

Transparenz

QUARTALSREPORT

AUSGABE HERBST | 11

KORREKTUR DER KONJUNKTURAUSSICHTEN UND ALS QUITTUNG EINE TALFAHRT IM ZEICHEN PANISCHER ANGST

Der aus unbeholfenen Politikern und wachstumspessimistischen Analysten angerührte Cocktail war gar nicht nach dem Geschmack der Finanzmärkte. Sie setzten Ende Juli zum Sturzflug an, fingen sich Ende August kurz auf, um gleich darauf wieder dramatisch abzusacken. Vertrauensstiftende Signale sind derzeit rar.

Staatsschulden erleben einen deutlichen Wahrnehmungswandel. Was bisher eine Investition in die Zukunft war, entpuppt sich immer mehr als leichtfertige Belastung kommender Generationen. Die in über 30 Jahren angehäuften Schuldenberge haben allgemein bedrohliche Dimensionen angenommen. Plötzlich sind Staatsschulden wieder ein Risiko – was sie auch die längste Zeit ihrer Geschichte waren. Entsprechend stehen ganz besonders die Bankentitel unter Druck. Die Staatsanleihen in ihren Büchern dienen als Gewinnmaschine. Momentan sieht man es etwas anders. Eine Beruhigung ist in Europa erst wieder

zu erwarten, wenn die deklarierte Solidarität der Euro-Staaten konkrete Formen annimmt und sich ein Erfolg der Sanierungsprogramme abzeichnet. Nach Lage der Dinge sind Spanien, Irland und auch Portugal auf gutem Weg. Italien unter seinem überalterten Ministerpräsidenten wird wohl sein Sanierungsprogramm noch nachbessern müssen. Bleibt der unangenehme Fall Griechenland. Dort läuft es angesichts des Schuldnergebarens wohl auf eine Quasi-Verpfändung des Landes hinaus.

Verschärfend bei der Exploration finanzpolitischen Neulands und der damit verbundenen Unsicherheit wirken die gedämpften Wachstumsaussichten, die seit Juli herumgeboten werden. Rückblickend darf man festhalten, dass allzu viele Analysten und Konjunkturbeobachter zu Beginn des Jahres übertriebene Erwartungen geweckt hatten. Zweifellos fällt die erwartete konjunkturelle Beruhigung stärker aus als prognostiziert. Sicher werden auch die staatlichen Konsolidierungsanstrengungen kurzfristig kaum die Konjunktur beleben. Aber deswegen ist noch keineswegs mit einem Absturz in eine brutale Rezession zu rechnen. Oder womöglich mit einer strukturellen Depression nach japanischem Muster. Alles in allem sieht es mehr nach einer Beruhigung aus, wie sie in

der Mitte eines Konjunkturzyklus durchaus üblich ist. Auf ihr lastet jedoch die Euro-Krise, die sich nicht zuletzt an den rasant abgelaufenen Währungsverschiebungen ablesen lässt. In der Zwischenzeit hat sich die Nationalbank aufgerafft, eine Untergrenze von 1,20 Franken anzugeben. Ob dies reicht, die Schweizer Textilindustrie zu retten, bleibt doch sehr fraglich. Ist die Krise einmal überstanden, wird sich auch die massive Überbewertung des Frankens abbauen. Angesichts der Unsicherheiten auf der Zeitachse spricht wenig dafür, Währungsrisiken einzugehen, auch wenn das Pfund Sterling und die norwegische Krone derzeit günstig bewertet sind.

