

Wachsen, weil man muss

1. Der Zusammenhang von Aktien mit Äpfeln und Diamanten

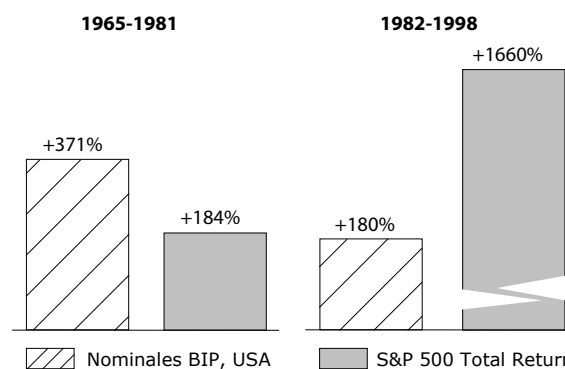
Kaum eine anlagepolitische Analyse, die nicht mit einem Überblick über die konjunkturellen Verhältnisse begänne. Als nächstes werden dann jeweils die monetären Rahmenbedingungen behandelt, was Überlegungen zur Zinssituation miteinschliesst; solche wiederum kann man kaum vornehmen, ohne die Währungsrelationen behandelt zu haben. Nach einigen Windungen rückwärts zum Wirtschaftswachstum und vorwärts zu Inflations- oder, je nach Stimmung, Deflationserwartungen landet man früher oder später schliesslich bei den Aussichten für die Aktienmärkte, also dort, wo das Leserinteresse angesichts des hohen Gewinn- oder Verlustpotentials dieses Anlagesegments verständlicherweise am grössten ist. Die Reihenfolge der Überlegungen suggeriert Kausalität: Hohe Gewinnerwartungen an den Aktienmärkten werden mit günstigen konjunkturellen Aussichten, tiefen oder sinkenden Zinsen, einigermaßen vernünftigen Währungsrelationen und der Abwesenheit von Inflation oder Deflation begründet.

Wenn das alles nur so einfach wäre! Ein einfaches Input-/Output-Modell, Konjunktur, Zinsen, Währungen usw. rein, Renditeerwartungen für die Aktienmärkte raus, schön maschinell planbar – das würde nicht nur den Verfasser dieses Anlagekommentars von künftigen, mühselig erkämpften Analysen befreien. Der Blick auf ein paar Daten aus der Vergangenheit lehrt nun aber, dass es eine so einfach-modellhafte Kausalität nicht geben kann. Die nachfolgende Grafik stellt das Wachstum der US-Wirtschaft und die Kursgewinne an den amerikanischen Börsen in zwei verschiedenen Zeiträumen dar.

Die Siebziger- und frühen Achtzigerjahre des 20. Jahrhunderts waren bekanntlich geprägt durch mehrere Inflationsschübe, durch die Ölkrisen von 1973/74 und 1979/80, durch den demoralisierenden Vietnamkrieg und eine Reihe eher farbloser, teilweise unfähiger amerikanischer Präsidenten. Mit Ronald Reagan kam anfangs der

Achtzigerjahre die Wende. Die USA fanden zu neuer Zuversicht und Kohärenz zurück. Erstaunlicherweise wuchs die amerikanische Wirtschaft in diesem Zeitraum aber in deutlich geringerem Ausmasse als in der vorangehenden Dekade. Umgekehrt das Kurswachstum an den Aktienmärkten. 184 Prozent, auf siebzehn Jahre verteilt, ergibt gerade einmal eine annualisierte Rendite von 6,2 Prozent. Demgegenüber konnte sich der Investor ab 1982 an 18,4 Prozent pro Jahr erfreuen.

Hohes Wirtschaftswachstum – tiefe Rendite?



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Bloomberg, eigene Darstellung

Das verwirrt schon einigermaßen. Wenn es stimmt, dass Aktienkurse etwas mit der Ertragsituation der Unternehmungen zu tun haben, deren Eigenmittel die Aktien ja repräsentieren, und wenn es so ist, dass die Ertragslage etwas mit der konjunkturellen Situation zu tun hat, in welche sich die Unternehmungen bewegen, dann müsste es doch auch zutreffen, dass die Aktienkurse in Abhängigkeit zum Wirtschaftswachstum stehen! Alles andere würde ja bedeuten, dass Aktienkurse völlig losgelöst von jeglichen realwirtschaftlichen Gegebenheiten, quasi wie im Casino, zustandekämen, nicht wahr? Ein Vorwurf, wie er häufig von Fundamental-Antikapitalisten geäussert wird.

Aus ökonomischer Sicht liegt weder eine einfache Kausalität zwischen „Wirtschaftswachstum-Unternehmensgewinne-Aktienkurse“ vor, noch trifft der Vorwurf zu, die Börsen seien lediglich ein Spielplatz für die ach so bösen Spekulanten. Aktienkurse sind *Preise* für Eigenmittelanteile

