

5. Oktober 1998

## Der Umgang mit Finanzmarkt-turbulenzen

### 1. Von den Schlafstörungen zum bösen Erwachen

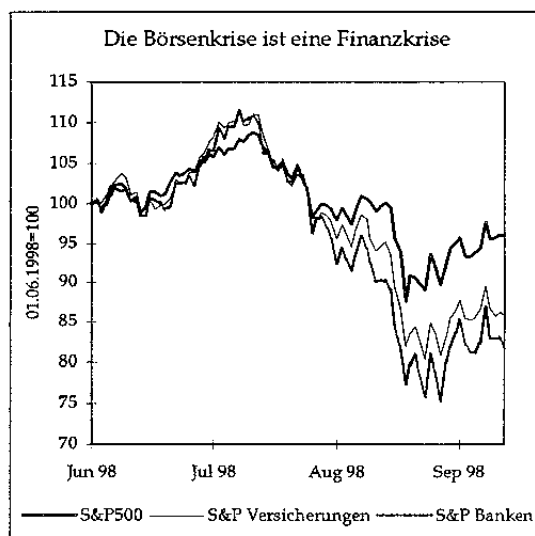
Die Tätigkeit des Finanzmarktcommentators ist in den letzten Wochen nicht einfacher geworden. Zum einen ist es an sich sehr unangenehm, Prognosen nach unten anpassen zu müssen. Selbst dann, wenn man früher nicht müde geworden war, auf die den Anlagen innewohnenden Risiken mit aller Deutlichkeit hinzuweisen. Denn immerhin hatte man sich ja trotz dieses Risikobewusstseins für und nicht gegen die Anlagen ausgesprochen. Zum andern ist es auch ausserordentlich schwierig, das Langfristig-Strategische vom Gefechtslärm des Tagesgeschehens zu unterscheiden. Die Gefahr ist enorm, die grossen Linien im Angesichte der brandroten Börsenbildschirme zu verlieren und gegebenenfalls ausgerechnet im dümmsten Moment von der Strategie auf Taktik umzusteigen.

#### in Zürich und in Vaduz

Den Finanzmarkturbulenzen zum Trotz haben wir dieser Tage, in voller Zuversicht auf bessere Zeiten, unsere Niederlassung an der Genferstrasse 21 in Zürich eröffnet. Gleichzeitig nimmt die Bank (Liechtenstein) AG in Vaduz ihre Tätigkeit auf. Wir sind überzeugt, mit der Präsenz auf dem Finanzplatz Zürich und in Liechtenstein einer erweiterten Kundschaft zusätzliche, interessante Dienstleistungen anbieten zu können. Da Expansion nie von einer Verwässerung der Service-Qualität begleitet sein darf, haben wir unsere Bank in den letzten Wochen nach der Norm ISO 9001 zertifizieren lassen. Unseres Wissens sind wir bis auf weiteres die einzige Vermögensverwaltungsbank mit zertifiziertem Qualitätsmanagement.

Unübersichtlichkeit der Situation und schwindende Überzeugung für die Richtigkeit der eigenen Positionierung sind die typischen Kennzeichen einer Krisenlage. Krisenlagen rufen nach erhöhter Führungstätigkeit. Saubere Lageanalysen gewinnen an Bedeutung, denn nur auf diese Weise mag die Triage zwischen Gefechtslärm und

weitergehenden Megatrends gelingen. Dass wir uns als Anleger in einer Krisensituation befinden, ist unverkennbar. Noch nie mussten für Absicherungen derart hohe Prämien bezahlt werden, und noch nie glitten die Renditen von sicheren Anlagen auf ein dermassen tiefes Niveau zurück.