Bei den Obligationen sind amerikanische und deutsche Staatspapiere eindeutig überbewertet, Titel aus der westeuropäischen Peripherie – Spanien, Portugal, Irland – dagegen vorerst noch zu risikoreich. Dies könnte sich im nächsten halben Jahr ändern. Vorerst spricht jedoch alles für die Anleihen erstklassiger

Unternehmen mit starken Bilanzen. Mit Blick auf die flache Zinskurve sind Laufzeiten über fünf Jahre uninteressant. Als Beimischung empfehlen sich auch Anleihen aus den aufstrebenden Märkten in lokalen Währungen (Emerging Markets Local Currency Bonds). Die Zinsen sind attraktiv, und das Aufwertungspotential der Währungen bleibt intakt. Im Frankensegment ist es dagegen schwierig, etwas Vernünftiges zu finden. Unter dem Vorbehalt, dass es nicht zu einer Rezession kommt, bieten Aktien eindeutig das bessere Potential. Nach den überaus kräftigen Korrekturen sind erstklassige Dividentitel wie Novartis oder Nestle, Air Liquide und Vinci zu Ausverkaufspreisen erhältlich und damit unter dem Aspekt regelmässiger Erträge eine echte Alternative zu Anleihen. Novartis werfen derzeit eine Frankenrendite von über fünf Prozent ab. Edelmetalle haben eine Phase stark anziehender Notierungen hinter sich, bleiben im derzeitigen Umfeld aber weiterhin aussichtsreich.

Die starken Börsenschwankungen werden aller Wahrscheinlichkeit nach bis weit in den Herbst hinein anhalten. Die Anleger brauchen derzeit eiserne Nerven. Die Lage ist jedoch alles in allem keineswegs so verheerend, wie die Presse sie suggeriert.

«Eine Beruhigung ist erst zu erwarten, wenn die Solidarität konkrete Formen annimmt...»

Unternehmen mit starken Bilanzen. Mit Blick auf die flache Zinskurve sind Laufzeiten über fünf Jahre uninteressant. Als Beimischung empfehlen sich auch Anleihen aus den aufstrebenden Märkten in lokalen Währungen (Emerging Markets Local Currency Bonds). Die Zinsen sind attraktiv, und das Aufwertungspotential der Währungen bleibt intakt. Im Frankensegment ist es dagegen schwierig, etwas Vernünftiges zu finden. Unter dem Vorbehalt, dass es nicht zu einer Rezession kommt, bieten Aktien eindeutig das bessere Potential. Nach den überaus kräftigen Korrekturen sind erstklassige Dividentitel wie Novartis oder Nestle, Air Liquide und Vinci zu Ausverkaufspreisen erhältlich und damit unter dem Aspekt regelmässiger Erträge eine echte Alternative zu Anleihen. Novartis werfen derzeit eine Frankenrendite von über fünf Prozent ab. Edelmetalle haben eine Phase stark anziehender Notierungen hinter sich, bleiben im derzeitigen Umfeld aber weiterhin aussichtsreich.

Vom Leichtsinn über die Panik zum Realismus

NACHDEM DIE SYSTEMGRENZEN AUSGEREIZT SIND...

Seit weit über dreissig Jahren leben Europa und die USA über ihre Verhältnisse. Die Realität holte sie mit einer gewissen Brutalität heim. Rechtzeitig eingeleitet wäre die unvermeidliche Konsolidierung sehr viel sanfter angelaufen – und damit auch ohne die dramatischen Marktverwerfungen, die im Sommer zu beobachten waren. An fürsorglichen Hinweisen hat es nicht gefehlt.

Warnende Fingerzeige auf die Gefahr einer fundamentalen Vertrauenskrise gab es genug. Seit über 20 Jahren denken die USA über die Grenzen der Verschuldung nach. Aber darüber wurden es immer mehr, sieht man einmal von den Clinton-Jahren ab. Dabei wurde die Notwendigkeit, die Verschuldung zu bremsen, nie bestritten. Die Euro-Partner hatten sich bei der Lancierung ihrer Gemeinschaftswährung sogar selber ein Regelwerk geschrieben, das klare Grenzen setzt bei der staatlichen Gesamtverschuldung (60% des BIP) und der laufenden Neuverschuldung. Dass es übermässig streng war, wird niemand behaupten können. Drei Prozent des Brutto-Inlandprodukts gestatteten sich die Partner pro Jahr.