an Unternehmungen und unterscheiden sich als solche nur unwesentlich von Preisen für Äpfel oder für Diamanten. Für Preise gibt es nach ökonomischer Auffassung keine objektivierbaren Kriterien. Preise kommen zustande, weil eine Anzahl von Individuen mit höchst individuellen Auffassungen ein Gut zu ihnen richtig erscheinenden Bedingungen tauscht. Dass ein Stücklein reinen Kohlenstoffs derart viel wert sein soll, obwohl man es weder essen noch trinken kann, währenddem ein wunderbares Naturprodukt, um dessentwillen immerhin die Menschheit sich aus dem Paradies vertreiben liess, nur einen Bruchteil des Diamantenpreises erzielen kann – das hängt allein von der individuellen Vorstellung über den ökonomischen Nutzen ab. Insgesamt können diese Vorstellungen über die Zeit hinweg erheblich schwanken. So gab es eine Periode, in der in Holland für Tulpenzwiebeln ganze Vermögen hingelegt wurden. Und so gab es, ab Anfang der Achtzigerjahre eben, eine Zeit, in welcher Investoren offensichtlich immer mehr Freude an amerikanischen Aktien bekamen, objektivierbare Kriterien wie Wirtschaftswachstum und Unternehmensgewinne hin oder her.

2. Kurs-/Gewinnverhältnis bei 30 oder bei 3?

Selbstverständlich gibt es umfangreiche Versuche, diese individuelle und letztlich alles bestimmende Komponente der Preisbildung für Aktien doch irgendwie in den Griff zu bekommen, denn auf solchen Erkenntnissen fussen dann ja die Anlageentscheide. Das Kurs-/Gewinn-Verhältnis ist eine Zahl, welche Angaben über die Beliebtheit von Aktien scheinbar wiedergibt. Wird vergleichsweise viel bezahlt für Anteile am künftigen Unternehmenserfolg, mithin also für Anteile am Eigenkapital, dann liegt die Zahl vergleichsweise hoch, zum Beispiel bei 20, 25 oder gar 30 und mehr. Die Bereitschaft, einen hohen Preis im Vergleich zum tatsächlich erwirtschaftetem Erfolg zu entrichten, impliziert Erwartungen an happige Steigerungen des künftigen Erfolgs. Werden sie enttäuscht, sinkt die Freude der Investoren in der Regel schlagartig, das Kurs-/Gewinn-Verhältnis reduziert sich auf beispielsweise 15 oder gar 10 und weniger.

Das scheint einfach und trivial, ist es aber nicht. Weshalb? Zum einen schwanken die typischerweise am Markt geltenden Kurs-/Gewinn-Verhältnisse über die Zeit, als wären sie von einer unsichtbaren Hand geleitet. Äpfel werden beliebter, dann Diamanten, und niemand kann so recht erklären, weshalb dies geschieht und wann der Wechsel erfolgt. Es scheint einen Durchschnittswert zu geben, um den die Anlegerfreude schwankt, und dieser liegt bei etwa 15.

Preisbildungen über dieser Zahl, wie wir sie zur Zeit bereits wieder in den USA beobachten (das Kurs-/Gewinn-Verhältnis liegt für viele Aktien bei 25 und darüber), müssen aufgrund dieser Überlegung als „hoch“ oder sogar „deutlich überbewertet“ eingestuft werden, wobei diese wertende Ansicht natürlich impliziert, dass den Steigerungen des künftigen Erfolgs Grenzen gesetzt sind.

Zum andern ist die Angelegenheit deshalb nicht trivial, weil sich die Frage stellt, welche „Earnings“, welcher Unternehmenserfolg, überhaupt relevant sind. Die Preisfindung beruhe auf einem individuellen Nutzen-Entscheid, haben wir gesagt. Wenn das so ist, dann müsste der individuelle Nutzen auch in Rechnung gestellt werden, und dann wäre es nicht von Belang, in welcher Höhe die „Earnings“ die Unternehmungen verlassen, sondern in welcher Form sie beim individuellen Investor eintreffen, und welche Folgen sie bei ihm erzeugen. Wird ihm der Gewinn einfach weggesteuert? Kann er ihn ohne weiteres wieder investieren? Muss er für die Bewirtschaftung ganze Heere von Beratern einstellen? Der amerikanische Ökonom Arthur Laffer, bekannt durch die nach ihm benannte Kurve über das Verhältnis zwischen Steuereinnahmen und Höhe des Steuersatzes, hat kürzlich ein neues, die individuelle Nutzenfunktion berücksichtigendes Kurs-/Gewinnverhältnis eingeführt. Er argumentiert, dass seit den Fünfzigerjahren des vergangenen Jahrhunderts die individuelle Steuerlast für „Earnings“ kontinuierlich gesunken sei. Zusammen mit tiefen Zinsen, welche – in der individuellen Nutzenfunktion – Anlagealternativen im Geld- oder im Obligationenmarkt als unattraktiv erscheinen lassen, ergebe sich ein Kurs-/Gewinn-Verhältnis von etwas mehr als 3 für die S&P 500-Aktien, oder anders gesagt: Der *amerikanische Aktienmarkt sei so billig wie noch nie*. Ein klares Kaufsignal – erfrischend in einem Umfeld, das von Bedenkenträgern jeglicher Couleur nur so strotzt. Allerdings will uns scheinen, dass bereits im Frühjahr 2000 gemäss Laffer ein solches Kaufsignal resultiert hätte. Ob man sich deshalb auf Laffer für Anlageentscheide darauf verlassen soll, sei dahingestellt.

