

Standortvorteil Wirtschaftspolitik

Finanzmärkte sanktionieren falsche Prioritäten

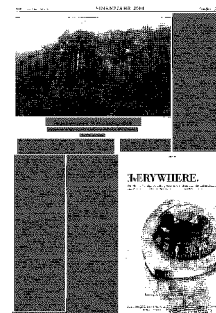
Von Giuseppe Benelli*

Die herben Korrekturen an den Finanzmärkten haben die Anleger stark verunsichert. Immer öfter wird von einem Paradigmenwechsel in der Finanzmarkttheorie gesprochen. Ein Blick auf einige fundamentale ökonomische Prinzipien zeigt jedoch, dass sich manche verwirrende Entwicklung mit ungünstigen wirtschaftspolitischen Weichenstellungen erklären lässt. Dies gilt nicht zuletzt auch für die Schweiz.

In den letzten Jahren hat die Entwicklung der Finanzmärkte sowohl die privaten als auch die institutionellen Anleger stark verunsichert. Nach den vergangenen herben Korrekturen wollen die Anleger zwar von steigenden Märkten profitieren, jedoch bei allfälligen Korrekturen kein Geld mehr verlieren. Vor diesem Hintergrund haben Pensionskassen ihre Risikomanagementsysteme kritisch durchleuchtet, und viele institutionelle Investoren stützen sich bei ihrer Anlagetätigkeit wieder vermehrt auf buchhalterische Kriterien. Die Grundsätze der Finanzmarkttheorie werden hinterfragt, und es wird immer öfter von einem Paradigmenwechsel gesprochen. Anstatt jedoch über die Angemessenheit verschiedener Finanzmarktmodelle zu philosophieren, lohnt sich ein Blick auf einige fundamentale ökonomische Prinzipien. Einige der scheinbar verwirrenden Entwicklungen an den Finanzmärkten lassen sich auf wirtschaftspolitische Weichenstellungen der vergangenen Jahre zurückführen. Darauf gilt es ein besonderes Augenmerk zu legen.

Rückfall ins «wirtschaftliche Mittelalter»?

Die neunziger Jahre waren in den meisten Industrieländern von einer Disziplinierung der Geld- und Fiskalpolitik geprägt. Sogar auf europäischer Ebene sorgten die Maastrichter Kriterien für eine gewisse mässige Harmonisierung. Diese Entwicklung hatte auch auf die Finanzmärkte positive Auswirkungen, und wir konnten fast überall eine lange Periode fallender Zinssätze geniessen. Die Rezessions- und Deflationsängste der letzten Jahre haben diese Situation verändert. Überall ist die Geldpolitik gelockert worden, und die meisten Länder verfolgen eine expansivere Fiskalpolitik. Mit den tiefen Realzinsen ist die private wie auch die staatliche Verschuldung gestiegen. Als Paradebeispiel wird immer wieder der



exponentielle Anstieg der Verschuldung in den USA erwähnt.

Auf politischer Ebene sorgt der internationale Terrorismus für eine höhere Volatilität der Finanzmärkte. Neue Gleichgewichte werden gesucht, und die Hegemonie der USA wird zunehmend in Frage gestellt. Dies zeigt sich anhand der europäischen Reaktionen auf verschiedene US-Gesetze, namentlich «Sarbanes-Oxley», die im Nachgang zu verschiedenen Finanzskandalen versuchen, die Buchhaltungsstandards wie auch die Vorschriften für Corporate Governance zu verschärfen. Diese Verschärfung hat zur Folge, dass immer mehr Ressourcen für Kontrollen und Überwachung eingesetzt werden, deren langfristiger Nutzen und positive Auswirkung auf das operative Geschäft ungewiss ist.

Auch die europäischen Industrieländer sind unflexibel und bürokratisch geworden, weshalb das Wachstum in den nächsten Jahren in den neuen Märkten zu suchen ist. Es stellt sich die Frage, ob Europa ins wirtschaftliche Mittelalter zurückfällt oder ob es in der Lage ist, die neuen

Herausforderungen zu bewältigen. Die EU ist um zehn neue Mitgliedstaaten erweitert worden, aber es ist noch unklar, ob diese eine neue Dynamik einbringen werden oder ob sich Europa in einen riesigen Interessenverband umwandeln wird. Der Liberalisierung der Märkte werden erneut nationale Interessen gegenübergestellt. Die regionale Betrachtungsweise der Politiker steht im Widerspruch zur Globalisierung der Märkte und den neuen Technologien, welche ein schnelleres und internationaleres Denken erfordern.

Die Schweiz im Regulierungseifer

Diese Problematik ist für die Schweiz von ausserordentlich grosser Bedeutung. Wird das Land seine Standortattraktivität auch weiterhin behalten, oder wird es sie verlieren? Über lange Zeit konnte die Schweiz von der instabilen politischen Lage und den schlechten wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen unserer Nachbarländer profitieren. Heute noch haben global tätige Unternehmen ihren Hauptsitz in der Schweiz und tragen zum Wohlstand der Schweiz bei. Diese Situation könnte sich aber rasch ändern, sollte der Standort in Zukunft an Attraktivität für internationale Investoren einbüßen.

