



# FINANZ und WIRTSCHAFT

## «Positive Grundhaltung»

RICHARD KUSHEL

GL-Mitglied Black Rock

Black Rock ist ein global führender Asset-Manager und ist entsprechend stark in Aktien investiert. «Finanz und Wirtschaft» sprach mit Richard Kushel, Mitglied der Geschäftsleitung und Head of Portfolio Management.

□ Herr Kushel, Black Rock setzt trotz der verbreiteten Verunsicherung offensichtlich weiterhin auf Aktien.

Black Rock hat rund 1700 Mrd. \$ in Aktien investiert. Unsere Kunden haben sich entschieden, dieses Exposure zu haben. Wir haben eine positive Grundhaltung, was Aktien betrifft. Wenn sich die Situation in Griechenland beruhigt – wir müssen das von Stunde zu Stunde beobachten –, gibt es mit Blick auf die Bewertung durchaus Gründe, für amerikanische, nordeuropäische und teilweise asiatische Aktien optimistisch zu sein.

□ Ist Black Rock bestimmten Sektoren besonders zugetan?

Wir haben über hundert Investmentteams, und es bestehen zwingend unterschiedliche Meinungen, auch was die Beurteilung der einzelnen Branchen betrifft. Die Schlüsselentscheidung für Aktienengagements ist, was man von europäischen Finanzwerten hält. Wenn Investoren Aktienengagements riskieren wollen, müssen sie diese Frage beantworten.

□ Black Rock ist mit 5% an der Deutschen Bank beteiligt und ist der grösste Aktionär. Sind Sie zufrieden mit dem Investment?

Einzelne Positionen kommentieren wir nicht. Aufgrund unserer Grösse sind wir rund um den Globus in vielen Gesellschaften der grösste Aktionär. Unser grosses Indexgeschäft hat zur Folge, dass wir Aktien halten, losgelöst davon, ob wir das Unternehmen mögen oder nicht.

□ Das Asset Management wird heute von den Angelsachsen dominiert, Schweizer Banken spielen die zweite Geige. Weshalb?

Asset-Management-Gesellschaften müssen global aufgestellt sein. Ein Mitspieler macht einen grossen Fehler, wenn er sich als nationales Unternehmen definiert, das rund um den Globus investieren will. Unser Modell ist es, eine globale Firma zu sein. Wir wollen nicht leugnen, dass unser Hauptsitz in den USA ist und wir viel Personal in London beschäftigen. Wenn man sieht, woher das Wachstum kommt, sollten Asset-Management-Gesellschaften eher wie asiatische oder lateinamerikanische Unternehmen denken.

□ Was sonst wird Wachstum bringen?

Die demografische Entwicklung. Die Bevölkerung altert, und die Leute leben viel länger. Gleichzeitig hat man reale Ren-

FORTSETZUNG AUF SEITE 14

## Rezept für Europa

In der EU braucht es mehr lokale Eigenverantwortung. Krisen lösen durch Dezentralisieren. Schon die alten Griechen kannten den Vorteil der föderalen Struktur. REINER EICHENBERGER UND DAVID STADELMANN

Zur Lösung der Schuldenkrise im Euroraum wollen die Regierungen mehr Geld einnehmen und weniger ausgeben, das Wachstum fördern und die Fiskalpolitik koordinieren. Doch all die schönen Absichten ändern nichts an der Ursache des Problems: Die heutige Überschuldung ist das Ergebnis langjähriger schlechter Politik. Die Krise ist auch nicht eine Folge der Höhe der Schulden. Für einen gut funktionierenden Staat wären Schulden im Ausmass wie in Griechenland von über 150% des Bruttoinlandsprodukts tragbar. Denn für funktionstüchtige Staaten liegen die realen Zinsen längerfristig zumeist klar unter 2%.

Das Grundproblem ist, dass Griechenland und manch andere Länder in- und ausserhalb der Eurozone keine ausreichend gut funktionierenden politischen Institutionen haben. Die Marktteilnehmer misstrauen deshalb den heutigen Reformversprechen und verlangen hohe Zinsen, die die Schuldenlast für die Problemstaaten untragbar machen.