Man kann es drehen und wenden wie man will, man kann Quotienten und deren Veränderungs-raten analysieren bis ans Ende aller Zeiten: Das Problem der relativen Beliebtheit von Äpfeln und Diamanten löst man nicht, und vor allem scheint nur schwer prognostizierbar zu sein, wann welche Stimmung aufkommen wird. Nach Laffer müsste die Welt endlich erkennen, wie günstig amerikanische Aktien sind, nach ande-

ren, ebenso prominenten Auguren wie Warren Buffet, Robert Shiller und Andrew Smithers haben die Bewertungen bereits jedes Mass an Vernunft überschritten. Gemäss Laffer müsste die amerikanische Wirtschaft nur unbedeutend wachsen, um die heutigen Preise für Aktien zu rechtfertigen; geht es nach den Vorstellungen der Überbewertungs-Pessimisten, dann müssten sich die künftigen Cash-Flows der US-Unternehmungen innert kurzer Zeit verdoppeln, verdreifachen oder vervielfachen, was natürlich angesichts der schon heute wieder satten Gewinnsituation und der grosszügigen Margenverhältnisse eine fragwürdige Sache wäre. Was sollen wir also von der Divergenz halten? Vermutlich liegt man mit der folgenden Interpretation nicht ganz falsch: Die eine Sichtweise ist so richtig, aber auch so fragwürdig wie die andere. Künftige Entwicklungen *unterliegen Wahrscheinlichkeiten*, sind also nicht determinierbar. Es *kann* sein, dass „Amerika“ überbewertet ist, wenn all das zutrifft, was die Pessimisten befürchten. Es *kann* aber auch sein, dass alles eben doch anders, besser, herauskommt, dass also Produktivitäts- und Wirtschaftswachstum durch alle Böden schiessen, oder dass überdies Herr Laffer mit seinen ganz tiefen Wachstumsnotwendigkeiten recht hat. Sehr viel weiter bringen einen beide Extrempositionen also nicht.

Die Aktienmärkte geben uns über die Optionspreise Signale über die Einschätzung der Wahrscheinlichkeit verschiedener – extremer oder weniger extremer – Entwicklungspfade. Die derzeit sehr tiefen Volatilitäten weisen darauf hin, dass der Markt derzeit eher von einer Normalität künftiger Entwicklungen ausgeht. So gesehen wären die Extrempositionen sowohl von Herrn Laffer als auch von den Fundamentalpessimisten unangebracht, und der Anleger täte gut daran, mit einer allfälligen Untergewichtung seiner Anlagen in den USA das derzeitige Wahrscheinlichkeits-Set in engen Grenzen zu halten.

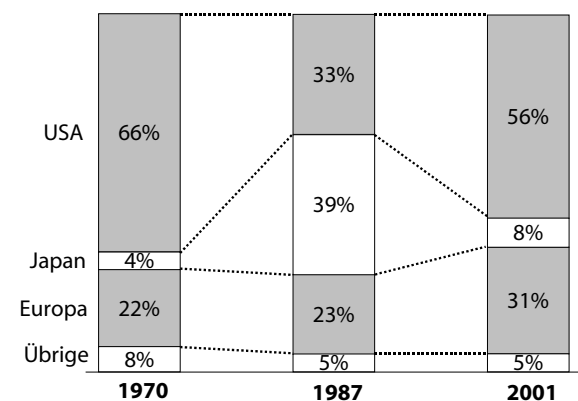
3. Die Welt ist weniger global, als man meint

Selbst dann, wenn man das Kurs-/Gewinn-Verhältnis nach Laffer als unpraktikabel verwirft, scheint es uns richtig, ein zentrales Element aus der Argumentation festzuhalten und zu reflektieren: Aktienkurse sind als Preise das aggregierte Resultat einer auf individuellen Nutzenfunktionen beruhenden Nachfrage und sind deshalb von der objektiven und subjektiven Befindlichkeit des Individuums nicht zu trennen. Das Kurs-/Gewinn-Verhältnis als Vergleichsmassstab über ganze Wirtschaftsregionen der Welt müsste diese jeweilige Befindlichkeit miteinschliessen, es sei denn, die ganze Welt be-

stände aus gleichmässig global investierenden Individuen.

Das trifft aber nicht zu. Der Amerikaner, er ganz besonders, investiert vor allem in den USA, der Deutsche in Deutschland, der Franzose in Frankreich; nur der Schweizer und mit ihm eine kleine Gemeinde von traditionell globalisierten Anlegern wagen sich einigermaßen aufs globale Parkett hinaus. Weltweit findet nur sehr beschränkt eine Arbitrage zwischen den Regionen statt. Die Kapitalströme lassen sich offenbar nur sehr langsam umlenken.

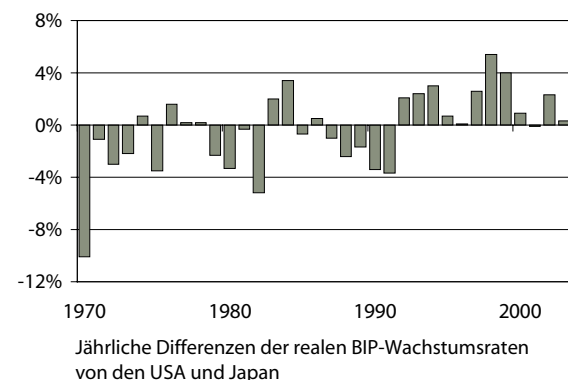
Regionenanteile an der Welt-Börsenkapitalisierung



Quelle: MSCI, eigene Darstellung

Obenstehende Grafik zeigt auf, wie sich die Attraktivität verschiedener Weltregionen, gemessen an der Gesamtkapitalisierung ihrer Aktienmärkte, über die Zeit entwickelt hat. Die Unterschiede im Zeitablauf können jedoch sehr stark ausfallen, wenn man das Beispiel Japan betrachtet, und gewisse Wirtschaftsregionen scheinen über längere Zeit bereits deutlich untervertreten zu sein, wenn man beispielsweise an Europa mit immerhin doch gewichtigen Volkswirtschaften wie Deutschland denkt.

