

## ANLAGE - KOMMENTAR NR. 184

8. Dezember 1997

### *Flucht in die Qualität*

„Die so beliebten Verschachtelungen 'substanzstarker' japanischer Firmen ... erweisen sich als systemgefährdender Sumpf mit unbekanntem Versenkungspotential.“ (Wegelin Anlage-Kommentar Nr. 167 vom 4. Juli 1995)

#### **1. Frohe Festtage!**

Ganz abgesehen davon, dass es ohnehin langsam Zeit für gute Wünsche zu den bevorstehenden Festtagen und zum Jahreswechsel wird, glauben wir am Ende des Jahres 1997 ganz besonders Grund zu haben, mit einer gewissen Zufriedenheit und Genugtuung auf ein sehr herausforderndes Jahr zurückblicken zu dürfen. Dies ist nach all den Turbulenzen an den Finanzmärkten im Gefolge der asiatischen Krise keineswegs zynisch gemeint. Und schon gar nicht überheblich, etwa weil man aufgrund der eigenen Vorsicht nur am Rande mit dabei war und mithin höchstens einige kleinere Blessuren mitbekommen hat. Das wäre billig und sehr nahe an der ohnehin nicht sehr festtäglichen Schadenfreude.

Nein, es ist durchaus ehrlich gemeint: Gerade wegen der tiefgehenden Erschütterungen in Asien dürfen wir höchste Genugtuung verspüren. Weshalb? Wir setzen ja seit Jahr und Tag darauf, dass die Finanzmärkte sehr effizient funktionierende Systeme zur Eruierung und Festlegung ökonomischer Werte darstellen. Deshalb ist es immer wieder sehr beruhigend, wenn man die Bestätigung dafür erhält, dass dies wirklich auch so ist, dass also die Effizienzhypothese tatsächlich zutrifft. Der wesentlichste Unterschied zwischen den meisten Finanzanalysen und unseren eigenen Überlegungen besteht ja darin, dass die ersten regelmässig davon ausgehen, die Finanzmärkte seien in verschiedener Hinsicht ineffizient. Und diese Ineffizienz lasse sich erst noch zugunsten einer eigenen (selbstverständlich überlegenen...) Anlagepolitik aus-

nützen. Es trifft natürlich zu: Die Märkte sind immer bis zu einem gewissen Grade ineffizient, da weder Information noch Transaktionen gratis zu haben sind und es sowohl bezüglich der zur Verfügung stehenden Information wie auch hinsichtlich der Transaktionskosten wesentliche Asymmetrien zwischen den Marktteilnehmern gibt. Und es gibt sie tatsächlich, die Leute mit der besseren Nase, und es gibt sie, die sich damit eine goldene Nase verdienen.

#### **Flucht in die Grösse**

Bei Drucklegung dieses Kommentars erreichte uns die Nachricht von der Fusion der zwei Schweizer Grossbanken Bankgesellschaft und Bankverein zur „United Bank of Switzerland“. Nun sollte es auch hierzulande definitiv klar geworden sein, dass der Globalisierungsdruck ausserordentliche Massnahmen nach sich ziehen kann. Die Schweiz ist keine Insel, im Gegenteil! Ob allerdings diese Flucht nach vorne, hin zur beinahe unüberschaubaren Grösse, langfristig die richtige Strategie sein wird, muss sich noch weisen. Momentan bleibt uns das schale Gefühl der Bankrotterklärung einer Generation, die sich entweder zur selbständigen Problemlösung ausserstande fühlte oder die es auch tatsächlich war.

Was heute schon eindeutig ist: Auf der Strecke zur fusionierten Riesenbank wird eine Anzahl langjähriger, guteingespelter Kundenbeziehungen bleiben. Gelegenheit für Kleinere, ihren komparativen Vorteil der Kundennähe auszuspielen. Der Strukturwandel im Bankgeschäft hat erst richtig begonnen.

Wir hingegen setzen darauf, dass die Märkte viel effizienter sind, als dies allgemein angenommen wird. Und schon gar nicht glauben wir von uns, allfällige Ineffizienzen systematisch und gewinnbringend auszunutzen zu können. Unser ganzes Bestreben geht deshalb seit jeher dahin, für unsere Anlagen Objekte zu finden, die sich in einem funktionierenden, d.h. effizienten Markt bewegen. Nicht umgekehrt. Zwischen der einen und der andern

Auffassung stehen Welten. Letztlich weltanschauliche.