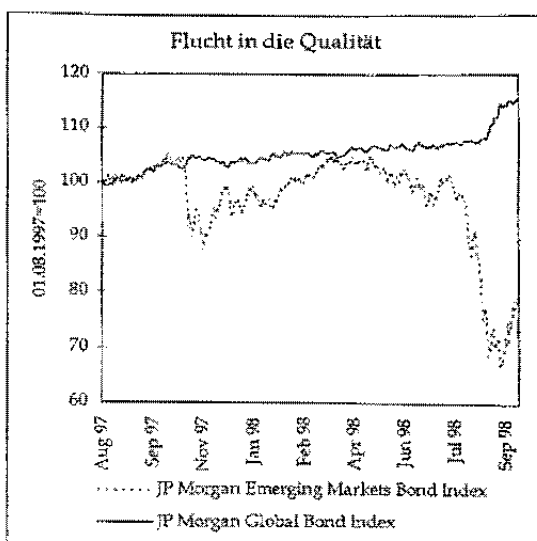


Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Zunächst einmal die einfachen Fakten. In den letzten drei Monaten mussten wir an den wichtigsten Aktienbörsen einen Rückgang der Indexwerte von 15 bis 40 Prozent hinnehmen. Die europäischen Börsen haben dabei mit Rückschlägen von etwa 33 Prozent (Euro-Stoxx-Index) deutlich schlechter tendiert als der amerikanische Aktienmarkt, soweit man dort die Blue-Chip-Werte in Betracht zieht. Die kleineren und mittleren amerikanischen Unternehmungen leiden schon seit längerer Zeit an einer weit unterdurchschnittlichen Kursentwicklung. Beim Rückgang der Aktienkurse fällt auf, dass dabei die Finanzwerte ganz besonders gebeutelt werden. So hat sich der Wert der Credit Suisse-Aktie seit ihrem Höchststand im Juli mehr als halbiert, und die UBS-Aktie steht ihr in dieser traurigen Performance kaum nach. Die drastischen Kursverluste von Bankaktien ziehen sich durch das gesamte

Bild der westlichen Industrieländer hindurch. So hat auch eine Citicorp, eine BankAmerica oder eine Deutsche Bank gewaltig Federn lassen müssen. Unsere Lagebeurteilung wird sich mit den Gründen für diese Tieferbewertung ebenso befassen müssen wie mit der - relativen! - Überperformance anderer Sektoren.

Ein zweites Faktum, das unschwer zu ermitteln ist, liegt im steten Rückgang der Zinsen in den wichtigsten Währungen. Seit Ende Mai ist die Rendite einer zehnjährigen Dollaranleihe um rund 1.3 Prozentpunkte zurückgegangen. Der jüngste Zinsschritt des Federal Reserve Board vollzieht damit eigentlich nur noch, was die Bondmärkte schon lange zuvor vorweggenommen haben. Innerhalb dieses Faktums des allgemeinen Zinsrückgangs gilt es allerdings zu differenzieren: Gefragt sind in diesen Zeiten lediglich die Obligationen allerhöchster Schuldnerqualität. Bei den nicht als gänzlich sicher beurteilten Papieren stiegen die Renditen zum Teil drastisch. Diese Umkehr eines früher während langer Zeit zu beobachtenden Konvergenz-Trends war es denn ja auch, die dem famosen Long-Term Capital Management Fund (LTCM) das Genick brach. Auf das nunmehr sehr markante Auseinanderdriften zwischen „sehr gut“ und „unsicher“ wird noch in der notwendigen Tiefe zurückzukommen sein.



Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Als drittes Faktum gilt es die Flucht in den Schweizerfranken festzuhalten. Das ist das eigentlich am wenigsten erstaunende Phänomen. Denn bei praktisch jeder Krise jeglicher Ausprägung findet eine solche Flucht in die Schweizer Valuta statt. Das hat

bei weitem mehr mit dem hiesigen Finanzplatz und seinen physischen Zufluchtsmöglichkeiten als mit fundamentalen Bewertungsfragen zu tun. Mit andern Worten wäre es weitgehend müssig, über eine Dollarschwäche nachzustudieren - die US-Valuta ist gegenüber den meisten anderen Währungen der Welt ausgesprochen hart. Der in Schweizerfranken denkende Anleger muss es einfach hinnehmen: In Krisensituationen läuft jegliche Währungsdiversifikation gegen ihn. Da aber die Anlagetätigkeit nicht lediglich auf Krisenzeiten ausgerichtet werden kann, ändert sich an der grundsätzlichen Richtigkeit von Investitionen ausserhalb des Schweizerfrankens wenig.