Unterschiede BIP-Wachstumsraten



Quelle: Datastream, eigene Darstellung

Setzt man, wie in vorhergehender Grafik, die Differenzen der realen jährlichen BIP-Wachstumsraten von den USA und Japan in einen zeitlichen Bezug, dann zeigt sich auch hier, dass nur sehr beschränkt von einer verlässlichen Beziehung gesprochen werden kann. Wirtschaftliche Bedeutung kommt und geht, Börsenkapitalisierung kommt und geht, alles ist im Fluss, und keiner scheint zu wissen, warum, wann und in welchem Ausmass. Schöne Aussichten für den Prognostiker und für den Anlageberater – man möchte, man sollte das Geld ja dahin fließen lassen, wo nächstens die Post abgeht!

So wenig Erklärungsgehalt ist unbefriedigend, selbst für den Verfasser dieses Anlagekommentars, der ja notorisch auf das sehr beschränkte Wissen über komplexe Zusammenhänge hinweist. Vielleicht müsste man es einmal damit versuchen, die *Kausalität umzukehren*. Also nicht: Hohes Wirtschaftswachstum, darum hohe Unternehmenserträge, darum Kursgewinne bei den Aktien, sondern vielmehr: Aufbau einer Erwartungshaltung durch Investitionen an den Aktienmärkten, gefolgt von einer erzwungenen höheren Unternehmensrentabilität, führend zu einem zwangsweise höheren Wirtschaftswachstum. Das Gedankenspiel sei am Exempel von Deutschland ausgeführt.

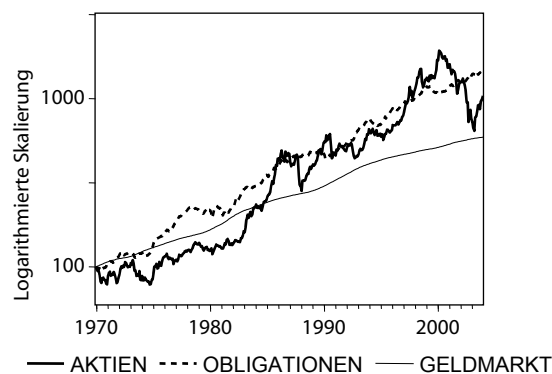
4. Der Zwang zur Aktie

Nehmen wir als Rahmenbedingungen einmal an, der technologische Fortschritt habe zu einer nachhaltigen Folge von Produktivitätssteigerungen in der Wirtschaft geführt (was zweifelsohne für die letzten Jahre zutrifft). Ferner habe die weltpolitische Situation dazu geführt, dass mittels Auslagerungen den Restriktionen des eigenen Arbeitsmarktes immer besser ausgewichen werden kann (auch dies eine unseres Erachtens sehr realistische Annahme). Schliesslich sei aufgrund der Bevölkerungsstruktur absehbar, dass die Binnennachfrage tendenziell eher schwächer werde. Wenn diese Annahmen zutreffen, dann dürfte ein ausgesprochen nicht-inflationäres Umfeld mit nachhaltig tiefen Zinsen die logische Folge sein.

Nachhaltig tiefe Zinsen, wenig oder kein Inflationsdruck: Das sind Rahmenbedingungen, denen der Deutsche als Individualanleger wie auch die Deutschen als Kollektiv in der Nachkriegszeit kaum je ausgesetzt waren. Die Tatsache, dass jenseits des Rheins ein Zinsbetreffnis „Rente“ heisst, lässt allein schon auf die besondere Denkweise in diesem Land schliessen: Dass nämlich Zahlungsströme aus ausgeliehenem Geld so regelmässig und in einer Höhe fließen,

dass daraus der Lebensunterhalt im Sinne der Rente eines Pensionierten finanziert werden kann. Dies war auch während Jahrzehnten der Fall. Die nachfolgende Grafik veranschaulicht deutlich, dass für Deutsche der Aktienmarkt seit 1970 nur sehr sporadisch und ganz und gar spärlich der den Obligationen und den Geldmarktanlagen überlegene Ort für Investitionen war. Es lohnte sich während sehr langer Zeit schlicht nicht, die zusätzlichen Risiken eines Aktienengagements einzugehen.