Das tönt vielleicht etwas akademisch, ist aber derart grundlegend, dass sich dieser Anlagekommentar zu weiten Teilen damit befasst. Beginnen wir mit einem einleuchtenden und schon zu mehreren Malen angeführten Beispiel. Wir vertraten vor Jahren, genauer gesagt nach dem „überraschenden“ globalen Zinsanstieg von 1994, die These, die Bondmärkte seien enorm effizient geworden und diktierten im Grunde genommen den Notenbanken und Währungshütern die Bandbreiten für ihre Geld- und Währungspolitik. Die These der stark gestiegenen Effizienz stützten wir auf eingehende Beobachtungen über das Funktionieren und Verhalten der Obligationenmärkte im allgemeinen und der Swap- sowie der Futuresmärkte im speziellen. Die Fähigkeit, sehr schnell und sehr kostengünstig auf irgendwelche auch nur kleinsten Veränderungen in den Rahmenbedingungen und in der geldpolitischen Grundhaltung der Notenbanken zu reagieren, verleihe den Bondmärkten die Funktion eines Feedback-Systems, das je länger je besser, das heisst feiner, auf die gesamte Geldpolitik einwirken könne.

Darauf basierte dann unsere Zinsprognose. Sie lief darauf hinaus, dass immer wieder auftretende Zinsversteifungen längerfristig für konstante bis rückläufige Zinsen sorgen würden. Für uns wäre deshalb höchst beunruhigend gewesen, wenn seit dieser Prognose nicht immer wieder erneute „Zinsbuckel“ aufgetreten wären, oder anders gesagt, wenn der Feedback-Mechanismus nicht funktioniert oder sich gar als nichtexistent entpuppt hätte. Zwischen 1995 und Ende 1997 gab es (im US-Dollar) drei solcher Zinsversteifungen, jedesmal von den Medien und den Analysten als „Zinswende“ propagiert.

In der Natur existiert eine Vielzahl solcher und noch viel komplizierterer Feedback-Systeme. Ob Bauchspeichel-, Hirnanhangs- oder Schilddrüse: Ein System von Checks and Balances lebt von gegenseitigen Veränderungen. Dass die Reaktionen dann und wann in Form von Schüben ausgelöst werden, kennen wir auch von diesen Systemen her. Schübe, „Crashes“, Turbulenzen beweisen aber noch lange nicht, dass ein System nicht funktio-

niert. Wir gehen im folgenden auf die jüngst erlebte Flutwelle aus Asien ein. Dennoch – oder besser: gerade deshalb! – bleiben wir dabei: frohe Festtage. Das System ist intakt.

## 2. Kurze Rekapitulation

Erinnern wir uns noch einmal kurz der Geschehnisse in den letzten Monaten. *Erstens:* Beispielloser Anstieg der Aktienkurse an den Börsen in Europa und in den USA. Gelegentliche Inflations- und Zinsängste aufgrund robusten, wenn auch nicht übertriebenen Wachstums in den USA. Verhaltene konjunkturelle Entwicklung in Europa bei erstaunlicher Angleichung der makroökonomischen Daten (Konvergenz). Erfolgreiche Restrukturierungsbemühungen bei den grossen international tätigen Unternehmungen, Krebsgang im Binnenmarktsegment.

*Zweitens:* Konjunkturelle Wachstumseuphorie in Südostasien mit zum Teil zweistelligen Zuwachsraten. Übergang der politischen Herrschaft über Hong Kong an China. Aufkommende Zweifel an der Fähigkeit der Chinesen, mit allen Aspekten einer offenen Marktwirtschaft umzugehen. Anzeichen einer sich anbahnenden Währungskrise bei den während Jahren an den Dollar gebundenen „Tiger“-Währungen.

*Drittens:* Andauernde und sich noch zusätzlich bestätigende Konjunkturflaute in Japan. Dies trotz rekordtiefer Zinsen und jahrelang geübter fiskalischer Stimulation; Immobilienkrise, deflationäre Geldpolitik (Güterüberhang, sehr geringe Kreditschöpfung), Auf und Ab des Nikkei-Indexes auf tiefem Niveau (d.h. bis auf etwa ein Drittel des Höchststandes von 1989).

*Viertens* dann der Dammsbruch ab dem dritten Quartal 1997, vorerst die erwähnten „Tiger“-Währungen erfassend, später dann in dramatischer Weise die dortigen Aktienmärkte, schliesslich (vorläufig) endend in einer Anzahl von Bankzusammenbrüchen und einem schleunigst zusammengestellten Hilfsprogramm des Internationalen Währungsfonds (IMF).

