

Re-Nationalisierung der Welt?

bergsicht



KAPITEL 1

Rechtzeitig kalt geduscht

Der notorische Skeptiker hatte es bis vor ein, zwei Wochen schwer, sich in der Brandung schönfärbischer Darstellungen und Deutungen des gegenwärtigen politischen und wirtschaftlichen Geschehens zu behaupten. Beflügelt von wohligh zweistelligen Jahresrenditen wichtiger Aktienindizes (SMI im Jahr 2013: +20.2%, DAX +25.5%, Dow Jones Industrial +26.5%, S&P 500 +29.6%) und da und dort aufkeimendem Wirtschaftswachstum, sagten die meisten Prognostiker ein sorgenfreies Anlagejahr 2014 voraus. So rechneten zu Jahresbeginn nur gerade zwei von zwanzig Wall Street-Analysten mit einer negativen Jahresrendite 2014 des S&P 500.

Nun, zumindest im Monat Januar ist es bereits einmal ein wenig anders gekommen. Ausgehend von ein paar Schüttelfrösten, was die Währungen, Anleihenmärkte und Aktienbörsen einiger wichtiger Schwellenländer wie Brasiliens oder der Türkei betrifft, haben über die letzten Wochen und Tage die Weltbörsen und Währungsmärkte gezeigt, dass Sorglosigkeit in Bezug auf Anlagefragen keine adäquate Befindlichkeit darstellt. Gesunder Menschenverstand beziehungsweise, vielleicht etwas gewählter ausgedrückt, angemessenes Risikobewusstsein bedeutet nicht, dass man

laufend die nächste Finanzkrise herbeiredet und den unmittelbar bevorstehenden Zusammenbruch des gesamten Weltwirtschaftssystems suggeriert. Vielmehr geht es darum, mit der gebotenen Bescheidenheit darin, was Prognosen überhaupt zu leisten in der Lage sind, im steten Bewusstsein zu bleiben, dass grössere oder kleinere Kontraktionen nach längeren Expansionsphasen völlig normal sind.

In diesem Sinne kam die Ermahnung der Märkte, dass es trotz allem immer noch Risiken gibt, im Januar 2014 gerade rechtzeitig. Denn erfahrungsgemäss finden derzeit die Besprechungen der Vermögensverwaltungstätigkeit zwischen Kunden und Banken statt, und ohne die kalte Januar-Dusche wäre vielleicht der eine oder andere Anleger versucht gewesen, die Risikoparameter für sein Vermögen so zu setzen, dass es im Falle einer regelrechten Kontraktion – für die es zwar unseres Erachtens derzeit wenig Anzeichen gibt – wieder einmal hätte unerträglich werden können.

Auch solches wäre selbstverständlich im Jahr 2014 möglich. Denn seien wir uns im klaren: Was die Börsen im letzten Jahr geleistet haben (wenn man dem überhaupt so sagen kann), beruht ja gossenteils nicht auf einer robusten konjunkturellen Entwicklung, auf freudig-zuversichtlicher Investitionstätigkeit im Industriesektor oder auf einer Expansion von Margen und Gewinnen bei den Unternehmungen. Die Bewertungen lassen für die Zukunft nicht sehr viel Spielraum nach oben, falls sich nicht ein deutlich kräftigeres Wirtschaftswachstum einstellt. Vielmehr profitierten die Anleger im vergangenen Jahr einerseits von einer Beruhigung des Finanzsystems, indem die schlimmsten Infarkte im Leitungsnetz dank Bypässen und dank laufender Schwemmung durch die Notenbanken einweilen verhindert werden konnten, andererseits vom Basiseffekt der vorausgegangenen Kontraktionen. Es

ist noch nicht so lange her, da musste man als Aktienanleger eine zehnjährige Nullrendite beklagen – diesen «Defekt» hat das Jahr 2013 ausgeräumt.

Im Hintergrund solcher Aufhellung stand und steht jedoch immer noch die völlig *ausserordentliche Rolle*, welche die *Notenbanken* zur Bewältigung der Finanzkrise eingenommen haben. Sie senkten bekanntlich die Zinsen nicht nur auf das denkbar tiefste Niveau, sondern versorgten darüber hinaus das System mittels «Quantitative Easing» mit rekordhoher Liquidität, expandierten ihre eigenen Bilanzen auf bislang nie erreichte Höchststände, inkorporierten dabei massenhaft Schuldverschreibungen fragwürdiger Qualität, involvierten sich in das eigentliche Bankgeschäft und nahmen aktiv an der Teilverstaatlichung des gesamten Bankensektors teil. Oder versprachen, wie es die Europäische Zentralbank (EZB) tat, dies alles und noch viel mehr zu tun, was im Falle einer Notenbank äquivalent ist, wie wenn sie es tatsächlich tut. Das alles mag zur Rettung des Systems notwendig gewesen sein. Aber am Ende dieses Manövers sind wir noch bei weitem nicht angelangt. Die wirkliche Herausforderung steht unseres Erachtens erst bevor: Wie aus der Ausserordentlichkeit wieder in Richtung Normalität herauszufinden ist. Normalität würde höhere Zinsen bedeuten.

Darin liegt denn auch der Grund, weshalb die Börsen – zunächst in Form von Erschütterungen in den neuralgischen Schwellenländern, dann aber auch in den etablierteren Märkten – so nervös auf die auch nur geringste Andeutung reagieren, dass eine solche Normalisierung gelegentlich eingeläutet werden könnte. Als Fed-Gouverneur Bernanke «Tapering» (wohl am besten übersetzt mit «abklingen lassen» [der geldpolitischen Sondermassnahmen]) sagte, erschauerte die Finanz-Community. Wann immer etwas «zu positive» Wirtschaftsdaten publiziert werden (als wären solche etwas grundsätzlich Schlechtes), dann geschieht Analoges.