Aktienanlagen lohnten sich in Deutschland kaum je



Quelle: Globalfindata, Bloomberg, eigene Darstellung

Zunehmende Steuersätze auf Zinseinkommen und immer tiefere Zinssätze sowohl im Geldmarkt als auch bei den längerfristigen Obligationen haben die Nutzenfunktion des deutschen Individuums drastisch verändert. Von Zinseinkommen lässt sich nun schlicht nicht mehr leben, das Wort „Rente“ ist obsolet geworden. Der Deutsche wird, falls die genannten Rahmenbedingungen einigermaßen stabil bleiben, mit seinen Ersparnissen Zuflucht im Aktienmarkt suchen *müssen*. Aber nicht nur die individuelle Nutzenfunktion hat sich verändert, vielmehr wird sich selbstverständlich die Finanzierung der deutschen Wirtschaft zwangsweise drastisch ändern. Wenn mit Sparguthaben auf Banken keine minimale Rendite mehr erzielt werden kann, dann ist es auch vorbei mit der ganzen Kreditschwere der deutschen Unternehmensfinanzierung. Der überaus gewichtige Einfluss der Banken wird sich drastisch reduzieren. Eigenmittelfinanzierungen werden an die Stelle von Bankkrediten treten, was übrigens auch absolut wünschbar ist, weisen doch namentlich deutsche Klein- und Mittelbetriebe eher geringe Eigenmitteldecken auf. Dieses strukturelle Defizit ist mit Sicherheit für die derzeitige Wachstumsmisere mitverantwortlich. Die Risikofähigkeit und insbesondere auch die Möglichkeit zu kraftvollen Investitionsvorhaben halten sich dadurch in engem Rahmen; ebenso herrscht aufgrund der

Fremdmittelorientierung eine weitgehend gewerblich orientierte Sicht, was die Übernahmefähigkeit betrifft. Dass es unter solchen Rahmenbedingungen an Investitionsfreude und damit an Wachstum mangelt, erstaunt kaum.

Es ist absehbar, was in den nächsten Jahren geschehen wird. Die Deutschen werden sich aufgrund fehlender Alternativen dem Aktienmarkt zuwenden müssen. Zurzeit halten deutsche private Anleger 6 Prozent, Institutionelle rund 9 Prozent Aktienanlagen. Da gibt's wahrlich noch einen Spielraum. Interessant ist übrigens, dass Deutschland bis vor dem ersten Weltkrieg bei weitem aktienfreundlicher war: Eine bedeutend höhere Zahl von Unternehmungen war damals in Form einer AG organisiert als heute. Die Kriege und die gezielte Vernichtung bzw. Vertreibung der (aktienfreundlichen) Juden führten zu der heute vorherrschenden ständestaatlichen Struktur der deutschen Wirtschaft. Das wird sich, wie gesagt, ändern, und zwar nicht, weil irgendjemand dies besonders wollte, sondern weil das Individuum *muss* und weil mit ihm das System *muss*.

5. Volkskapitalismus contra Reformstau

Nun wird man entgegenhalten, die Situation in Deutschland sei bezüglich der Ineffizienz des Arbeitsmarkts, der Höhe der Steuerlast, der Grosszügigkeit des Sozialstaats und des Subventionswesens, der Regulierungsfreudigkeit und des Neides gegenüber Besserverdienenden so hoffnungslos verkorkst, dass eine Hinwendung zur Aktie im Desaster enden müsse. Es sei, Reform-Rhetorik der regierenden Koalition hin und Reform-Bekenntnisse der Opposition her, völlig undenkbar, dass es dereinst deutschen Unternehmungen im Inland möglich würde, Belegschaften so zu bewirtschaften, wie dies beispielsweise in den Vereinigten Staaten möglich ist. Das Mitspracherecht sei in der sozialen Marktwirtschaft so verankert wie die Zugspitze in den bayrischen Alpen, an eine Verminderung der Machtansprüche von Gewerkschaftsfunktionären sei nicht zu denken. Die Subventionen hätten praktisch alle Teile und Schichten der Bevölkerung erfasst, weshalb Kürzungen politisch kaum durchsetzbar seien, ja nicht einmal ernsthaft in Angriff genommen werden könnten. Dem Durchschnittsdeutschen gehe es ohnehin nur um Besitzstandwahrung, dem Einbau wachstumsorientierter Anreizsysteme ins sozialstaatliche Geflecht sei a priori enge Grenzen gesetzt.

Wer so argumentiert, denkt rein politisch und verkennt die Kraft von ökonomischen Gesetzmässigkeiten. Wir haben oben dargelegt, wes-

halb es unter den gegebenen Umständen zu einer Umschichtung von Kapital weg vom verzinslichen Bereich der Geldmarkt- und Obligationenanlagen zur Aktie hin kommen *muss*. Aktienanlagen sind risikoreicher als festverzinsliche Anlagen, und weil sie das sind, müssen sie auch mehr rentieren. Mehr rentieren können sie aber nur, wenn die Unternehmungen zu einer besseren Rentabilität finden, und das tun sie nur, wenn sie dazu gezwungen werden. Höhere Rentabilität ist nämlich gleichbedeutend mit anderen, effizienteren Strukturen, mit Entlassungen, mit Investitionen, mit der Einstellung neuer Arbeitskräfte, mit neuen Lohnmodellen, mit der Einführung höherer Arbeitszeiten – alles insgesamt unangenehme, ungemütliche, weitgehend unattraktive, risikoreiche Handlungen, die man gewiss nicht freiwillig in Angriff nimmt. Sie sind aber notwendig, um die Erwartungen, die an die Rentabilität des im Aktienbereich eingesetzten Kapitals gestellt werden, zu befriedigen. Strukturveränderungen und Investitionen führen zu höherer Produktivität, höhere Produktivität ist die Voraussetzung für eine verbesserte Rentabilität, ein stetiges Streben nach verbesserter Rentabilität wiederum ist die notwendige Folge, die hingegebenes Eigenkapital fordert.