Ein paar Zahlen: Die Börse von Japan ist währungsbereinigt gegenüber dem Schweizerfranken, im Vergleich zu anfangs 1997 um 19 % gesunken, Thailand um 69 %, Malaysia um 65 % und Korea um 52 %. In den USA hat

man im gleichen Zeitraum 33 % an der Börse verdient, in der Schweiz 49 % und in Deutschland immerhin 34 %. Die Unterschiede könnten extremer nicht sein.

### 3. Pseudokapitalismus

Es entbehrt nicht einer gewissen Ironie der Geschichte, dass das Musterland von gestern in diesen Tagen und Wochen aus den negativen Schlagzeilen nicht herauskommt. Wir erinnern uns noch sehr genau an die Kurse und Seminarien renommiertester Business Schools hüben und drüben des Atlantiks, die einzig dem Thema angeblicher japanischer Überlegenheit im Wirtschaftlichen gewidmet waren. Nichts, gar nichts ist davon übrig geblieben, im Gegenteil.

Um das japanische Debakel<sup>1)</sup> einigermaßen zu verstehen, muss man in der Geschichte ziemlich weit zurückblenden, nämlich bis in die Dreissigerjahre. In jener Zeit wurde die bis anhin relativ kapitalistisch strukturierte japanische Wirtschaft unter dem damals offenbar faszinierenden Eindruck der sowjetischen Planwirtschaft regelrecht in eine national-sozialistische Planwirtschaft umgebaut. Wichtige Elemente davon waren Zinskontrollen für die Banken, der Zwang zur physischen Besicherung von Unternehmenskrediten (was einem Ende der Kreditaufnahme durch Unternehmungen an den Kapitalmärkten gleichkam), eine Beschränkung der Unternehmensprofite und dergleichen dirigistische Massnahmen mehr. Die japanische Wirtschaft funktionierte in der Folge unter dem Diktat einiger grosser Holdingstrukturen, die ihrerseits mit der politischen Oberschicht aufs engste verbunden waren.

Nach dem Krieg zerschlugen die siegreichen Amerikaner die Holdingstrukturen, da diese als Finanzierungsmaschinen die japanische Rüstungsindustrie alimentiert hatten. Um Ähnlichem vorzubeugen, wurde ein Verbot von Holdinggesellschaften erlassen, was im wesentlichen zweierlei Folgen hatte: Erstens erwuchs dadurch, d.h. in Auffüllung des entstandenen Vakuums, dem Finanzministerium ein beinahe uneingeschränktes Machtimperium, zweitens trat an die Stelle der Holdings

ein Netz von informellen Strukturen mit völlig undurchschaubaren Kanälen und Kreuzbeteiligungen. Aus den *zaibatsu* (Holdings) wurden die *keiretsu*, eben jene Seilschaften, die dem Westen so lange Zeit vorbildlich schienen.

Das mächtige Finanzministerium regelte sodann den Geldfluss zwischen den (sparsamen) Japanern und den refinanzierungshungrigen Industrieunternehmungen. Den Sparern wurden Steuererleichterungen gewährt, dafür aber auch jegliche Wahl zwischen verschiedenen Spar- und Anlagevarianten genommen. Der Kapitalverkehr nach aussen war ohnehin unmöglich. Für das Kreditgeschäft mit Unternehmungen bekamen drei Banken, nämlich die Industrial Bank of Japan, die Long Term Credit Bank und die Nippon Credit Bank das Monopol; ihnen allein war die längerfristige Unternehmensfinanzierung vorbehalten, indem sie 5-Jahresdarlehen gewähren durften (auch hier wieder die Nähe zur Fünfjahresplan-Ideologie!). Die drei Banken ersetzten damit in Japan quasi den Kapitalmarkt. Die Industrieunternehmungen kamen aber aufgrund der hohen Sparquote (was anderes als Sparen blieb den Japanern denn übrig?) zu vergleichsweise billigem Geld.

Der reichliche Mittelfluss bzw. die fehlende Notwendigkeit für japanische Unternehmungen, sich am Markt um ihre Refinanzierung kümmern oder gegebenenfalls dafür kämpfen zu müssen, vermittelte ihnen gegenüber den westlichen Industriefirmen während langer Zeit einen nachhaltigen Vorteil. Japanischen Industriellen genügte ein heisser Draht ins Finanzministerium, und dann konnte das Geld fliessen. Derweil mussten sich die westlichen Manager mit so widerlichen Dingen wie Zinssätzen von bis zu 16 % (z. B. 1979 im US-Dollar) für einen Corporate Bond herumschlagen. Anstelle von guten Beziehungen zu Politikern mussten sie solche mit Finanzanalysten und Rating-Agenturen pflegen, und diese reagieren eher auf Bilanzen, Erfolgsrechnungen und Gewinnprojektionen denn auf Schmiergelder...