Daraus resultiert ein eigenartiges *Dilemma*: nämlich, dass die Aktienmärkte aufgrund von Bewertungsüberlegungen eigentlich nach kräftigerem Wachstum verlangen müssten, solches aber gleichzeitig verheerend wäre, da dann die monetäre Normalisierung unmittelbar notwendig wäre und bevorstehen würde. Deshalb neigen wir, bei aller definitorischen und theoretischen Vorsicht, dazu, den Effekt der ausserordentlichen Geldpolitik durch die Notenbanken und mithin das erreichte Niveau von Indexständen als «Asset Inflation» zu bezeichnen. Entsprechend illusionslos beziehungsweise risikobewusst halten wir unsere Aktienbestände.

KAPITEL 2

Von der Worthülse zum Begriff

«Asset Inflation», Aufblähung der Preise für Aktiva – wir vermieden früher beharrlich diesen Ausdruck, zum einen, weil er in der ökonomischen Literatur nicht fundiert war, zum anderen, weil wir uns nicht der Gefahr aussetzen wollten, die Suche nach funda-

mentalenen Gründen für höhere Bewertungen von Aktienanlagen dank einer Worthülse vorzeitig abzubrechen. Ausserdem, und das sei hier nicht verschwiegen, tun wir uns generell schwer mit der Vorstellung, dass etwas «zu teuer» oder «zu billig», «zu hoch» oder «zu tief» sei, denn das setzt in letzter Konsequenz eine Ineffizienz der Märkte voraus beziehungsweise jemanden, der es besser weiss als die Märkte. Das war und ist für uns ein unbescheidener und deshalb nur mit höchster Vorsicht einzunehmender Standpunkt. Angesichts der offenkundig verzerrenden Verhältnisse, wie sie durch die enormen Interventionen der Notenbanken nun einmal geschaffen worden sind, dürfen wir solche Bedenken aber vermutlich getrost beiseite lassen.

Doch zurück zu den theoretischen Grundlagen: Es ist zu vermelden, dass von wirtschaftswissenschaftlicher Seite eine konsistente Darstellung der Aufblähung von Preisen für Vermögensanlagen vorliegt. Sie bezieht sich just auf die beschriebene extreme Form der seit langen Jahren in Japan, später in den USA und ab 2012 auch in Europa praktizierten Geldpolitik der Notenbanken. Der seit 2006 an der Universität Leipzig lehrende Volkswirtschaftler Gunther Schnabl zeigt in seinen Publikationen die immensen Anreize zur Spekulation auf, welche der *Missbrauch* der *Geldpolitik* als *Stabilisierungsinstrument* auf Finanzmärkten nach sich zieht. Der Missbrauch ergibt sich aus einer grossangelegten Asymmetrie zwischen Upside und Downside: Die Spekulation profitiert einseitig und trägt bei weitem zu geringe Risiken, welche ihrerseits über die Geldpolitik sozialisiert werden. Er beschreibt im weiteren die Falle der Wirkungslosigkeit, in welche die Notenbanken bei Zinsen nahe dem Nullpunkt geraten, weist auf die Gefahr der Vermischung der Funktionen von Staat, Zentralbank, Finanzsektor und Unternehmen in dieser Situation hin und erklärt schliesslich die sinkende Grenzleistungsfähigkeit der Investitionen und das resultierende lahrende Wachstum, welche diese Art von Geldpolitik nach sich zieht. – Die am besten lesbare Übersicht über Schnabls Denkweise findet sich in einem Artikel in der NZZ vom 22. 8. 2012, S. 8.

Wir werden in dieser *bergsicht*, unter Anwendung dieser analytischen Gedankengänge, einen Schritt weitergehen und uns fragen, worin die Optionen beständen, dass Auswege aus der Falle der Wirkungslosigkeit gefunden werden könnten. Um es vorwegzunehmen: Sie sind struktureller Art und laufen entweder auf eine sehr konsequente Sanierung bestehender Problemfelder sowie auf eine Deregulierung und Öffnung der politischen und regulatorischen Eingrenzungen oder aber auf eine scharfe Hinwendung hin zu merkantilistischen und nationalistischen Praktiken hinaus.

Da *Japan* sich am längsten auf dem Pfad der wirkungslosen Geldpolitik befindet, aber jüngst in Form der «Abenomics», benannt nach dem derzeit sich an der Macht befindenden Ministerpräsidenten Shinzo Abe, die beschriebene Hinwendung zu vollziehen scheint, widmen wir einen Teil dieses Kommentars der eigenartigen Inselrepublik im nördlichen Pazifik.

Gefeiert – geächtet

Japan eignet sich als Exempel aber nicht nur wegen der sehr langen Dauer erfolgloser monetärer Stimulierungsversuche, sondern auch insofern, als das Land wegen seiner insularen Geographie klar eingrenzbar ist und in vielerlei Hinsicht die bei andern Ländern und Ländergruppen beobachtbaren Charakteristika geradezu prototypisch beschreibbar sind. Daneben gibt es allerdings auch eine Vielzahl von Spezifika, die in der Wesensart und der Geschichte Japans und dessen Bewohner begründet sind. Insoweit sie zum Verständnis der gesamten Situation beitragen, wollen wir einige davon nennen, ohne uns aber gleich als Japanologen zu wähen.

