gegenstand erbitterter Gegenwehr sein, und wird auch immer Objekt politischer Einflussnahme bleiben. Strukturhaltung wird immer ein politisches Ziel bleiben, weil die Struktur konkret ist, der Wohlstandsgewinn aus dem Produktivitätsfortschritt und aus der internationalen Arbeitsteilung immer nur visionär sein kann. Wenn eine ganz grosse Gegend auf dieser Welt zu wirtschaftlichen Sprüngen ansetzt, dann darf man sich deshalb über den Widerstand nicht wundern. Ironischerweise, aber auch logischerweise kommt dieser nun aus dem Kreis von Nationen, die sich dem Freihandel verschrieben hatten und zu diesem Zwecke auch eine entsprechende internationale Organisation betreiben.

5. Gar kein Ungleichgewicht?

Holzschnittartig haben wir weiter oben die teilweise bereits existierende, teilweise sich anbahnende globale Arbeitsteilung skizziert: Europa als Altersheim, die USA als Konsumtempel und der Ferne Osten als hocheffiziente Arbeitsstätte. Der Holzschnitt ist nun aber doch allzu grob geraten. Denn er verkennt die höchst komplexe, vieldimensionale Verzahnung einer schon weitestgehend globalisierten Wirtschaft. Europa ist nicht nur alt, sondern auch ziemlich innovativ, verfügt über äusserst erfolgreiche, international operierende Konzerne, die mit hoher Dynamik in Fernost und namentlich in China investieren. Die Amerikaner sind auch nicht lediglich selbstverliebte Konsumenten, sondern verfügen auch noch über ein Hochschulsystem, aus dessen Umfeld weltweit die meisten Erfindungen stammen. Und sie betreiben einen Kapitalmarkt, ohne den jegliche Investitionstätigkeit weltweit zum Erlie-

gen käme. Und was sie auch noch tun: Sie sorgen als einzige auf globaler Stufe für Sicherheit.

In dieser *Sicherheitsproduktion* liegt der Schlüssel für das Verständnis der heutigen Weltwirtschaftsordnung. Es fällt derzeit natürlich namentlich in Europa schwer, einigermaßen wertefrei über das Thema der Weltsicherheit zu diskutieren. Erstens bereitet der Abschied von früher vielleicht gerechtfertigtem Grossmachtdenken offensichtlich Mühe. Dennoch ist und bleibt es ein Faktum, dass ohne die Amerikaner auf operativer Stufe nichts, aber auch gar nichts funktionieren kann. Zweitens pflegt man in Europa immer noch die Illusion eines funktionierenden Multilateralismus und hat grösste Mühe, das eigenmächtige Vorgehen der Regierung Bush im Irak-Konflikt nachzuvollziehen. Drittens, und damit zusammenhängend, wähnt man sich im Zustand der faktischen sicherheitspolitischen Handlungsunfähigkeit als moralisch überlegen.

Dennoch, und angesichts der vielen Fehler, welche die Amerikaner auf ihrem ersten imperial geprägten Raid begangen haben, mit viel Verständnis für die europäische Position: Die Sicherheit der Weltmeere, die Sicherheit des internationalen Luftraums, und die Sicherheit am Boden vor nächsten und immer gefährlicher werdenden Terroraktivitäten liegt praktisch allein in amerikanischen Händen. Die Geschichte wird voraussichtlich zeigen, dass die Amerikaner mehr nolens als volens in die Monopolsituation in Sachen Sicherheit gestolpert sind, denn eine Demokratie ist an sich für das Durchziehen imperialer Strategien denkbar ungeeignet. Es war der 11. September 2001, von seinen Urhebern als Schlag gegen den angeblichen amerikanischen Imperialismus gedacht, der zynischerweise den Stolperschritt in just diese imperiale Monopolsituation nach sich zog: Die Einsicht, ja die beinahe religiös begründete Überzeugung, dass es der amerikanischen Nation obliege, auf diesem Globus für Sicherheit zu sorgen. Um den Beweis, dass man dazu auch imstande ist, gegenüber der ganzen Welt demonstrativ zu erbringen, brauchte man möglichst rasch ein paar geeignete Objekte, die zunächst mit Afghanistan und später mit Irak auch bald einmal gefunden wurden. Beides militärisch schwache Gegner, welche die Amerikaner vermutlich in erster Linie deswegen und nicht wegen ihrer objektiven Gefährlichkeit für die Weltsicherheit ins Visier nahmen. Sonst hätte man sich vermutlich eher an Nordkorea und den Iran halten müssen. Im Zuge dieser Machtdemonstrationen war es wichtig, durch Desavouierung der multinationalen Körperschaften, namentlich der Uno, die eigene Hand-

lungsfähigkeit zu beweisen und Blockierungsversuche durch ehemalige Grossmächte im Sande verlaufen zu lassen.