Die nach japanischem Gesetz erzwungene Rückbehaltung von Unternehmensgewinnen erlaubte sehr grosszügig dotierte Beiträge für Forschung und Entwicklung, führte aber auch

<sup>1)</sup> Die nachfolgenden Überlegungen stützen sich im wesentlichen auf eine Sonderbeilage zur Zeitschrift „The Economist“ über Japan vom Juni 1997

zu einer für unsere Begriffe völlig überproportionalen Bildung von Reserven. Immobilienschwere Substanzprotze mit tiefer Ertragskraft, Geschäftsbanken mit blindlings aufgeblähten Ausleihungen, entsprechenden Mammutbilanzen und extrem geringen Zinsmargen standen am Ende dieser Entwicklung.

Damit ist denn die japanische Geschichte auch schon weitgehend erzählt: Im Zeitalter der globalisierten Finanzmärkte hat ein so archaisch planwirtschaftliches, im wahrsten Sinne des Wortes in einer Art „National-Sozialismus“ stecken gebliebenes System keinen Raum mehr. Durch den Absturz des japanischen Börsenindex seit 1989, die gewaltige „Substanz“erosion am Immobilienmarkt, die Herabstufung der Währung, die Auslösung der Bankenkrise wurde *Japan neu bewertet*.

Unnötig zu sagen, dass das zwar im Laufe der letzten Jahre etwas gelockerte, in den wesentlichen Grundzügen aber immer noch durch und durch planwirtschaftliche System gegen sein Ende hin in hohem Masse Sumpfbüten der übelsten Sorte produzierte. Marktbeschränkungen und Korruption sind eben Zwillingsgeschwister. „Ermittlung gegen weitere japanische Wertpapierhäuser“ (5.6.97), „Nomura soll bestraft werden“ (16.7.97), „Geldstrafe für die japanische Dai-ichi Kangyo Bank“ (29.7.97), „Strafverfahren gegen den Broker Yamaichi“ (18.9.97), „Hausdurchsuchungen bei Daiwa“ (19.9.97; alle Zitate aus der NZZ): an Menetekeln hat es wahrlich nicht gefehlt!

Der freiheitlich denkende Mensch vermag dem japanischen System der verschlungenen Seilschaften und der straff organisierten Unternehmenskultur freilich kaum Tränen nachzuweinen. Die sehr weitgehende Vereinnahmung des Privatlebens der Mitarbeiter, das gemeinsame Morgenturnen, die lauthals gesungene Firmenhymne: allergische Reaktionen auslösende, untrügliche Kennzeichen einer letztlich – eben – im Faschismus stecken gebliebenen Denk- und Lebenshaltung. Wobei es vermutlich gerade diese totalitäre Essenz war, die in unseren Breitengraden Sympathien für dieses System auszulösen in der Lage war. Bei Leuten, die sich innerlich eben auch noch nicht ganz von diesen Vorstellungen abgemeldet hatten.

#### 4. Dschungelkapitalismus

Nicht zu trennen von der sehr speziellen Geschichte und Entwicklung Japans ist der Aufstieg und der (vorläufige) Fall der während den letzten Jahren so erfolgreichen „Tiger“-Ökonomien. Zum einen besteht die ökonomische Verbindung in der jahrzehntelangen Fehlallokation von Mitteln durch das japanische Finanzsystem. Ohne den absurden Finanzierungsdrang japanischer Banken gäbe es viele Prestigeobjekte in Korea, Taiwan, Malaysia, Singapur, den Philippinen nicht. Und vielleicht wären zum ändern auch gewisse Riesenkonglomerate gar nicht erst oder eventuell wenigstens in bescheidenerer Form entstanden, hätte nicht das japanische Vorbild der Sumitomo, der Sanyo und der Mitsubishi Pate gestanden.