Auslöser für eine solche Änderung muss dabei nicht unbedingt nur die Schweiz selber sein – sie kann sehr wohl auch von unseren Konkurrenzländern eingeleitet werden. Während die Schweiz immer noch über Sinn oder Unsinn einer moderaten Steuerreduktion philosophiert, haben osteuropäische Länder wie die Slowakei, Russland, Estland und Lettland bereits attraktive «Flat Tax»-Systeme eingeführt, eine neue Steuerart, die bei uns nach ersten zaghaften Vorstössen bereits wieder schubladisiert zu werden droht. Die Steuersituation in der Schweiz ist nicht mehr so attraktiv wie in früheren Jahren, und zudem ist die Staatsquote in den letzten Jahren systematisch gestiegen.

Auch bei den Regulierungstrends macht die

Schweiz als Musterknabe mit. Allein im letzten Jahr musste eine breite Palette von neuen oder verschärften Regelungen (z. B. Richtlinie der Eidgenössischen Bankenkommission [EBK] über die Rechnungslegungsvorschriften) und Regelungsentwürfen (EBK-Rundschreiben «Marktmisbrauch») bewältigt werden. In den kommenden Jahren ist zu erwarten, dass der Finanzmarkt mit weiteren regulatorischen Projekten konfrontiert wird, darunter die integrierte Finanzmarktaufsicht FINMA oder die Gesetzesentwürfe zu Corporate Governance und die Rechnungslegung und Revision (RRG). Bei der Finanzmarktregulierung werden zudem mit «Basel II» neue Eigenmittelvorschriften eingeführt, um die Bereitstellung von Reserven durch Banken risikoreicher zu gestalten. Auch hier müssen die regulatorischen Anstrengungen für eine höhere Sicherheit des Finanzplatzes, besonders dessen «Swiss Finish», den Befürchtungen der KMU bezüglich einer Verschärfung der Kreditpolitik gegenübergestellt werden. Die voranschreitende Marktregulierung, die Staatsquote und die Steuerpolitik beeinflussen nach wie vor die Erfolgchancen der Schweizer Unternehmen, die gegenwärtig im internationalen Vergleich mit Profitabilität- und Wachstumsproblemen zu kämpfen

haben. Diese Entwicklung wird die Finanzmärkte nicht unberührt lassen.

Regionale Interessen und internationale Reaktionen

Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen werden nach wie vor das Wachstum bestimmen. Wenn auch die politischen Entscheidungen von regionalen Interessen geleitet werden, müssen deren Auswirkungen und insbesondere die Reaktionen der Unternehmen heutzutage auf internationaler Ebene beurteilt werden. Investitionen werden dort vorgenommen, wo genügend Rechtssicherheit und Transparenz herrscht und wo man sich auf attraktive wirtschaftliche und rechtliche Rahmenbedingungen verlassen kann. Eine Änderung der regionalen Standortvorteile veranlasst die Unternehmen, die Allokation ihrer knappen Ressourcen zu überprüfen und ihre Aktivitäten an jene Standorte zu verschieben, welche die besten Voraussetzungen anbieten. Auf europäischer Ebene dürfte zum Beispiel die Verlagerung der Produktion nach Osten anhalten, zumal dort attraktive Steuersysteme und andere liberale Regeln zusätzliche Anreize schaffen.

Die Finanzmärkte reagieren auf solche Änderungen sehr sensitiv und übernehmen damit beinahe eine Überwachungsfunktion. So werden die Kapitalmärkte auf die vergangene Geldpolitik und die erhöhten Inflationsrisiken mit höheren Zinsen reagieren. Zudem werden sie für regionale Unsicherheiten zusätzliche Risikoprämien verlangen. Entsprechend werden börsenkotierte Unternehmen auf Mikroebene beurteilt. Jene Firmen, die bei ihrer Entwicklung die falschen Entscheidungen treffen, werden durch tiefere Kurse sanktioniert. Gesellschaften hingegen, die sich auf internationalen Märkten richtig positionieren und damit vom Wettbewerb der Standorte profitieren,

DocID: 1701646

MediaID: 0011

Color: 0

Topic: 0050261.01 Size: 53255mm²

Order: 0050679

Category: Vontobel

DocID: 1701646

MediaID: 0011

Color: 0

Topic: 0050261.01 Size: 53255mm²

Order: 0050679

Category: Vontobel

werden unabhängig von regionalen wirtschaftlichen Faktoren honoriert. Diesbezüglich sind international tätige Unternehmen gegenüber kleineren, inlandorientierten Unternehmen im Vorteil, da sie von der Regionalpolitik weniger abhängig sind.

Die Politik hat regionale Auswirkungen und kann die Attraktivität eines Standortes beeinflussen. Weil die Unternehmen regional immer weniger gebunden sind und sich auf konkurrenzfähigen internationalen Märkten bewegen müssen, hemmen wirtschaftspolitisch verbesserungswürdige Rahmenbedingungen die gedeihliche Entwicklung eines Landes und damit seines Finanzplatzes.

* Dr rer. pol. Giuseppe Benelli ist Chief Investment Officer der Vontobel-Gruppe.