### Diktieren allein nützt wenig

Das Misstrauen gegenüber der griechischen und anderen Regierungen hat beste Gründe. Weshalb sollte auch angenommen werden, dass die gegenwärtigen und die zukünftigen Machthaber eine bessere Politik betreiben und erfolgreicher wirtschaften als ihre Vorgänger? Ein Fortschritt kann nur dann erwartet werden, wenn langfristig die Anreize und die Möglichkeiten der Entscheidungsträger zu guter und nachhaltiger Politik verbessert werden.

Eine Überwachung einzelner Staaten durch EU-Institutionen oder andere Mitgliedsländer bringt wenig, wie die Erfahrung mit dem Stabilitätspakt zeigt. Auch die nun in Brüssel diskutierte Einführung von Schuldenbremsen in den nationalen Verfassungen bringt keine Sicherheit, denn in rein repräsentativen Demokratien können Schuldenbremsen in der Regel leicht umgangen werden.

Eine glaubwürdige und dauerhafte Lösung des Schuldenproblems geht nicht ohne Dezentralisieren. Die moderne Wirtschaftsforschung bestätigt den positiven Einfluss von Dezentralisierung und Föderalismus auf die gesamtwirtschaftliche Leistung, auf die Effizienz des Staates und auf die individuelle Zufriedenheit der Bürger. Staatsdefizite und Verschuldung sind in dezentralen Ländern niedriger, Korruption und Vetternwirtschaft ebenfalls.

Dezentralisierung und Föderalismus begünstigen auch weitere fruchtbare institutionelle Innovationen. Illustrativ dafür ist die Schweiz: Drei ihrer wichtigsten Institutionen – die starke direkte Demokratie, der neue effizienzorientierte Finanzausgleich und die einigermassen

wirksame Schuldenbremse – wurden auf Bundesebene erst eingeführt, nachdem sie auf kantonaler Ebene ausgiebig erprobt und optimiert worden waren.

Die Kraft der Dezentralisierung zeigt sich auch in Europa. Der deutschsprachige Raum ist unter anderem deshalb wirtschaftlich so erfolgreich, weil er im Unterschied zu allen anderen europäischen Sprachräumen in relativ stark dezentralisierten Staaten aufgeteilt ist, zwischen denen ein intensiver Wettbewerb und Ideenaustausch bestehen. Ähnlich beruht der Erfolg der skandinavischen



Griechenland illustriert eine weitere Folge von Zentralisierung, den Zerfall der Steuermoral.

REINER EICHENBERGER

Länder auf besonders intensiver Konkurrenz untereinander und zwischen ihren relativ autonomen Gemeinden.

Griechenland hingegen ist das am stärksten zentralisierte Land in der EU. Deshalb wird immer nur ganz allgemein von griechischen Staatsschulden, aber nie von Schulden der Gebietskörperschaften gesprochen. Die Zentralregierung will ihre Vermögenswerte wie Häfen, Wasserversorgung etc. privatisieren, die jedoch nicht dem Zentralstaat, sondern, wenn schon der öffentlichen Hand, den Gebietskörperschaften gehören sollten.

Die griechische Bevölkerung hat genug von der Misswirtschaft und den Verfehlungen der Zentralregierung. Aber in einem überzentralisierten System hat niemand mehr ein Interesse, seine Zeit und seine Ressourcen für Sparsamkeit und Effizienz einzusetzen. Vielmehr gilt es für jeden, sich einen möglichst grossen Teil des zu verteilenden Kuchens zu sichern.

Griechenland illustriert auch eine weitere negative Folge von Zentralisierung, den Zerfall der Steuermoral. Eine hohe Steuermoral beruht darauf, dass die Bürger das Gefühl haben, ihr Beitrag zähle, und dass sie sehen, was mit ihrem Geld geschieht. Das stärkt ihre Bereitschaft, selbst Steuern zu zahlen, und es erhöht ihr Interesse daran, dass ihre Mitbürger Steuern zahlen. In überzentralisierten Staaten hingegen, wo die gesamten Steuereinnahmen zuerst in einen grossen Topf fliessen und dann – fast unabhängig vom lokalen Beitrag, dafür geprägt vom Machtgeschacher in der Hauptstadt – zurück in die Regionen, ist die Steuermoral entsprechend klein.