Ebenso bedeutungsvoll für die Beurteilung der Lage in den erwähnten Ländern ist unseres Erachtens aber auch das Ungleichgewicht in der Entwicklung zwischen der hochtechnisierten Produktion einerseits sowie der gesellschaftlichen, der sozialen, der infrastrukturellen und der politischen Seite andererseits. Es kann auf die Länge einfach nicht ohne Eruptionen und Strukturbrüche abgehen, wenn man auf Gesellschaftsordnungen, die in vielerlei Hinsicht noch sehr archaisch strukturiert sind, modernste Produktionsmethoden aufpflanzt, denen auch wir trotz etwas Vorsprung nur knapp gewachsen sind. Das ist keineswegs (ab)wertend gemeint. Auch nichtdemokratische, unliberale Gesellschaftsordnungen haben ihre bestimmten Vorzüge und Reize. Ihre Kombination mit dem westlichen Kapitalismus hat aber gefährliche Seiten, die es im folgenden noch etwas eingehender zu beleuchten gilt.

Im Vordergrund steht dabei die unselige Verquickung wirtschaftlicher und politischer Interessen zu undurchschaubaren, vielfach korrupten Konglomeraten. Es sind dann aber genau diese meist sehr voluminösen *Unternehmungen*, die am Kapitalmarkt auftreten und international um Mittel nachsuchen. Ihre Aktien sind es, die man in den „Tiger-Funds“ findet, und von denen man nur eines mit Sicherheit weiss: dass der Anleger von A bis Z über den Tisch gezogen wird.

In der berechtigten Absicht, als Investor am beträchtlichen Wirtschaftswachstum dieser

Länder zu partizipieren, wird also just jener Sektor berücksichtigt, der mit Abstand am wenigsten zum Wachstum in diesen Ländern beiträgt: die grosse Grauzone zwischen Wirtschaft und Staat. Die fünf grössten Konglomerate Koreas sind laut „Economist“ im Durchschnitt in 140 verschiedenen Bereichen tätig. In der Kombination japanischen Konglomerate-Denkens mit dem nachhaltig manifestierten Wachstumshunger jener Regionen liegt denn auch die grösste Problematik der ganzen Region. Die Machtkartelle frassen sich systematisch in den Bereich der erfolgreichen Privatunternehmungen hinein. Übriggeblieben sind überdimensionierte, korrupte, überschuldete, defizitäre Dinosaurier. Und im Falle von Südkorea eine Aussenverschuldung von schätzungsweise 120 Milliarden Dollar.

Dabei wäre das wahre Wachstum ganz woanders gelegen, und damit auch die Chancen jener Region. Auf der Ebene der kleinen und mittleren Unternehmungen, nämlich dort, wo direkt Interessierte und Verantwortliche arbeiten, hart arbeiten, vermutlich mehr arbeiten als wir alle hierzulande und ganz sicher mehr als die ortsansässigen Bonzen in den Riesenpalästen von Kuala Lumpur, Singapur, Bangkok und Seoul.

### 5. Sozialisierung oder Sanierung?

Wie immer, wenn die internationalen Finanzmärkte schubartig realistischere Bewertungen herbeiführen und sich aufgeblähte Gebilde entladen, stellt sich die bange Frage, ob das System im Strudel der Turbulenzen nicht kollabieren müsse. Die übliche Antwort auf solche vermuteten Systemgefährdungen ist jeweils die Hilfestellung durch einen „lender of last resort“. Im Binnenbereich stellen jeweils die Notenbanken Solvenzhilfe zur Verfügung, um das Bankensystem eines Landes vor einem Zusammenbruch zu bewahren. Im internationalen Kontext kommt diese Aufgabe dem Internationalen Währungsfonds (IMF), den regionalen Entwicklungsbanken und allenfalls der Weltbank zu.

Bis dato wurde genau auf die beschriebene Weise Krisenbewältigung versucht. Bei Yamaichi stellte sich die Bank of Japan vor den Schuldner; im Falle von Korea hat soeben der IMF eine Hilfestellung über 50 Milliarden Dollar angekündigt. Solche Pakete werden an strenge Bedingungen zur Sanierung der Ver-

hältnisse geknüpft; in der Regel resultiert daraus ein für die Bevölkerung schmerzhaftes Austerity-Programm, mit dem vor allem der Staat entschlackt und Aussendefizite verringert werden sollen. Über die effektive Durchführung der Massnahmen wachen dann der Währungsfonds bzw. dessen Delegierte.

Selbstverständlich hat man Verständnis für diese Art von Krisenbewältigung und ist zugegebenermassen auch erleichtert, wenn damit fürs erste die Turbulenzen abebben. Nur gilt es, eines nicht zu vergessen: Die Beistandschaft durch den IMF ist an sich *kein marktwirtschaftliches Verfahren*; falls die Hilfestellung letzten Endes à fond perdu erfolgt, werden die Kosten des Debakels auf eine unbestimmte Zahl von Staaten, Institutionen und Personen verteilt, d.h. die Kosten und die künftigen Risiken werden sozialisiert.