Die jüngere japanische Wirtschaftsgeschichte muss wohl beim sogenannten «Plaza-Abkommen» von 1985 ansetzen. Es stellte eine Zäsur in der *beispiellosen Erfolgsgeschichte* der japanischen Industrie nach dem Zweiten Weltkrieg dar. Bekanntlich entsprachen japanische Führungs- und Arbeitsmethoden in hohem Masse den Anforderungen, welche die spätindustrielle Wirtschaft an die Produktion von qualitativ hochstehenden Gütern wie Autos, TV-Geräten, Maschinen und Anlagen, Schiffen und Eisenbahnen stellte. Der (nie wirklich klar definierte) Begriff «Keiretsu» machte auf der Welt die Runde und liess die Mitbewerber auf anderen Kontinenten erschauern. Zum Phänomen Keiretsu gehörte die Verknüpfung japanischer Unternehmungen auf strategischer Ebene und die Vermengung von politischen und wirtschaftlichen Zielen. Auf betrieblicher Ebene war Keiretsu begleitet von einer ausgesprochenen Begeisterung des Mitarbeiters für das Produkt und für die Unternehmung seines Lebens, sowie von der Mitverantwortlichkeit der in Gruppen formierten Arbeiterschaft für Qualität und Effizienz. Manches, was heute in modernen Produktionsstätten westlicher Industriestaaten als selbstverständliche Organisationsform angesehen wird, hat seinen Ursprung im japanischen Vorbild der Achtziger Jahre. Aus ökonomischer Sicht haftet dem Keiretsu-Phänomen aber zweifelsohne auch ein stark kartellistisches Element an mit allen Vorteilen, die sich daraus kurzfristig, und allen Nachteilen, die sich langfristig ergeben.

Im Plaza-Abkommen verabredeten die G5-Staaten (USA, UK, BRD, Frankreich und Japan) eine *massive Devisenmarktintervention* mit dem Ziel, die D-Mark und den Yen gegenüber dem US Dollar aufzuwerten. Der Dollar war nach Ende der Inflationspolitik anfangs der Achtziger Jahre wegen höheren Zinsen unter starken Aufwertungs- und die amerikanische Regierung von inländischen Exportgüter-Produzenten unter entsprechenden politischen Druck geraten. Das Handelsbilanzdefizit der USA erreichte für damalige Zeiten hohe 150 Milliarden Dollar oder circa drei Prozent des Bruttoinlandprodukts. Mit der neuen Währungspolitik dank Plaza verringerte sich dieses dann zwar gegenüber Japan nicht wesentlich, da die japanischen Unternehmungen Spielraum für markante Preissenkungen hatten, hingegen floss Kapital in den japani-

schen Währungsraum. Kapital, das nach Anlagen suchte und in japanischen Aktien und Immobilien fündig wurde. Die japanische Notenbank blähte gleichzeitig die Geldmenge auf; nach dem Louvre-Abkommen von 1987 schwenkte Japan zusätzlich auf eine expansive Fiskalpolitik ein. Von 1985 bis Ende 1989 stieg der Nikkei-Index um gut 235 Prozent. Japanische Banken, eng mit dem boomenden inländischen Immobilienmarkt verbunden, wurden zu den bilanzstärksten Instituten der Welt. Industrieunternehmungen setzten dazu an, anstatt ins eigene Geschäft zu investieren, an der Immobilienspekulation massiv teilzunehmen.

Mit dem Jahr 1990 war diese «Bubble Economy» plötzlich vorbei. Innert kurzer Zeit verlor der Nikkei-Index zwei Drittel seines Werts, hervorgerufen durch eine regelrechte *Flucht aus japanischen Aktien* und einem dramatischen *Preiszerfall bei den Immobilien*. Nebst dem eigentlichen Platzen der Spekulationsblase gab es vermutlich auch reale Veränderungen, die damit einhergingen. So weisen viele Analytiker auf makroökonomische Gegebenheiten wie die damals rekordhohen Zinsen in den USA und in Europa hin. Wir neigen eher strukturellen Deutungen zu. Nämlich in dem Sinne, dass die spätindustriellen Vorzüge japanischer Produktionsweise mit dem Siegeszug des PCs und später des Internets rasch an Glanz verloren, da an die Stelle von Gruppenleistungen die Kreativität des Individuums trat und die durch moderne Kommunikationstechnologie herbeigeführte Transparenz die obskuren Keiretsu-Strukturen ins Abseits drängte. Durch den Fall des Eisernen Vorhangs erlangte Europa ein deutlich grösseres Gewicht in der Weltwirtschaft und verdrängte Japan als Spitzenreiter in Wachstum und Bedeutung. Ausserdem begann in der unmittelbaren Nachbarschaft das, was bis heute als grosses wirtschaftliches Faszinosum sowohl die Aufmerksamkeit des Weltpublikums als auch die Kapitalströme auf sich lenkte: der phänomenale Aufstieg Chinas zur Weltwirtschaftsmacht. Japan geriet ins Abseits.

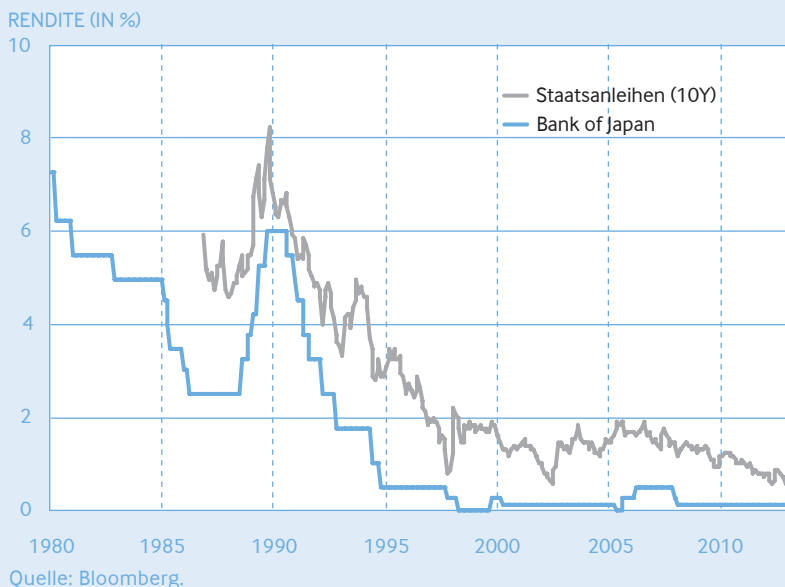
KAPITEL 4

Stabilität über alles

Seither leidet Japan an konjunktureller Anämie. Japan betreibt zur Bekämpfung der Deflation seit Beginn der Neunziger Jahre eine Politik der monetären und fiskalischen Stimulierung. Über nunmehr fast 20 Jahre lagen die Zinsen der Notenbank nicht höher als ½ Prozent, die Sätze für zehnjährige Staatsanleihen überstiegen die 2-Prozentgrenze nur ganz kurzfristig und unwesentlich, heute liegen sie bei 0.6 Prozent. Im selben Zeitraum wurde insgesamt viermal versucht, die Währung abzuwerten, zuletzt seit Ende 2012 im Rahmen der erwähnten «Abenomics», auf die noch zurückzukommen sein wird. Die Konsumentenpreis-inflation schwankt seit 1991 zwischen +2 und -2 Prozent.