Ein dutzend Jahre später gehen sie deutlich weiter. Sie bekennen sie sich reihum zur «Goldenen Regel», zum ausgeglichenen Haushalt. Nur vereinzelt wagen Ökonomen eine kritische Bemerkung zu der haushaltstechnischen Selbstfesselung. Dass die Regierungen der straffenden Wirkung eines starren Korsetts vertrauen, ist unübersehbar. Dass sie sich mit ihrer laxen Haushaltsdisziplin das Formtief selber eingebrockt hatten, aber auch.

Wie es eben so ist, wenn der Mensch zu lange mehr isst als nötig und sich gleichzeitig auch noch zu wenig bewegt: Der Formaufbau wird gerade in seiner Anfangsphase zu einer gewaltigen Anstrengung. Auf dem mühsamen Weg vom guten Vorsatz zum konsequenten Umsetzen bleibt der Wille gerne auf der Strecke. Von der Willensförderung

leben unzählige Kurzentren und Fastenkliniken. In einer – noch dazu staatlich – organisierten Gesellschaft ist der Weg von der Einsicht zur Umsetzung noch etwas schwieriger. Sie ist sich im allgemeinen nicht einig, wer abzuspecken hat. Am Ende des Tages fährt eine Gesellschaft nicht schlecht, wenn sie den Eindruck gewinnt, dass alle etwas nach Massgabe ihrer Möglichkeiten beisteuern.

Die sogenannten kleinen Einkommen sind in Europa in den letzten Jahren keineswegs nur Opfer gewesen. So gut wie alle Staaten schütteten grosszügige Abwrackprämien aus, um der Automobilindustrie unter die Arme zu greifen. Von diesen Prämien hatten die kleinen Einkommen am meisten – und sie machten davon auch den gescheitesten Gebrauch: Sie erwarben Wagen, die mit wenig Treibstoff auskommen, und entlasten damit ihre Budgets. Insofern sind auch die prima vista sozial ungerechten Mehrwertsteuererhöhungen durchaus zumutbar. Besonders, wenn sie zeitlich begrenzt sind.

Alles in allem kehrt in Europa plötzlich ein bislang unbekannter Realismus ein. Es setzt sich die Einsicht durch, dass es noch niemandem auf Dauer gelungen ist, über seine Verhältnisse zu leben. Bezeichnenderweise ist in der

**«Mehr Sozialismus
verlangen derzeit
nicht einmal die
Gewerkschaften...»**

aktuellen Euro-Haushaltskrise praktisch keine fundamentale Systemkritik zu vernehmen. Schrilte Töne, ja. Aber niemand evoziert mit verklärtem Blick das «goldene Zeitalter» des real existierenden Sozialismus und einer Staatswirtschaft.

Selbst den Gewerkschaften ist heute klar, dass sie sich mit einer Verkrustung der Arbeitsmärkte in Form exzessiven Arbeitnehmerschutzes nur das eigene Grab schaufeln. Niemandem kann entgehen, dass die Arbeitnehmer in Ländern wie Italien, Spanien und Griechenland unendlich viel mehr Rechte haben als in der Schweiz, dafür aber auch einen hohen Preis bezahlen. Die Arbeitslosigkeit ist erschreckend. Die Eidgenossenschaft dagegen kennt nur sehr eingeschränkte Arbeitnehmerrechte, aber keine Arbeitslosigkeit. Der Zusammenhang

zwischen flexiblen Arbeitsmärkten und Beschäftigung ist unübersehbar. Die Europäische Zentralbank und die EU-Kommission in Brüssel fordern denn auch dringend einen Abbau des exzessiven Arbeitnehmerschutzes an, um wieder zu einem spürbaren Wirtschaftswachstum zu kommen. Dass flexible Arbeitsmärkte allein aber längst noch keine Garantie für Vollbeschäftigung und Wachstum sind, zeigt in aller Deutlichkeit das Beispiel der USA. Das Land ist heute nicht zuletzt ein Opfer seiner intensiv gelebten Kultur der Gier. Selbst überaus margenstarke Erzeugnisse lassen amerikanische Unternehmen längst lieber in Asien fertigen, als minime Einbussen bei der Gewinnspanne in Kauf zu nehmen. Ein krasses Beispiel liefert Apple mit seinen «iPads», den elektronischen Lesegeräten. Die Marge liegt deutlich über 50 Prozent. Bei einer Herstellung in den USA wären es weniger als 50 Prozent. (Im allgemeinen jubelt die Industrie bereits, wenn es ihr gelingt, Margen von zehn bis zwölf Prozent zu erwirtschaften.)