Man kann die Vorgehensweise als missglückt erachten oder als unmoralisch verurteilen, das Faktum der Monopolsituation der Amerikaner in sicherheitspolitischen Belangen bleibt jedoch bestehen, und man wird sich wohl oder übel für absehbare Zeit auch darauf einstellen müssen. Die Sicherheit der Weltmeere, die Sicherheit des Luftraums, mehr Sicherheit am Boden: Das sind ökonomisch gesehen *öffentliche Güter*, welche typischerweise die Eigenschaft haben, dass sie konsumiert werden können, ohne dass sie verzehrt werden, und für deren „Gebrauch“ üblicherweise nur schwer ein Preis gefordert werden kann. Normalerweise stellt sich deshalb das Problem der Finanzierung von öffentlichen Gütern und damit auch das Problem einer zu tiefen Produktion. Konkret: Wenn die USA dafür sorgen, dass China und Japan problem- und gefahrlos Öl aus dem Mittleren Osten beziehen können, dann handelt es sich dabei um eine solche Konsumation des öffentlichen Guts Sicherheit durch die Chinesen und die Japaner. Für beide Länder ist eine sichere Ölversorgung ein Schlüsselfaktor für die weitere wirtschaftliche Entwicklung. Wenn die USA dafür sorgen, dass sich Pakistan gegenüber Indien einigermaßen vernünftig verhält, dann profitiert Indien vom öffentlichen Gut Sicherheit in dieser Region. Und wenn durch die Machtdemonstration im Irak jegliches Regime im Mittleren Osten weiss, dass ihm ähnlich geschehen könnte, und es sich künftig deshalb einigermaßen zivilisiert verhält, dann konsumiert insgesamt die ganze Welt von diesem Sicherheitsgewinn, unter anderen auch die Europäer, nota bene.

Internationale Sicherheit ist ein öffentliches Gut, das, wenn es durch einen Monopolisten produziert wird, auch in Rechnung gestellt werden kann. Die Japaner, die Chinesen und in vermindertem Ausmass die Inder und viele andere aufstrebende Volkswirtschaften bezahlen ihren Obolus, indem sie Dollarguthaben in ihren Währungsreserven anhäufen und damit eine mutmasslich abwertende Währung als Aktivum in Kauf nehmen. Sie kaufen die Treasury Bills, Notes und Bonds, welche die Amerikaner zur Finanzierung ihres Staatshaushalts brauchen, und bewahren die Amerikaner vor der Notwendigkeit einer Innenfinanzierung, die ja nur durch erhöhte Sparanstrengungen zu erreichen wäre. Tun das die Notenbanken der genannten Länder freiwillig? Sicher nicht. Aber der US-Dollar ist und bleibt angesichts der machtpolitischen Ge-

gebenheiten nun halt auf absehbare Zeit hinaus die einzige Währung, die in den meisten denkbaren Fällen die Konvertibilität sicherstellt.

Damit schliesst sich der Kreis und relativiert sich auch die Bedeutung des amerikanischen Doppeldefizits. Die USA *müssen* sich auf irgendeine Weise für ihre Sicherheitsproduktion entschädigen lassen. Es zeichnet sich diesbezüglich übrigens noch eine andere Art von sicherheitspolitischer Arbeitsteilung ab. Den *Europäern* und den einschlägigen internationalen Organisationen wird die Rolle der *Aufräumequipe* zugedacht, wobei die USA darauf bedacht sind, auch in dieser Phase die Vormachtstellung beibehalten zu können. Unilateralismus beim Zuschlagen, Multilateralismus bei den Folgearbeiten: So lautet der imperiale Führungsansatz der USA. Damit dürfte auch die Rolle der Nato und eines künftigen europäischen Sicherheitsorgans definiert sein.