Ab 1998 begann die japanische Notenbank, ihre Bilanz massiv zu expandieren; heute liegt sie mit 232 Billionen Yen bei rund 30 Prozent des Bruttoinlandprodukts (USA und UK: knapp 20 Prozent, Euro-Zone:

20 Jahre Tiefstzinspolitik in Japan



etwa 25 Prozent). Die Bilanz der japanischen Notenbank ist mit einem Anteil von 79 Prozent japanischer Staatsanleihen vergleichsweise stark selbstreferentiell.

Noch markanter gestaltet sich der Anstieg der japanischen *Staatsschulden*. Sie belaufen sich gemäss IWF heute auf rund 240 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (zum Vergleich: Griechenland knapp 170, Italien 120, USA 100 Prozent). Japan nahm sozusagen das vorweg, was später in den USA und in der Euro-Zone geschehen ist. Das Resultat all dieser Ankerbelohnungsanstrengungen: ein Wirtschaftswachstum, das seit 20 Jahren die Grenze von 2 Prozent nie wesentlich überstiegen hat, eine Wirtschaft, die immer wieder in Rezessionen glitt und namentlich in den Jahren 2008/09 stark gelitten hat.

Die *Erfolglosigkeit* der japanischen Wirtschafts-, Währungs- und Geldpolitik über die letzten 25 Jahre ist *eklatant*. Aus unserer Sicht stellen sich in diesem Zusammenhang drei Fragen, nämlich erstens, weshalb eine solche Vorgehensweise überhaupt über einen so langen Zeitraum durchgehalten werden kann, ohne dass das System an irgendeiner Stelle einmal kollabiert. Zweitens, inwiefern Abenomics bloss eine Fortsetzung des Gehabten oder aber eine Weiterentwicklung darstellen und wenn ja, in welche Richtung. Drittens: Welche – von Japan-spezifischen Charakteristika losgelöst – Erkenntnisse können für die Geld- und Fiskalpolitik der westlichen Industrienationen gewonnen werden? Wie gross ist die Gefahr, dass die Falle der Hysterese (der geldpolitischen Wirkungslosigkeit gemäss Prof. Schnabl) auch hier zuschnappt? Wir wollen die Fragen der Reihe nach behandeln.

In Bezug auf die trotz widrigster Umstände persistierende Stabilität des japanischen politischen, gesellschaftlichen und finanzwirtschaftlichen Systems steht für uns folgende Erklärungsmöglichkeit im Vordergrund: Japan ist durch und durch insular. So gibt es kaum eine Aussenverschuldung. Die riesige Staatsschuld

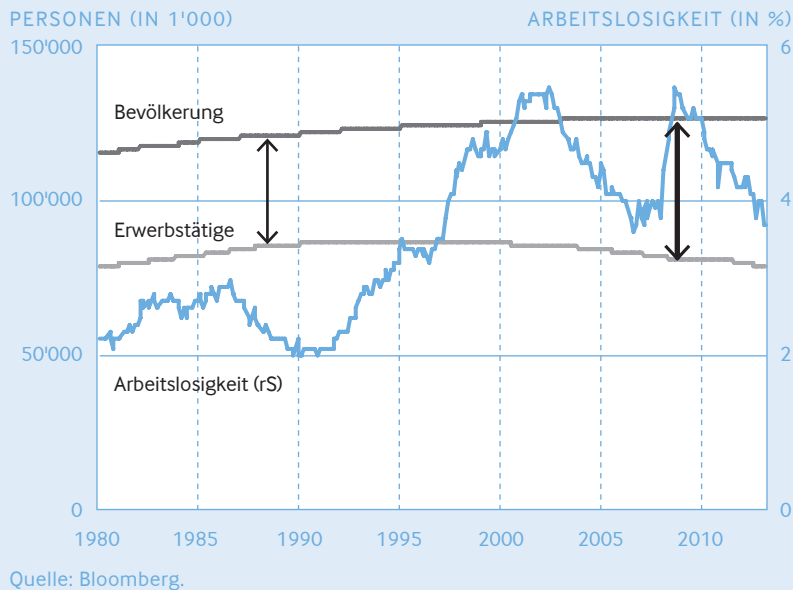
«gehört» fast ausschliesslich den japanischen Sparern. Banken, zwar seit über 20 Jahren im Zustand des finanziellen Ruins, können als dysfunktionale «Zombie Banken» im Schutze des Staates und der Notenbank und ohne Konkurrenz von aussen dahinvegetieren. Es gibt weder einen nennenswerten direktinvestiven Kapitalfluss von aussen nach Japan noch eine Zuwanderung. Folglich entfallen externe Korrekturfaktoren mit Ausnahme des Yen-Wechselkurses völlig. Wo kein ausländisches Kapital ist, kann auch keines abfliessen, wo keine ausländischen Gläubiger überzeugt und befriedigt werden müssen, entsteht keine objektive Bonitätsbeurteilung, wo keine Ausländer arbeiten (dürfen), können sie auch nicht abwandern.