Einem Staat kann eine Produktionsauslagerung nicht gleichgültig sein. Es geht Steuersubstrat verloren. Womöglich sind sogar noch mehr Arbeitslose zu alimentieren; und sicher quittieren die Wähler beim nächsten Urnengang solche unerwünschten Entwicklungen höchst ungnädig. Die Staaten haben in dieser Lage nur eine Chance, wenn sie es schaffen, ihr Qualitätsimage («Made in...») auszuspielen (oder es aufzubauen) und die Standortkosten in den Griff zu bekommen.

Franz Blankart, von 1986–1998 Chef des Bundesamts für Aussenwirtschaft und lange Jahre Schweizer Chefunterhändler in Brüssel, prägte einmal das Bild vom Staat als Hotelier. Er muss sich seine Gäste suchen und sie bei Laune halten. Die wünschenswerte emotionale Zufriedenheit schafft er nur mit qualifiziertem Personal. Die Lage seines Hotels kann er nicht ändern.

Derzeit erlebt unsere Welt (auch) einen intensiven Standortwettbewerb. Das Bewusstsein dafür ist durchaus vorhanden. Aber es ist etwas einseitig ausgeprägt. So steht ausgerechnet die bescheidene Inselrepublik Irland ständig am Pranger, weil sie gerne mit dem Lockmittel der niedrigen Unternehmenssteuern operiert. Dabei wird aber gerne übersehen, dass Irland für die meist amerikanischen Grosskonzerne den Vorteil bietet, englischsprachig zu sein und über ein sehr solides Erziehungssystem zu verfügen. Gleichzeitig glänzt der irische Arbeitsmarkt mit bemerkenswerter Flexibilität. Eine Standortpolitik, die ihren Namen verdient, ist also alles andere als eindimensional. In gewisser Weise zeigt sich, dass auch wirtschaftspolitisch die Zeit der Ideologien vorbei ist. Damit bestätigt sich wieder eine Prognose Charles de Gaulles. Der Gründer der fünften Republik und ihr Präsident bis 1969 sagte mitten im kalten Krieg: «Die Ideologien gehen vorbei, die Nationen bleiben.» In dieses Bild des Endes der Ideologien fügt sich, dass wir heute realistischere auch von einem Ende des aggressiven Social-Engineerings ausge-

hen müssen, das in Europa seit 30 Jahren Mode ist. Der Ehrgeiz, 60 Prozent und mehr eines Jahrgangs zur Matur und womöglich noch zu einem Studium zu bringen, hat nur dazu geführt, das heute in weiten Kreisen ein Studium mit einer Berufsausbildung verwechselt wird. Das traurige Ergebnis sind die Demonstrationen der «Indignierten» auf dem Hauptplatz von Madrid.

Den Sozialaufstieg zu fördern, ist ebenso wenig eine staatliche Aufgabe wie die individuelle Persönlichkeitsentfaltung. Die sicher gut gemeinten Ansätze haben nur zum Aufbau einer Opfergesellschaft geführt – keineswegs eine Gesellschaft, die etwas opfert, sondern in der es Mode wird, sich als Opfer der Gesellschaft zu definieren und daraus womöglich einen Anspruch auf Entschädigung abzuleiten. Wenn im Zeichen sparsamer Wirtschafts- und Lebensführung der Einzelne wieder lernt, für sich selber verantwortlich zu sein, können die gesamtgesellschaftlichen Auswirkungen nur segensreich sein.