Um die Schuldenproblematik in den Griff zu bekommen, müssen die Länder in

der Eurozone deshalb echte Dezentralisierung und den Ausbau der lokalen und regionalen fiskalischen Eigenverantwortung zum Hauptthema machen. Portugal ist das am zweitstärksten zentralisierte EU-Land, und ausser Spanien – wo die Krise primär durch das Platzen der Immobilienblase getrieben ist – leiden auch die anderen von Schwäche gezeichneten Staaten an ziemlich offensichtlicher Überzentralisierung.

Der Vorschlag einer Dezentralisierung von Griechenland und anderen Problemländern in Europa folgt nicht nur aus der

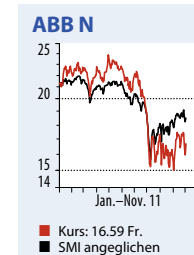
## EZB-Draghi überrascht die Märkte



Die Europäische Zentralbank reduziert den Leitzins. Sie erwartet eine moderate Rezession. Die US-Notenbank hält still. SEITEN 2, 29

Eurostaaten fordern von Italien Taten statt Worte. SEITE 27

## ABB will's wissen



Der Energie- und Automationstechnikkonzern legt die Messlatte hoch: Er will bis 2015 rascher vorankommen als die Konkurrenz. Der gute «Track record» spricht dafür, dass die neuen Konzernziele erreichbar sind. SEITE 2

## Auf Perlensuche

Die Zinsen sind tief, die Konjunktur schwächelt. Das ist das Umfeld, in dem sich die Anlage in Dividendenperlen besonders gut bewährt. Der Erfolg braucht aber Zeit. SEITE 15

## Gefahr in CDS

Kreditversicherungen bergen systemische Risiken. Sollte eine CDS-Gegenpartei ausfallen, ist die Anstreckungsgefahr für das Finanzsystem nicht ausgeschlossen. SEITE 39

## Man Group erstaunt

Wenig hat gefehlt, und die Pleite von MF Global hätte Man Group mitgerissen. Die Gründe, warum der Hedge-Fund-Manager die Tochter verkauft hat, erstaunen. SEITE 31

## Alpiq korrigiert

Der Energiekonzern zieht die Notbremse und richtet sich neu aus. Wertberichtigungen und Rückstellungen bringen das Unternehmen in die roten Zahlen. SEITE 19

## Geld und Brief

Calida Seite 3

## Praktikus

Aktienimage/Forbo Seite 13

Wer kann dem Alter schon ein Schnippchen schlagen

www.bbbiotech.com

**BB Biotech**  
Bellevue Investments

SIE SUCHEN  
EINE VERMÖGENSBERATUNG,  
DEREN STÄRKE DIE  
UNABHÄNGIGKEIT IST?

WWW.INFIDAR.CH  
TEL. +41 44 225 61 61

**INFIDAR**  
VERMÖGENSBERATUNG – SEIT 1954  
WIR KULTIVIEREN IHR VERMÖGEN.

Picard | Angst

Neuer Rohstoff-Fonds

Picard Angst Gruppe  
Bahnhofstrasse 13–15, CH-8808 Pfäffikon SZ  
+41 (0)55 290 50 00 | www.picardangst.ch

Was tun mit dem Schweizer Franken als «Quasi-Euro»?

Mit der aktuellen Politik der Schweizerischen Nationalbank wird der Schweizer Franken zum «Quasi-Euro». Anleger tun gut daran, ihre Währungsdiversifikation zu überprüfen. Wir beraten Sie gerne in einem persönlichen Gespräch.  
Mehr unter 071 242 50 00.

**WEGELIN & Co.**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1741