Die Ironie an der Sache ist, dass genau diese selbstreferentiellen «Qualitäten» an den Währungsmärkten als Grund gesehen werden, den japanischen Yen als «Safe Haven» einzustufen, was Japan den immer wieder auftretenden und so gehassten *Aufwertungsdruck* beschert. Vermutlich ist es ein antizipatorischer Effekt, der hinter dieser seltsam anmutenden, hohen Achtung der japanischen Währung steht: Nämlich die (wohl richtige) Annahme, die japanische Regierung könnte sich jederzeit ihrer Staatsschuld mittels eines Schuldenschnitts entledigen, etwa so, wie es die Europäer an den Zyprioten veranstaltet haben, nur deutlich brutaler.

Die relative Attraktivität der japanischen Währung infolge geistiger Vorwegnahme einer Mega-Enteignung ist aber nur ein Teil der Ironie. Es gibt noch einen zweiten, gravierenderen Teil. Die japanische Öffentlichkeit ist ja nicht dumm; auch sie weiss um ihre – netto gesehen – deutlich verminderte Vermögenssituation. Dieser antizipatorische Wealth-Effekt ist es, so unsere These, der die von Schnabl beschriebene Wirkungslosigkeit des billigen Geldes in der Psyche des Konsumenten auslöst: Das Wissen um den Umstand, dass man eigentlich ärmer wäre, als man auf dem Papier zu sein scheint, beflügelt die Geister nicht.

Kommt dazu, dass die demographische Situation alles andere beisteuert als Dynamik. Japan altert nachhaltig, reproduziert sich längst nicht mehr; der betagte Teil der Bevölkerung sollte entsparen und konsumieren können und nicht das Vermögen – implizit oder explizit – zur Finanzierung des überschuldeten Staatshaushalts zur Verfügung stellen müssen. An diesem Punkt entpuppt sich die langandauernde *finanzielle Repression* durch sehr tiefe Zinsen und durch die geldpolitische Hysterese nicht mehr nur als Ironie, sondern als blanker *Zynismus*.

So sieht eine alternde Bevölkerung aus



Das für jeden Aussenstehenden Erstaunlichste an dieser Konstellation ist ihre gesellschaftliche und politische Akzeptanz über nunmehr ein Vierteljahrhundert. Wir wollen uns hier nicht auf ethnologische Äste hinauslassen. Aber der Gleichmut, mit welchem in Japan der Stabilität halber die herrschende, erfolglose, alles verschleiende Oberschicht getragen wird, sucht seinesgleichen. Der in seiner Geschichte an alle Widerwärtigkeiten von Stürmen, Erdbeben, Tsunamis, Kriegen gewöhnte Insulaner bleibt, wo er ist, und erträgt mit stoischer Ruhe eine Konstellation, die andernorts als langangelegter (wirtschafts-)politischer Harakiri bezeichnet würde.

KAPITEL 5

Aufgehende Sonne?

Oder hat sich mit Premierminister Shinzo Abe doch etwas verändert? Wenn ja, was? Das ist unsere zweite Frage.

Zunächst ein paar Fakten zur Erinnerung. Shinzo Abe war in 2006/2007 bereits einmal als Vertreter der seit dem 2. Weltkrieg ununterbrochen herrschenden LDP Ministerpräsident Japans. Seine relativ kurze Regierungszeit als jüngster Premier in Japans Geschichte endete mit einer herben Wahlniederlage, welche die Opposition an die Macht brachte. Abe stammt aus einer angesehenen Politikerfamilie. Im Dezember 2012 brachte er seine Partei erneut an die Macht mit dem Versprechen, die japanische Wirtschaft wieder in Schwung zu bringen. Abe ist trotz Fukushima (2011) ein Befürworter der Atomkraft und tritt für die Wiederinbetriebnahme der abgestellten Kraftwerke ein, was allerdings bis anhin noch nicht erfolgt ist.

Das Ankurbelungsprogramm von Shinzo Abe umfasst drei «Pfeile», nämlich eine nochmalige, massive

monetäre Stimulierung, ein nochmaliges fiskalisches Programm sowie tiefgreifende Strukturreformen. Diese wiederum teilen sich in drei Unterabteilungen auf: Erstens sollen die industriellen Kapazitäten Japans erneuert werden. Dies über eine Vielfalt von Massnahmen im Arbeitsmarkt, im Bereich von Forschung, Entwicklung und Innovation, in der Informationstechnologie usw. Ausserdem soll der Sektor der kleinen und mittleren Unternehmungen «erneuert» werden. Zweitens soll die Stellung der japanischen Wirtschaft im globalen Wettbewerb durch strategische Partnerschaften, die Rückgewinnung von Marktmacht und eine global ausgerich-

tete, nationale Personalpolitik verbessert werden. Und drittens soll Japan bewusst und explizit neue Märkte auf dem Globus schaffen, so im Bereich der Gesundheitsvorsorge (namentlich für die ältere Generation), der sauberen Energie, sicheren Marktinfrastrukturen und dezentralen Kompetenzzentren.

Was wurde bisher verwirklicht, was nicht? Abhängen kann man die monetäre Stimulierung und das fiskalische Programm. Beide Massnahmenpakete sind im Gange, und namentlich der geldpolitische Teil hat auch Resultate gezeitigt. In mehreren Schüben reduzierte die japanische Notenbank im Jahr 2013 den Wert des Yen gegenüber dem US Dollar um 24 Prozent. Dies belebte einerseits die japanische Exportindustrie. Grosse, global tätige japanische Unternehmungen wie Honda, Toyota und Bridgestone konnten im vergangenen Jahr ihre Gewinne markant steigern, dies durch effektive Zugewinne im Umsatz aufgrund der verbilligten Währung, aber auch durch den Währungseffekt bei der Gewinnabschöpfung ausländischer Töchter, die im Dollarraum und anderswo operieren. Andererseits beflügelte die Neuauflage einer aktivistischen Währungspolitik auch die Phantasien der globalen Anlegergemeinschaft, so dass der japanische Aktienmarkt im Jahr 2013 zu einem der interessantesten Zielmärkte der Welt wurde. Die nachfolgende Grafik zeigt auf, wie eng die Entwicklung der japanischen Börse mit der Abwertung des Yen korreliert war. Ein Rorschach-Test ist weniger symmetrisch ...