Auf die Beistandschaft zur Wiedererreichung der Solvenz müsste deshalb zwingend eine konsequente Ausräumaktion folgen, was sowohl in Japan wie auch den am schlimmsten verschuldeten „Tiger“-Staaten nur eines heissen dürfte: (wirkliche, wirksame!) Deregulierung, Reform des Bankensystems unter Inkaufnahme erneuter, riesiger Abschreibungen, Zwangsvollstreckung für die konkursiten Konglomerate, Zerstückelung der halbstaatlichen Gebilde und Reprivatisierung der so gewonnenen Teile.

Unsere Lust, in jener Gegend wieder einmal zu investieren, hängt deshalb nicht so sehr davon ab, ob nach den Kurseinbrüchen von Oktober und November die Börsen nun „technisch überverkauft“ seien und deshalb eine Kurserholung ohnehin erfolgen müsste, sondern vielmehr davon, ob Chancen bestehen, dass im einen oder andern Land dem Markt doch noch ein höherer Spielraum zur Verfügung gestellt wird. Je mehr – durchgezogene! – Konkurse wir beispielsweise in den nächsten Monaten und Jahren in Korea und ähnlichen Ländern sehen werden, desto eher werden wir einer positiveren Beurteilung der Lage zuneigen.

### 6. Über die Finanzmarktfähigkeit

Die Turbulenzen im Gefolge der asiatischen Krise haben unseres Erachtens eine ganz zentrale Erfahrung gezeitigt: Im Grunde genommen waren die meisten Anlageobjekte aus Ja-

pan und den asiatischen „Tiger“-Ländern nicht eigentlich finanzmarktfähig. Was beinhaltet „Finanzmarktfähigkeit“ denn?

- Finanzmärkte sind im wesentlichen Ausgleichs- und Transmissionsmechanismen für ökonomische Information. Weniger akademisch: Über das Zustandekommen von Preisgleichgewichten wird erreicht, dass die Lagebeurteilung desjenigen, der verkaufen will und somit à priori eher negative Informationen berücksichtigt, mit derjenigen des Käufers, der eher positiven Informationen zuneigt, in übereinstimmende Berührung gebracht wird. Man kann diese informationsgenerierende Funktion der Finanzmärkte gar nicht überschätzen. Wenn nun aber in bestimmten Ländern und Regionen derart *illiquide Marktverhältnisse* herrschen, dass gar keine wirklichen Gleichgewichtspreise zustande kommen, dann fehlt eine der Grundvoraussetzungen eines Finanzmarktes, der diesen Namen verdient.
- Information muss im weiteren vergleichsweise einfach, d.h. kostengünstig, beschaffbar sein. Wo mangelnde *Transparenz* herrscht, trifft dies nicht zu, was letztlich den Preis pro Transaktion erhöht und zur Illiquidität der Märkte beiträgt.
- Finanzmärkte sind auf ein hohes Mass an *Rechtssicherheit* angewiesen. Dazu gehört die Sicherheit, dass Eigentum Eigentum bleiben wird. Weder direkte noch Enteignungen „auf kaltem Wege“ sind auf die Länge finanzmarkttauglich.
- In die gleiche Richtung geht das Erfordernis nach einem möglichst tiefen Ausmass an *Korruption*. Korruption ist ökonomisch ein Spezialfall des Agency Problems, des Interessengegensatzes zwischen dem ökonomischen Eigentümer und seinen „Agenten“, die für ihn tätig sind. Ob letztere in grossem Ausmass in ihre eigenen Taschen oder in diejenigen von Regierungsbeamten oder Mafiabossen „arbeiten“, ändert am Schaden des Eigentümers nichts. Das „Agency Problem“ lässt sich, wie einfache ökonomische Überlegungen ohne weiteres zeigen, nie gänzlich eliminieren. Seine Einbettung in einen rechtlichen Kontext ist aber für das Funktionieren der Finanzmärkte entscheidend. Wel-

che Bereicherung, welcher Bonus, welche Provision ist rechters, welche nicht – diese Frage muss gelöst sein bzw. muss Gegenstand ständigen Ringens mit Gesetzgebung und Justiz sein.