Die grosse Frage ist natürlich, ob sich das Kapital durchsetzt. Von sich aus, selbst wenn allenthalben Einsicht und Einigkeit darüber bestünde, dass Reformen unumgänglich sind, weil ein Nullwachstum nämlich über kurz oder lang das politische System aushungert, wird aufgrund der zahlreichen Asymmetrien von Anreizen und Interessen eine Demokratie kaum zur Generalreform finden können. Vermutlich ist der Schritt nur dann vollziehbar, wenn durch eine genügend weitreichende Verteilung der kapitalistischen Interessen innerhalb der Bevölkerung hohe Übereinstimmung zwischen ökonomischen Erfordernissen und politischem Kalkül erzielt wird. Unseres Erachtens stehen die Zeichen für Deutschland und auch für weitere Länder Europas wie Frankreich, die Benelux und Italien nicht schlecht: Die Zinsen sind ja im gesamten Euro-Raum tief, und damit wird die *Hinwendung zur Aktie*, soweit sie noch nicht erfolgt ist, zu einem generellen *Megatrend in Europa* werden.

Die Umkehrung der Kausalität ist in zweierlei Hinsicht von höchster Relevanz. Erstens ist sie gesellschaftspolitisch wichtig, denn nach herrschender Meinung müssen jeweils erst die richtigen Rahmenbedingungen geschaffen werden, damit Kapital „angezogen“ wird. Eine völlig merkantilistische Anschauung! Das Umgekehrte trifft zu: Das Kapital wird schon für die richtigen

Rahmenbedingungen sorgen, vorausgesetzt, dass der Bevölkerung nichts anderes übrig bleibt, als an diesem Kapital auf irgendeine Weise zu partizipieren. In den letzten Jahren wurde viel Literatur produziert über den Transformationsprozess ehemals kommunistischer Staaten. Über den Transformationsprozess verkrusteter demokratischer Staaten westeuropäischen Zuschnitts gibt es vorderhand kaum Vergleichbares.

Zweitens ist die Umkehrung der Kausalität für den Anleger relevant. Europa, oder, um noch konkreter zu sein, Deutschland, ist nach dem Massstab des Vergleichs von Kurs-/Gewinn-Verhältnissen relativ „billig“. Geht man nun davon aus, dass die Deutschen und mit ihnen die Europäer ganz allgemein, aufgrund der individuellen Nutzenfunktionen im Angesicht praktisch fehlender Anlagealternativen, in grossem Stile zu Aktienbesitzern werden müssen, dann ist ein eindeutiges Kaufsignal für die entsprechenden Werte gegeben. Wenn man dann zusätzlich noch in Rechnung stellt, dass sich wegen dieser neuen, erzwungenen Hinwendung zur Eigenkapitalanlage auf der einen Seite die Steuerlast, ähnlich wie in den USA, reduzieren dürfte und auf der anderen Seite der entstandene Volkskapitalismus zu allen anderen entkrustenden Reformen verhilft, dann wären ganz in Übereinstimmung mit der Laffer'schen Theorie beinahe *enthusiastische Erwartungen* angebracht.

Leider muss aber auch hier angefügt werden, dass man es mit *Wahrscheinlichkeiten* zu tun hat. Es könnte ja sein, dass die Persistenz der Verkrustung so hoch ist, dass nicht einmal der Druck des Volkskapitalismus genügt, um den Reformstau auszuflutet, oder umgekehrt, dass eine Abfolge von Strohfeuern, wie man sie beim unglückseligen „Neuen Markt“ erlebt hatte, die Sicht auf die Vorteile eines effizienten kapitalistischen Systems definitiv verschütten.

6. Nachdenken über den Kapitalismus?

Traditionell wird mit dem Wort „Kapitalismus“ die ungleichmässige, wenn nicht sogar ungerechte Verteilung des Reichtums assoziiert. Ungerecht in dem Sinne, als der Faktor Arbeit nur in unbedeutender Weise, nämlich über die Entlohnung, am geschaffenen Mehrwert beteiligt ist. Das Kapital, anonym und ohne schmutzige Hände, darf sich dagegen an den Früchten der Wertschöpfung vollumfänglich und ausschliesslich bedienen.

Der Kapitalismuskritik wird im allgemeinen mit dem Argument begegnet, dass die Risikopräferenz einseitig auf Seiten der Kapitalgeber liege und dass es deshalb gerecht sei, wenn die Hingabe

von Kapital mit dem Profit der Unternehmung „entschädigt“ wird. Im übrigen führe die rastlose und vorurteilsfreie Suche nach Rendite zu einer effizienten Allokation des Kapitals in der Gesellschaft, was keine andere Form der Mittelverteilung, schon gar nicht die sogenannte „Planwirtschaft“, in dieser Qualität erledigen könne. Die Partizipation der Gesellschaft als ganzer am geschaffenen Wohlstand sei damit sichergestellt.