Just diese enge Korrelation von Währungspolitik und Verfassung des Aktienmarkts zeigt auf, wie die Märkte die Pfeile 2 und 3 aus Shinzo Abes Programm einschätzen: als wenig effektiv, oder vielleicht etwas vorsichtiger formuliert: in ihren Auswirkungen kaum einschätzbar. Die fiskalischen Programme geben das her, was sie weltweit tun. Es werden zwar Arbeitsstellen geschaffen, es wird durch die forcierte Erneuerung der Infrastruktur auch durchaus langfristig vielleicht einmal wirksames Potential aufgebaut. Aber es versickert auch

Japanische Börse: rein währungsgetrieben



Quelle: Bloomberg. Bemerkung: Die rechte Achse ist in umgekehrter Reihenfolge dargestellt. Eine sinkende Kurve entspricht deshalb einer Abwertung des Yen.

sehr viel wertvolles Kapital in den Sümpfen der Bürokratie, es werden nichtprioritäre bis unsinnige Projekte gefördert, und die Staatsverschuldung steigt noch einmal deutlich an.

Was den Pfeil 3 betrifft, die Strukturreformen, kommt *Ungeduld* und *Enttäuschung* auf. Offenkundig ist es in Japan besonders schwierig, das Gewachsene und Bestehende anzutasten. Glaubwürdigen Expertenberichten zufolge ist in diesem Bereich sozusagen gar nichts Handfestes erfolgt. Kommt noch dazu, dass unseres Erachtens der dritte Pfeil von Abenomics einige *entscheidende Bereiche* bewusst *ausklammert*. Entscheidend in dem Sinne, als sie notwendige Elemente darstellen würden zu einer Revitalisierung der japanischen Wirtschaft und Gesellschaft. Es sind dies: die Möglichkeit der Zuwanderung, die Sanierung des Bankensystems (inklusive Zulassung und Förderung der Tätigkeit ausländischer Institute) sowie die Öffnung des japanischen Markts für ausländische Direktinvestitionen. Weiter oben haben wir schon von Harakiri gesprochen. Ohne den Begriff zu missbrauchen – aber solcherart Strukturreformen, so notwendig sie aus ökonomischer Sicht auch sind, wären politischer Selbstmord.

Unsere Beurteilung von Abenomics fällt deshalb skeptisch bis negativ aus. Pfeile 1 und 2 sind nichts wirklich Neues, sondern entsprechen grosso modo der geld- und fiskalpolitischen Praxis, wie sie seit Beginn der Neunziger Jahre Japan geprägt hat. Nur: Es geht viel aggressiver zu und her. Eine etwas eingehendere Analyse japanischer Unternehmungen hat uns auch aufgezeigt, dass der letztjährige Börsenboom relativ mager unterlegt ist. Zwar trifft es zu, dass es namentlich den (selbstverständlich wichtigen) Automobilherstellern deutlich besser geht, aber Werte wie Canon, Komatsu, Kyocera, das Mitsubishi-Konglomerat oder Sony überzeugen weder von den Umsatzzahlen noch vom Gewinn her.

Wir befürchten insgesamt, dass auch Shinzo Abe in der Hysterese-Problematik, in der Wirkungslosigkeit von geld- und fiskalpolitischen Massnahmen, steckenbleiben wird und dass die Gefahr besteht, anstatt erstzunehmende Strukturreformen endlich anzupacken, in eine völlig andere und eher unappetitliche Richtung einzuschwenken. Erste Anzeichen dazu sind vorhanden. Die Aggressivität der Währungspolitik haben wir bereits erwähnt. Inwieweit das Weltwährungssystem auf das Ausscheren eines gewichtigen Teilnehmers vorbereitet ist und wie es darauf reagieren wird, ist heute noch schwer abschätzbar.

In jeder Weltgegend gibt es symbolträchtige Handlungen, deren Signalwirkung aufgeklärten Zeitgenossen vielleicht übertrieben erscheinen, die aber Empfindlichkeiten auszulösen und alte Wunden aufzubrechen in der Lage sind. Dazu gehört gewiss der Besuch des *Yasukuni-Schreins* in Chiyoda, einem Stadtbezirk von Tokyo, durch den japanischen Premierminister. Die Gedenkstätte ist den in den verschiedenen Kriegen seit 1869 gefallenen Japanern und (!) ihren Gegnern gewidmet. Trotz dieser Reverenz gilt der Schrein als nationalistisches Symbol; der Besuch der Gedenkstätte durch wichtige Politiker scheint im japanischen Innenverhältnis fast unerlässlich zu sein, in der Aussenwirkung, namentlich bei den früheren Kolonien China und Korea, wirkt er verheerend. In der Vergangenheit wurde das Dilemma mit raffinierter japanischer Semantik so gelöst, dass ein Besuch als «nicht offiziell» bezeichnet wurde. Shinzo Abe wählte zwar nicht wie einer seiner Vorgänger den Tag der Kapitulation nach dem Zweiten Weltkrieg (15. August) als Besuchstag, aber sein Besuch am Jahrestag seines Regierungsantritts hätte offizieller und damit provokativer nicht ausfallen können. Zumal er in eine Phase ohnehin erhöhter Spannungen mit der Volksrepublik China im Zusammenhang mit der von Peking geforderten Meldepflicht für Überflüge in der Luftraumüberwachungszone im ostchinesischen Meer fiel.