- Schliesslich ist auch die Abwesenheit von *volkswirtschaftlich unsinnigen Allokationsmechanismen* vonnöten. Die Finanzmärkte können zwar mit einer Vielzahl von Umverteilungsmechanismen und staatlich bedingten Ineffizienzen wie Subventionspraktiken u.a.m. durchaus umgehen. Wo aber grundsätzlich und jahrzehntelang Mittel in die ökonomisch falsche Richtung fliessen, entsteht ein Entladungspotential, das dann zu Dammbürchen à la Japan und Korea führen kann.

Den Finanzmärkten fehlt es an adäquaten Mitteln, sich in einem Umfeld extrem asymmetrischer Informationsverteilung, fragwürdiger Rechtsstaatlichkeit, hoher Korruption und nachhaltiger Fehlallokation von volkswirtschaftlichen Mitteln kontinuierlich zur Wehr zu setzen. Was nicht heisst, dass die Finanzmärkte sich nicht in jene Länder und Regionen ausbreiten würden. Gerade in liquiden Marktsituationen, d.h. wenn viele Gelder nach höheren Anlagerenditen suchen, können sich während einer gewissen Zeit von der Gesamtheit des Marktes getragene Illusionen aufbauen. Schutzmechanismen meist politischer Provenienz wie z.B. die Anbindung einer Landeswährung an den US-Dollar vermögen eine Weile diese Illusion zu konservieren. Um so brutaler ist dann die Katapultierung der Marktpreise auf den Boden der ökonomischen Realität. Markt ist halt, wie (Friedrich August von!) Hayek immer und immer wieder betonte, Trial and Error, und je länger der Error durch Verschleierung und interventionistische Kunstgriffe am Leben gehalten wird, um so folgenreicher ist sein Ende.

### 7. De-Securitisierung als Folge?

Nun werden sich die Verhältnisse mit Bezug auf Rechtsstaatlichkeit, Transparenz, Marktliquidität, Abwesenheit von Korruption usw. aber offensichtlich nicht so schnell ändern können, auch wenn wir meinen, dass gerade Krisen wie die asiatische von diesem Jahr wesentlich zu einer Gesundung beitragen müssten.

Es gibt einen Teil des volkswirtschaftlichen Refinanzierungsbedarfs, für den die Finanzmärkte kein oder nur ein suboptimal geeignetes Instrument zur Mitteläufnung anbieten: denjenigen Bereich, der in bezug auf die Finanzierung bei weitem mehr für das klassische Kreditgeschäft geschaffen ist. Es ist eben nicht gehüpft wie gesprungen, ob ein bestimmter Betrag an eine Bank geschuldet sei oder an eine Vielzahl letztlich anonymer Marktteilnehmer. Schuld ist sozusagen *nicht* gleich Schuld, wenn den Qualitäten des Gläubigers eine ökonomisch relevante Bedeutung zukommt. Ob jemand je seine Schulden samt Zinsen zurückzahlen wird, kann sehr wohl von der Qualität der Beziehung zwischen Schuldner und Gläubiger abhängen. Dort, wo diese Beziehung eine wesentliche Rolle spielt, ist das klassische Kreditgeschäft die überlegene Finanzierungsart, dort, wo es nichts ausmacht, wenn sich die Gläubiger die Türklinken in die Hand geben, ist der Ort für die Finanzmarktfinanzierung.

Es gibt Geschäftsbanken, die seit Jahr und Tag in höchst „schwierigen“ Ländern wie Indien, Pakistan, Thailand usw. mit grossem Erfolg, sprich: wenigen Schuldnerausfällen, operieren, währenddem andere und vor allem auch Finanzmarktgläubiger regelmässig in die Röhre schauen müssen. Weshalb? Weil es diesen Geschäftsbanken eben gelingt, zu ihren Schuldnern ein von allen möglichen Schattierungen menschlicher Interaktion gekennzeichnetes Verhältnis aufzubauen. Und weil sie vielleicht über zusätzliche Informationen verfügen, die andere unmöglich haben können. Beispielsweise Informationen über belehnbare Collaterals auf einer der schönen Kanalinseln...

Die Finanzmärkte setzen sich in „gefährlichen“ Regionen stets mit dem gleichen, naheliegenden Mittel zur Wehr: Sie gewähren nur sehr kurzfristige Finanzierungen. Kurzfristigkeit auf der Passivseite ist aber Gift für eine Volkswirtschaft, denn die Investitionsneigung wird dadurch erheblich gedämpft. Eingespielte, langlebige Kreditbeziehungen können diesbezüglich ganz andere Qualitäten der Refinanzierung bewirken.