Die Jahre, in denen alles möglich schien, enden mit der Einsicht, dass keineswegs alles möglich war. Die Rechnung kam einfach nur mit Verzug. Dafür aber gleich mit Zins

und Zinseszinsen. Etwas über 20 Jahre nach dem ruhmlosen Ende des real existierenden Sozialismus zeigen sich eben auch die Grenzen der westlichen Alternativen. Mit moderner Finanzmathematik lässt sich die unangenehme Wirklichkeit begrenzter staatlicher Ressourcen

so wenig aus der Welt schaffen wie mit sozialistischen Losungen oder der öffentlichen Anbetung der «Helden der Arbeit».

Die Krise, die Europa und die USA derzeit durchlaufen, ist die Quittung für den übertriebenen Optimismus der letzten 20 Jahre. Angeführt vom amerikanischen Historiker Francis Fukuyama, der vollmundig das «Ende der Geschichte» verkündet hatte, dachte eine ganze Generation, zumindest auf der Siegerstrasse der Geschichte angelangt zu sein. Sie war nur eine abschüssige Route in den Morast. Die tröstliche Erkenntnis: Wir stehen immer noch eher am Anfang unserer Geschichte als an ihrem Ende.

Womöglich haben wir uns die letzten Jahrzehnte einfach nur im Kreis bewegt. Plötzlich stellen wir wieder fest, dass nicht Systeme, sondern Personen zählen. Dass persönliche Verantwortung, Eigeninitiative und individuelle Risikobereitschaft durch nichts zu ersetzen sind. Damit gelangen wir nach all den vielgepriesenen Modellen eines sozial verbrämten Kapitalismus («soziale Marktwirtschaft») wieder bei stockbürgerlichen Werten an und erinnern uns – hoffentlich – an alte Familientugenden.

Darunter fällt auch der bedachtsame Umgang mit fremdem Geld, wenn es denn schon sein muss angesichts eines unabweisbaren Investitionsbedarfs. Wenn wir diese Lehren nicht bei nächster Gelegenheit wieder vergessen, haben wir die Krise womöglich im Grunde hinter uns. Was noch vor uns liegt, wäre dann im wesentlichen das Aufräumen. Dazu gehört auch die verstärkte Integration in Europa. 

«Die Krise ist die Quittung für den übertriebenen Optimismus der letzten 20 Jahre.»

GELD UND GESCHICHTE

Als es schwierig wurde, Kriegsanleihen unterzubringen

In «The Great Disorder, Politics, Economics, and Society in the German Inflation 1914-1924», Oxford 1997, schreibt Gerald D. Feldman:

Während es der Zensur gelang, der öffentlichen Verwendung und Diskussion des Wortes ‚Inflation‘ vorzubeugen, und die Reichsbankführung betonte, dass Preissteigerungen und Geldknappheit weitgehend aufs Horten zurückzuführen seien, sahen genaue Beobachter, dass Deutschland mehr erlebte als eine Teuerung, wie man sie vor dem Kriege erlebt hatte. Die Reichsbank vermied während des gesamten Krieges sorgsam, das Wort in ihren Bekanntmachungen oder Veröffentlichungen zu verwenden. Im April 1918 raffte sich jedoch Finanzminister Graf von Roedern auf und wagte vor dem Reichstag von der «Geld- und Kreditinflation» zu sprechen, «unter der wir jetzt zweifellos leiden». In einer vertraulichen Sitzung des Reichsbankkuratoriums vom 4. Juli 1918 – nur elf Tage vor der letzten deutschen Offensive, auf die unmittelbar die französische Gegenoffensive folgte, die das militärische Ende Deutschlands einleitete – gestand er: «Der Gesamtumlauf der Schatzanweisungen hat sich nach der letzten Kriegsanleihe nur von 39 auf 36,4 Milliarden reduziert. Jetzt erreicht er bereits wieder 37 Milliarden. Die absolut notwendige