Die alleinige Mehrwertabschöpfung durch das Kapital wurde seit je mittels dreier Instrumentarien bekämpft, nämlich erstens durch den Versuch, der Arbeit eine Monopolstellung zu verschaffen, indem man mit Streiks oder mit Streikandrohungen der Macht der Gewerkschaften zum Durchbruch verhalf, zweitens durch die mit Steuergeldern finanzierten Umverteilungsmechanismen des Sozialstaats. Das Management von Firmen, eine ganz besondere Klasse von „gewerkschaftlich“ organisierten Individuen, versuchte drittens (und versucht dies selbstverständlich immer noch) durch asymmetrische Gewinnbeteiligungsschemen, mehr oder weniger verdeckte Bonuszahlungen und durch Fringe-Benefits den Unternehmensprofit abzuschöpfen.

Alle diese gegen das Kapital gerichteten Schemen funktionieren so lange gut, als die Interessenlage eindeutig ist, das heisst auf zwei oder drei Seiten konzentriert: Hie Arbeit, allenfalls Management – da Kapital. Wenn sich nun aber das Kapital durch rechtliche Rahmenbedingungen oder durch ökonomische Gegebenheiten (wie z.B. tiefe Zinsen) breiter verteilt, dann entfällt die Klarheit der Interessenlage – die individuelle Nutzenfunktion neigt sich erheblich in Richtung Aktie, die Lust, die Aktienrendite zugunsten gesellschaftlichen Ausgleichs zu schmälern, verringert sich. Es ergibt sich ein *neues gesellschaftspolitisches Gleichgewicht* zwischen wirtschaftlichen und sozialpolitischen Bedürfnissen.

Die gesellschaftspolitische Komponente ist das eine, die Frage der Bewertung von Aktien das andere. Das oben erwähnte Kurs-/Gewinn-Verhältnis gemäss Arthur Laffer liegt demnach in Gesellschaften mit breitem Aktienbesitz deutlich tiefer bzw. dürfte im Rahmen von gesellschaftspolitischen Prozessen tiefer zu liegen kommen als in Gesellschaften, die zwar nominal marktwirtschaftlich orientiert sind, den Kapitalismus aber nur im Sinne eines notwendigen Übels zulassen. Entsprechend müsste man auch die sehr schwierige Frage einer globalen Asset Allocation sehr differenziert angehen, indem man nämlich die Frage stellt: Wo, d.h. in welchen Ländern, in welchen Weltregionen, ist das Kapi-

tal so breit gestreut, dass die zu erzielende Rendite weitgehend uneingeschränkt vereinnahmt werden kann? Wo ist das notorisch völlig anders, und in welchen Ländern und Regionen verändern sich die Rahmenbedingungen unter dem Druck eines immer gewichtigeren Aktionariats möglicherweise in den nächsten Jahren?

7. Die Währungsfrage, verkehrt gesehen

Gegenwärtig wird die Leistungsbilanz der amerikanischen Wirtschaft lauthals beklagt. So könne das nicht weitergehen – Tag für Tag Milliarden von Fehlbeträgen infolge zu hoher Importe anzuhäufen, müsse eines Tages zum Kollaps führen. Die Amerikaner seien ein undisziplinierter Haufen von Konsumverrückten, die erst noch auf Pump ihren Freuden nachgingen. Die Sparquote sei viel zu tief. Was ist von solcherart Argumentation zu halten?

Zunächst ist Zensuren jedwelcher Art mit Zurückhaltung zu begegnen. Wer „zu viel“, „zu hoch“ und „zu wenig“ sagt, impliziert damit, zu wissen, was denn richtig wäre. Oft haftet der Argumentation etwas ungemein Oberlehrerhaftes an, was in Europa eine besonders verbreitete Eigenschaft ist. Vielleicht müsste man einmal zurückfragen: Was, wenn die Amerikaner in den letzten Jahren weniger konsumiert und weniger gebaut hätten? Dann wären wir höchstwahrscheinlich mitten in einer *Depression* wie in den *Dreissigerjahren*. Etwas tiefergehend müsste dann aber insbesondere die Frage gestellt werden, weshalb denn die Kapitalverkehrsbilanz der Amerikaner immer noch ausgeglichen sei. Offenbar hat es ja doch genügend Instanzen und Leute auf der Welt, denen die Annahme von Dollars für die bei ihnen produzierten Waren recht und billig ist, und denen Kapitalanlagen in Dollars zu gut gefallen, als dass sie dem Spiel ein Ende setzen würden. Sie, zum Beispiel die Japaner und die Chinesen, binden mit Dollarkäufen ihre Währungen an, damit sie weiterhin so fröhlich exportieren können.

Der Grund dafür ist, und das ist der Angelpunkt dieser Argumentation, dass dies nur geschehen kann, weil die USA als praktisch einzige Weltgend über einen Kapitalmarkt verfügen, der diesen Namen auch verdient. Geeignete Anlagen zu finden, geeignete Finanzierungen auf die Beine stellen zu können – das ist überall auf der Welt schwierig, nur nicht in den USA. Der Aktienbesitz ist dort so breit gestreut wie sonst kaum auf der Welt, die Vielfalt von Anlagevehikeln ist praktisch unübersehbar. Ganz offensichtlich bedeutet dies nun auch, dass auf ernsthafte Gefährdungen der Wirtschaftsentwicklung infolge

mehrerer interner und externer Schocks in einem solchen System bei weitem flexibler reagiert werden kann, da trotz allem die Währung und die sie ausmachenden Anlagevehikel die letzte Attraktivität nicht verlieren. Dies obwohl eine ganze Nation „auf Pump“ konsumiert.