Es ist deshalb durchaus denkbar, dass in der Tendenz in den nächsten Jahren aufgrund erfarener Ernüchterung eine gewisse Rück-

kehr zur klassischen Bankfinanzierung dort stattfindet, wo Finanzmarktinstrumente keine adäquate Antwort für ein volkswirtschaftliches Bedürfnis sein können. In gleichem Ausmasse wird auch die Bedeutung der Innenfinanzierung der Unternehmungen, allenfalls auch die Bereitstellung privaten Venture Kapitals, steigen. Das alles hat Auswirkungen auf die künftige Ausgestaltung einer global diversifizierten Anlagestrategie.

### 8. Qualität ist, wo...

Kommen wir auf die eingangs aufgestellte Behauptung zurück: Man kann sich frohe Festtage wünschen. Das System ist intakt. Ja, es ist intakt, weil es (endlich) eine Neubewertung von Volkswirtschaften, Währungen und Unternehmungen vorgenommen hat, die schon seit längerer Zeit denjenigen verdächtig scheinen mussten, die sich lieber an wirtschaftlichen Realitäten orientieren denn an fortgesetzte Wirtschaftswunder glauben.

„Wirtschaftliche Realitäten“: Das ist unser Qualitätsbegriff. Realitäten sind dort zu suchen und zu finden, wo der Markt täglich, stündlich, minütlich aufgrund aller zur Verfügung stehenden Information seine Preise bildet. Wo mit aller Aufmerksamkeit, mit aller Skepsis, mit aller Präzision darüber gewacht wird, dass kein auch noch so unwichtig scheinendes Beurteilungselement verloren geht. Da ist es uns wohl. Und da wissen wir auch, was mittel- und längerfristig quasi gesetzmässig zu erwarten ist: Dass die Hingabe von Geld zur Fremdfinanzierung eine gewisse Rendite verdient, dass das Eingehen eines gewissen Schuldnerrisikos mit entsprechenden Prämien belohnt wird, dass die Zurverfügungstellung von Eigenkapital zwar höhere Risiken für den Anleger bedeutet, dabei gleichzeitig aber auch mit deutlich höheren Gesamterträgen zu rechnen ist.

Wir konzentrieren deshalb immer mehr unsere Anlagen in diejenigen Bereiche hinein, wo wir „am meisten Markt“ orten. Dass damit in der Schweiz nur einige Blue Chip-Titel übrigbleiben und auch im übrigen Europa die Auswahl nicht gerade üppig ist, stört uns nicht. Die notwendige Diversifikation stellen wir über ein erhöhtes Engagement in Amerika sicher, dem Markt, der unseren Vorstellungen eines Marktes ohnehin am ehesten entspricht. Bei den Währungen haben wir

bewusst jene Position abgebaut, die uns bezüglich „ökonomischer Verzerrungen“ und möglicher künftiger Fehlallokationen volkswirtschaftlicher Ressourcen am verdächtigsten erscheint: den Euro-Bereich. Wir halten wenig von Konstruktivismus im Ökonomischen. Der Euro *ist* ein Konstrukt.

Und Investitionen in Schwellenländer? Man sollte doch am (nach wie vor und trotz allem vorhandenen) massiven Wachstum der aufstrebenden Länder Lateinamerikas und Asiens dabei sein, oder etwa nicht? Doch, man sollte. Wir tun es aber lieber indirekt, d.h. weniger durch direkte Engagements vor Ort und schon gar nicht durch entsprechend denominierte Aktienfonds, als durch Beteiligung an jenen weltweit tätigen Firmen, die seit Jahren erfolgreich in den Schwellenländern tätig sind. Nestlé verkauft ihre Suppen

nur noch zu einem sehr geringen Teil in der Schweiz, dafür mit umso mehr Erfolg in vielen Schwellenländern. Holderbank produziert und verkauft Zement mit grossem Gewinn in den Ländern mit grossen Infrastrukturvorhaben. ABB baut Kraftwerke dort, wo es noch zusätzlichen elektrischen Strom braucht. Lassen wir doch jene das Schwellenlandgeschäft machen, die es seit Jahrzehnten verstehen und betreiben! Die Finanzmärkte, denen sie täglich ausgesetzt sind, werden schon dafür sorgen, dass sie im Durchschnitt keine allzu grossen Dummheiten und Fehler begehen. Das System ist ja intakt.

Frohe Festtage!

KH, 8.12.97

---