Deckung dieser Schatzanweisungen nach dem Krieg wird ausserordentlich schwierig werden, wenn wir keine grosse Kriegsschädigung erhalten. Selbst dann wird es nur möglich sein, wenn das Reich seine Ausgaben vollständig deckt durch ständige oder einmalige Einnahmen, so dass es die ausserordentlichen Einnahmen dazu verwenden kann, die ungedeckten Schulden in einigen Jahren abzubauen.» In Wahrheit waren die 5,2 Milliarden Mark ungedeckter Schulden eine neue und erschreckende Erfahrung. Regierung und Reichsbank finanzierten den Krieg, indem sie mehr und mehr Geld druckten, taten sich aber zunehmend schwer, die dadurch geschaffene Liquidität zu kontrollieren oder anzupfaffen. Die Begeisterung für Kriegsanleihen schwand – nicht nur bei den Landwirten, die ihr Geld lieber unter der Matratze oder in den Strümpfen versteckten. Die Regierung versuchte, die rückläufige Nachfrage nach Kriegsanleihen aufzufangen mit Einschränkungen bei der Gründung neuer Kapitalgesellschaften oder der Kotierung neuer privater

Aktiengesellschaften und Anleihenemissionen. Dies schien alles um so nötiger, weil Länder und Gemeinden den Kapitalmarkt ebenfalls beanspruchten – über die Darlehenskassen – und damit wahrscheinlich auch nach dem Krieg fortfahren würden. Sie hatten 1916 insgesamt 25 Prozent der Ausleihungen der Darlehenskassen absorbiert, 1917 waren es 74,9 Prozent und 1918 sogar 84,5 Prozent. Das Problem erschöpfte sich jedoch nicht nur darin, grosse Bargeldbestände in die Kriegsanleihen zu lenken. Es bestand ebenso die Gefahr, dass die Investoren ihre Kriegsanleihen loswerden wollten. Im August 1918 sah sich die Reichsbank gezwungen, vom Verkauf von Kriegsanleihen dringend abzuraten, sofern kein unmittelbarer wirtschaftlicher Zwang vorlag. Der Verkaufsdruck wurde so stark, dass sie sich weigerte, die Zeichnungsquote für die 9. Kriegsanleihe zu verbessern, indem sie alte Kriegsanleihen nicht mehr länger zur Zahlung akzeptierte. Ungeachtet dieser Massnahmen fühlte sich Reichsbankpräsident Havenstein zunehmend hilflos angesichts der bislang praktizierten

«Die Begeisterung schwand nicht nur bei den Landwirten...»

Kriegsfinanzierung. An den Börsen grassierte im Frühjahr 1918 die Spekulation. Er führte es freimütig zurück auf «die Gewinnsteigerungen einer Reihe von Unternehmungen und die grossen, persönlichen

Gewinne der Kriegsprofiteure ... neben einer Armee von Bankangestellten, die Konsortien bis hinunter zu den Sekretärinnen bilden». Er gelangte zum Schluss, dass «effektive Hilfe nur von einer grossen Kriegssteuer kommen könne.» Die Reichsbank musste jedoch ihren Wunsch nach Steuererhöhungen im Kampf gegen die Geldhortung für sich behalten, um den Absatz der Kriegsanleihen nicht zu gefährden. Landwirte waren wieder und wieder zu beruhigen, dass ihre Bankkonti vertraulich waren, dass Banken kaum niederbrennen oder ausgeraubt würden, dass es keine Sondersteuer auf die Zinsen geben würde und dass die Kriegsanleihen bei Fälligkeit zurückgezahlt würden. Bemerkenswerterweise erstreckte sich der Vertrauensmangel bei Kriegsende in die Regierung und ihrer Versprechen nicht auf das Geld. Es wurde gehortet aus Sorge, dass die Regierung die Banken und Sparkassenkonti beschlagnahmen würde, um der Finanzkrise Herr zu werden Im Oktober und November 1918 setzte ein Run auf die Banken ein.



WEALTH MANAGEMENT AG