In dieser zugegebenermaßen ungewohnten, im wahrsten Sinne „verkehrten“ Betrachtungsweise kann es dann auch kaum einen völlig ungebremsten Zerfall der amerikanischen Währung geben. Die relative Attraktivität des Kapitalmarkts in den Vereinigten Staaten schliesst dies eigentlich aus. Umgekehrt stellt sich selbstverständlich auch die Frage nach den Alternativen zum Dollar, nach der langfristigen Konkurrenz also. Trotz des gegenwärtigen Höhenflugs des Euro wagen wir aufgrund der obigen Überlegungen die Voraussage, dass der Euro nur dann zu einer ernsthaft in Erwägung zu ziehenden Welt- und Reservewährung werden wird, wenn die Bedingungen für einen Kapitalmarkt, wie ihn die USA haben, gewährleistet sind. Der Euro würde ein Leistungsbilanzdefizit, wie es die USA gegenwärtig fahren, nie und nimmer überstehen.

8. Kapitalströme, ernster genommen

Die Quintessenz der Ausführungen geht in zwei Richtungen. Erstens: Kapital wird vielfach unterschätzt. Seine Allokation, das heisst, wohin es fließt – in welche Weltregion, in welches Land, in welche Unternehmung, in welches Anlageinstrument – ist entscheidend für die künftige Entwicklung des Empfängers. Kapital verlangt nach Wachstum. Dort, wo Kapital frei hinfließen und wo es sich ungehindert verteilen kann, wo es investierterweise wirken kann, wird sich Wachstum einstellen. Wo sich die diesbezüglichen Verhältnisse laufend dramatisch verbessern, wie beispielsweise in vielen südostasiatischen Ländern wie Indien und China, oder allenfalls gar, wie oben vorhergesagt, im eigenkapitalfeindlichen Deutschland, werden unter dem Druck der Wachstumserfordernis des Kapitals die Rahmenbedingungen verbessert werden und wird weiteres bzw. neues Wachstum einsetzen.

Zweitens: Für den Anleger stellt sich das Problem der Verteilung seines Kapitals in für seine Zwecke geeignete Regionen, Länder, Branchen, Unternehmungen und Vehikel. Dass man einerseits herauszufinden versucht, wo eine Anlagemöglichkeit „billig“ zu haben ist, kann eine mögliche Strategie sein. Unser Bankhaus versucht dies, auf globaler Basis und mit bislang entwelchem Erfolg, unter dem Titel von „Active Indexing“, das seit kurzem auch in Form eines Anlagefonds erhältlich ist. „Active Indexing“

ermittelt in regelmässigen Zeitabständen die drei relativ attraktivsten Ländermärkte und die drei relativ attraktivsten Branchen. Das ökonomische Kalkül läuft darauf hinaus, dass die Kapitalströme zäher fließen, als der Geist weht, und dass es auch längerfristig zutrifft, dass „billige“ Kapitalanlagen immer dort zu haben sind, wo Kapital nachfolgend etwas verändern kann.

Der Vorbehalt liegt in der beschriebenen Problematik, ob dann das zufließende Kapital auch gesellschaftspolitisch derart verteilt wird, dass nicht über wirtschaftliche oder politische Macht verfügende Personen oder Vereinigungen (Kartelle, Gewerkschaften, Manager, in Schwellenländern gewiss auch mafiose Gruppierungen) den durch das Kapital geschaffenen Mehrwert einfach mir nichts, dir nichts abschöpfen und damit der Investition auf kurz oder lang ihre Attraktivität nehmen, so dass das Kapital schliesslich vernichtet wird. Solcherart Anlagen würden im Zuge der Entwicklungen nicht nur „billig“, sondern gar wertlos. „Active Indexing“ entschärft diese Gefahr durch eine Diversifikationsstrategie über mehrere Länder und Branchen hinweg.

Gegen einen solchen, durchaus denkbaren Gang der Dinge gibt es eigentlich nur eine „Versicherung“: Den etablierten, freien, effizienten, breiten Kapitalmarkt, der täglich, stündlich und sekundlich evaluiert, was gut und was weniger gut

ist, der eine Parmalat ohne jegliche Rücksichten ins Verderben stürzt und der einer Adecco ohne Ansehen der dahinter stehenden Personen eine gewaltige Ohrfeige versetzt. Kein „Corporate-Governance“-Gremium, keine staatliche Aufsichtsbehörde hätte geschafft, was der Kapitalmarkt innert weniger Börsenminuten hinter sich brachte. Das sind überaus kraftvolle Zeichen eines sehr funktionsfähigen Systems. Es heisst *Kapitalismus* und es darf *zuversichtlich* stimmen.

Es führt deshalb kein Weg an einer Misch-Strategie – welche aufstrebende wie auch etablierte Teile des kapitalistischen Wirtschaftsystems in genügendem Masse berücksichtigt – vorbei, um damit für die besondere Attraktivität der noch nicht ganz soweit gekommenen Märkte Handlungsfreiheit und Raum zu schaffen. Im einen Teil der Welt ist für Wachstum durch den Zwang, den die Kapitalanlage dazu per se in sich birgt, ohnehin und nachhaltig gesorgt. Im anderen Teil wird sich Wachstum, wenn Kapital zufließt, erzwungenermassen einstellen. Die heutige Konstellation der Welt erlaubt es, an dieser faszinierenden Mechanik teilzunehmen.

KH, 19.1.2004