Der *Economist* (18.5.2013) kam zum Schluss, Abenomics seien nicht primär eine Wirtschaftspolitik oder ein Konjunkturplan, sondern eine Strategie zur Stärkung der nationalen Sicherheit. Unsere Befürchtungen zielen in dieselbe Richtung. Es gibt durchaus andere, weniger symbolische als handfeste Hinweise auf einen *nationalkonservativ inspirierten Ausweg*, den Shinzo Abe sucht. Darunter fallen für uns die Bemühungen, zur Atomkraft zurückzufinden. Momentan ist Japan auf hohe Erdöl- und Erdgasimporte angewiesen, was bei einer Abwertungspolitik teure Konsequenzen

hat. Aber es geht um mehr, nämlich um die Idee insularer Autarkie. Pfeil 3 wird nicht ein Programm zur Regulierung und Öffnung Japans sein, sondern eine Mischung aus merkantilistischen, Keiretsu-staatskapitalistischen und militaristischen Versatzstücken. Pfeil 3 wird die Fortsetzung erfolgloser Geld- und Fiskalpolitik «mit anderen Mitteln» sein. Geplant ist über die nächsten fünf Jahre eine Aufstockung der Rüstungsausgaben um 240 Milliarden Dollar, explizit für Hardware wie Tarnkappenbomber, Kriegsschiffe und Amphibienfahrzeuge.

Das ist gefährlich. Denn die *Weltgegend*, in der solches stattfindet, ist a priori *gefährlich* und auch im Umbruch begriffen. Die neue chinesische Regierung hat klar hegemoniale Ziele. Japan liegt geographisch auf der strategischen Bruchzone zwischen den USA und China. Südkorea, nicht eben für Sanftmut bekannt, leidet am meisten unter der japanischen Abwertungspolitik. China und Korea, beide miteinander, haben gegenüber Japan alte Rechnungen offen. Es geht hier nicht darum, den Teufel eines bewaffneten Konfliktes an die Wand zu malen. Kriege sind immer unberechenbar und letztlich für alle Seiten nachteilig, aus übergeordneter Sicht gewiss «unvernünftig». Politische Eliten und Oligarchien denken darüber aber oft anders, und man kann nicht behaupten, dass die Allgemeinheit in jenen Ländern viel zu sagen hätte. Es muss auch gar nicht ein offener Konflikt sein, die Installation einer Aufrüstungsspirale genügt bereits, um den bisherigen Erfolgen der Globalisierung eine Grenze zu setzen und Ressourcen (wieder einmal in der Geschichte) für letztlich unproduktive Zwecke zu verbrauchen.

KAPITEL 6

Japan, ein Lehrstück?

Fünfundzwanzig Jahre anämischen Wachstums und wenig Aussicht auf ein vernünftiges Ende des Schleppgangs: Grund genug, in anderen Weltgegenden darüber nachzudenken, was es besser, anders zu machen gäbe und was unbedingt zu verhindern wäre. Damit kämen wir zur Beantwortung der dritten Frage. Gibt es Lektionen aus dem japanischen Exempel, die zu verinnerlichen sich lohnen würden? Antwort: Nein und Ja.

Nein, weil Japan, wie soeben beschrieben, eben schon sehr speziell ist. Sozusagen alle westlichen Industriestaaten, weitgehend aber auch die aufstrebenden Schwellenländer, weisen eine bei weitem offenere Architektur als Japan auf. Das macht sie zeitweise anfälliger für abrupte Veränderungen beispielsweise der Kapitalströme, gleichzeitig zwingt es sie aber auch, die Strukturen so anzupassen, dass sie internationale Akzeptanz finden. Der dauernde Wettbewerbsdruck, so lästig er im Einzelfall auch sein mag, wirkt dynamisierend und hält als letztlich einzig probate Kraft den politischen Sektor in Schach. Bei allen Vorbehalten, die wir beispielsweise gegenüber den Reformanstrengungen in den südeuropäischen Ländern hegen: Ohne den Druck der Finanz-

märkte hätte es keine europäische Staatsschuldenkrise gegeben und hätte noch viel länger weitergewurstelt werden können. Internationale Offenheit bewirkt immer auch ein gewisses Mass an internationaler Abhängigkeit und an Beeinflussbarkeit. Die Frage ist, ob das Korrektiv durch den Markt angesichts der uneingeschränkten Stabilisierungszusagen der EZB wirklich noch gegeben ist. Wir bezweifeln dies.

Deshalb gibt es auch Grund zur Bejahung der gestellten Frage. Denn das Hysterese-Problem ist zu offensichtlich, als dass man es einfach auf die leichte Schulter nehmen könnte. Weder in den *USA* noch in *Europa* kann man von einer über die reine Stabilisierung des Finanzsystems hinausgehenden Erfolgsgeschichte der Geldpolitik reden. Das *Wachstum* ist zu *tief*. Aber die hohen Schuldenstände der Staaten lassen umgekehrt echtes Wachstum, einhergehend mit höheren Zinsen, gar zum Horrorszenario für die Politik werden. So sieht – eben – eine Falle aus.

In abgeschwächtem Masse, aber trotzdem, stellt sich damit auch in den westlichen Industriestaaten die Frage, wie denn der Pfeil 3, die Strukturpolitik, konkret aussehen könnte. Die Versuchung, der Wirkungslosigkeit der geld- und fiskalpolitischen Instrumente mit merkantilistischen Mitteln zu begegnen, ist leider durchaus gegeben. Nicht, dass westliche Politiker Schreine besuchen. Beobachtbar ist aber immerhin eine vermehrte Hinwendung zur Verfolgung nationaler Interessen und, was nicht weniger wichtig ist, die Akzeptanz solchen Vorgehens in der Öffentlichkeit. So wurde mit letztlich bemerkenswerter Gelassenheit in Deutschland zur Kenntnis genommen, dass das Geheimdienstprogramm der amerikanischen NSA auch Industriespionage umfasst. Was anderes, wenn nicht merkantilistisch motiviert, wäre denn die Nachrichtenbeschaffung bei Konkurrenten in sogenannten befreundeten Ländern?