6. Anlagestrategische Folgerungen

Es gibt ein paar unmittelbare und auch kürzerfristig gültige Folgerungen aus der skizzierten Weltwirtschaftsordnung. Der beschriebene Dollarkreislauf weist für die Amerikaner erhebliche Anreize auf, weder das Budgetdefizit zu verringern, noch die private Konsumtätigkeit zugunsten einer höheren Sparquote wirklich zu normalisieren. Damit dürfte die amerikanische Währung eher der Schwäche, denn der Stärke zuneigen, zumal sich die USA durch eine Abwertungspolitik des Dollars auch kaum importierte Inflation einhandeln. So lange das Erdöl in Dollar bezahlt wird, gibt es diesbezüglich kaum Probleme!

Dennoch dürfen selbstverständlich die Risiken dieses Kreislaufs nicht ausser Acht gelassen werden. Zum einen hat sich in den USA aufgrund der höheren privaten und öffentlichen Verschuldung ein erhebliches Zinsrisiko aufgebaut. Steigende Zinsen hätten verheerende Folgen in der rasch sinkenden Zahlungsfähigkeit von stark verschuldeten Individuen und Körperschaften wie auch erkleckliche Auswirkungen in der Bewertung der Aktiva. Das zweite Risiko ist sachlicher Natur. Die Sicherheitspolitik ist nur so lange ein wertvolles öffentliches Gut, als sie, grosso modo selbstverständlich, erfolgreich ist. Ein gröberes Versagen wie zum Beispiel die immer wieder angedrohte Plazierung einer „Dirty Bomb“ durch Terroristen auf dem amerikanischen Kontinent könnte das Vertrauen in die Fähigkeiten

der Amerikaner, der internationalen Sicherheit auch tatsächlich zu mehr Nachhaltigkeit zu verhelfen, in den Grundfesten erschüttern. Die weltweite Flucht in ein anderes Medium der Konvertibilität, zum Beispiel Gold, wäre die unausweichliche Folge eines solchen Ereignisses.

Längerfristig stellen sich noch ganz andere Fragen. Ist es intelligent, sein Geld ausschliesslich nach Rom zu tragen, in die Schaltzentrale des Imperiums? Trifft der Monopolcharakter, wie wir ihn für die sicherheitspolitischen Belange beschrieben haben, denn auch für die weltwirtschaftlichen Bereiche zu? Eben gerade nicht. Die Welt wird immer arbeitsteiliger werden. China wird höherwertige Güter zu produzieren versuchen, sich vermehrt dem Konsum zuwenden. Produktion wird auch wieder in unsere Längengrade zurückfliessen, wenn wir unsere strukturpolitischen Hausaufgaben gemacht haben werden. Komponentenherstellung und Fertigung werden sich vermischen, so dass man am Schluss kaum mehr feststellen können wird, woher ein Gut eigentlich kommt. Wertschöpfung wird mit anderen Worten über den Globus verteilt stattfinden. Dementsprechend muss eine Anlagestrategie global ausgerichtet sein, wobei die konkreten Investitionsvehikel mit viel Bedacht gewählt werden müssen. Denn so hochentwickelt an bestimmten Orten in Fernost die Produktion sein mag, so archaisch ist vielfach der Rechtsstaat ausgebildet. Einwandfrei funktionierende rechtsstaatliche Mechanismen sind aber die Grundvoraussetzung dafür, dass man irgendwohin auf der Welt Geld schicken sollte, sei es zur Leihe, sei es zum Kauf von Eigentumsanteilen. Der interessierte Leser findet in der Beilage „Märkte auf einen Blick“ diesbezüglich konkrete Vorschläge zum Aufbau eines angemessenen Fernost-Exposures in weltweit diversifizierten Portefeuilles.

Ein letztes. Wenn die USA das neue Rom sind, dann sollte man auch an Byzanz denken. Byzanz hat Rom um tausend Jahre im Überleben geschlagen. Wir spielen nicht ganz ungerne mit dem Gedanken, dass China das neue Byzanz werden könnte. Darauf müsste man sich dann rechtzeitig einrichten.