Auch auf Seiten der Steuererhebung bei Unternehmungen scheinen sich nationale Interessen durchzusetzen. Laut einem Arbeitspapier der OECD sollen die Gewinnsteuern der Unternehmungen künftig vermehrt dorthin fließen, wo auch die «wirtschaftliche Substanz» liegt. Um das zu erreichen, müssten internationale Konzerne in Zukunft detailliert Auskunft geben über die Aktivitäten in den und zwischen den einzelnen Ländern. Dazu gehören Angaben über Beschäftigte, Lohnkosten, die Verrechnung von Zinsen, die Handhabung und Abgeltung des geistigen Eigentums, zentraler Dienstleistungen usw. Das lässt Ungutes erahnen. Erstens einmal für die Unternehmungen, welche den Aufwand für diese Offenlegungen tragen müssen. Zweitens aber auch für die Behörden, welche solche Konzernstrukturen verstehen sollten. Drittens zeichnet sich Konfliktpotential zwischen Ländern und Wirtschaftsblöcken ab. Und viertens wird dies dazu führen, dass Konzerne über eine «Entglobalisierung» nachdenken müssen, wenn sie nicht zwischen den sich bekämpfenden Fischen zerrieben werden wollen. Wird das aufzuhalten sein? Wohl kaum. Es entspricht dem derzeit herrschenden Zeitgeist, dem die öffentliche Hand heilig und das private Interesse abwegig ist. Man spricht von «Repatriierung der Unternehmensgewin-

ne» und versieht diesen schönen Ausdruck auch noch mit einem steuerethischen Etikett. Im Klartext geht es nur um das merkantilistische Ziel der Nutzenmaximierung des nationalen Fiskus.

Einmal mehr: Wir wollen nicht den Teufel an die Wand malen. Aber wer früh genug das Gras wachsen hört, hat länger Zeit, sich auf mögliche Entwicklungen einzustellen. Und diese mögliche Entwicklung sehen wir so, dass der Ausweg aus der geld- und fiskalpolitischen Falle anstatt durch einen Schub in Richtung Deregulierung und Strukturreform, ähnlich wie es Japans Premier Abe nun vormacht, in politischem Aktivismus und in der Wahrnehmung nationaler Interessen gesucht wird. «Nationale» Interessen waren und sind de facto immer Partikularinteressen von bestimmten Stakeholdern in Wirtschaft und Gesellschaft. Das macht ihre Ernennung zur allgemeinen Strategie für die Politik dermassen attraktiv. Öffnung und Deregulierung fallen demgegenüber aus politökonomischer Sicht völlig ab.

KAPITEL 7

Mehr denken ist angesagt

Was bedeutet das für die Kapitalseite der Wirtschaft, für den Anleger? Für uns stehen zwei Konsequenzen im Vordergrund. Erstens: Das goldene Zeitalter der *Globalisierung* und der *Konvergenz* ökonomischer Methoden dürfte fürs nächste einmal *vorbei* sein. Wo politischer Aktivismus angesagt ist, werden Fehler begangen werden. Konfliktpotential wird derzeit auf-, nicht abgebaut. Vorsicht ist geboten. Der chinesische Hegemonieanspruch wird das Weltwirtschaftssystem ebenso verändern wie die Gefahr, dass der Westen, darunter namentlich die Euro-Zone, in seiner selbstverordneten Hysterese-Falle verharrt oder eben auch, wie es Japan vorzumachen scheint, im Sinne der Fortsetzung der Politik «mit anderen Mitteln» auszubrechen versucht. Die USA werden noch unverblümter politische, militärische und wirtschaftliche Macht kombiniert zum Einsatz bringen. Rückschläge in der Einhaltung von WTO-Standards sind wahrscheinlich. Freihandelsabkommen werden weiterhin verhandelt, möglicherweise sogar unterzeichnet werden, aber deren Tiefe wird von geringer Natur bleiben.

Kapital ist grundsätzlich sehr flüssig, flüssiger als Quecksilber, und bewegt sich rasch dorthin, wo die effizienteste Kombination von Risiko und Ertrag vorliegt. Wir meinen, dass es sich, bei aller Notwendigkeit zur genügenden Diversifikation, lohnen wird, intensiver über Chancen und Risiken eines spezifischen Kapitaleinsatzes nachzudenken. Etwa so, wie wir dies in der vorliegenden Ausgabe der *bergsicht* mit Japan getan haben. Die Welt wird sich nicht überall und gleichmässig positiv entwickeln. Es gilt, die Unterschiede zu berücksichtigen.

Ein Zweites. Wenn die These der verringerten globalen Konvergenz stimmt, dann werden auf die *Unternehmungen* schwierige *strategische Herausforderungen* zukommen: Standortentscheide, die Evaluation von Rahmenbedingungen, die Einschätzung der politi-

schen Zuverlässigkeit. Es werden Fehler passieren. Es wird Unternehmungen geben, die sich den Gegebenheiten besser anpassen als andere. Der in einer hegemonialen Macht eingebettete Koloss wird sich im Vorteil wähnen, er wird für seine Vorzugsstellung aber einen hohen Preis ans System bezahlen müssen. Der agilere, kleinere Mitbewerber ist deshalb auch nicht chancenlos. Wer gezielt und nicht lediglich über einen Indexkorb investieren will, tut gut daran, die Frage nach der Fähigkeit der Organe in den Unternehmungen genau zu prüfen.

Ein Letztes: Macht eine weniger konvergente Welt weniger Freude? Sicherlich dann, wenn Nationalismus in offene Konflikte ausartet. Nicht zwingend, wenn dadurch die Vielfalt der Welt wieder hinzugewinnt. Es muss auf die Länge nicht alles amerikanisch sein auf diesem Globus.

KH, 17. FEBRUAR 2014

—
M1 AG
Postfach 344, Museumstr.1
9004 St.Gallen – Schweiz
Telefon +41 (0) 71 242 16 16
Telefax +41 (0) 71 242 16 17
info@m1ag.ch
—
Abonnieren: www.bergsicht.ch