Im Bereich des Geschehens an den Währungsmärkten ist höchstens das Verhalten der Deutschen Mark (und mithin der Euro-Währungen) bemerkenswert. Die Nähe zu Russland und die hohe Exposition der deutschen Banken in Osteuropa hätte eine Schwäche der deutschen Valuta erwarten lassen. Offenbar überwiegt aber die Überzeugung, dass im Hinblick auf die bevorstehende Einführung des Euro alles daran gesetzt wird, geldpolitische Vorbildlichkeit zu demonstrieren, koste es, was es wolle. Auf dieses Phänomen und die Frage nach möglichen Risiken rund um die Einführung der Einheitswährung ist ebenfalls noch mit aller Insistenz zurückzukommen.

## 2. Wenn eine Garantie dahinfällt

Kürzlich wurde im Wall Street Journal unter dem Titel „Sex, Lies and the IMF“ („Sex, Lügen und der Weltwährungsfond“) die Ära Clinton als Zeitalter der ungerechtfertigten Garantiestellungen bezeichnet. Über das Instrument des Weltwährungsfonds wurde mehr und mehr dazu übergegangen, schwachen Ländern zur Abwendung kurzfristiger Schuldenkrisen für ihre Ausstände zu eine De-Facto-Garantie gewähren. Angefangen hatte das Übel mit der sogenannten „Tequila-Krise“ von 1995; die damalige Hilfestellung des IMF und der dazu vom Kongress zur Verfügung gestellte Kredit von 50 Milliarden US-Dollar wurde seinerzeit von (fast) allen Seiten eifrig beklatscht und als vorbildlich aktive und umsichtige Wirtschaftspolitik gewürdigt.

Es wurde auch argumentiert, das IMF-Geld werde ja nicht tel-quel zur Verfügung

gestellt, sondern sei an eine Vielzahl von wirtschafts- und sozialpolitischen Auflagen gebunden. Die Agenten des Währungsfonds würden ja darüber wachen und die notwendigen Korrekturen durchsetzen. Stimmt. Der IMF und damit Amerika konnte über diesen Mechanismus seinen Einfluss praktisch in der ganzen Welt markant steigern. In verschiedenen Ländern, namentlich Lateinamerikas, konnten auch tatsächlich wirtschaftliche Erfolge erzielt werden.

Das ist aber nur die eine Seite der Medaille. Die andere, dem Lichte abgewandte Seite besteht in dem, was man heute mit dem Begriff „moral hazard“ bezeichnet. Die De-Facto-Garantie des IMF für schwache und unsichere Länder verleitete die Schuldnerseite zur Mittelaufnahme in zu hohem Ausmass und zu unangebracht tiefen Konditionen. Wenn es dem Schuldner zu gut geht, dann geht es auch den Gläubigern zu gut. Vorausgesetzt, die erwartete Garantie werde auch honoriert.

Unter dem Regime der De-Facto-Garantie des IMF baute sich offensichtlich eine Kreditblase auf, deren Ausmass zum einen unterschätzt wurde und deren Vernetzung mit der Risikoposition der Geschäftsbanken zum andern nicht genügend erkennbar war. Dabei sei eines klargelegt: Es kann nicht die Rede davon sein, dass Kredite an sich etwas Schlechtes seien. Ohne Kredit kann sich keine Wirtschaft genügend schnell entwickeln. Kredit ist Zeitgewinn, Kredit multipliziert den Output. In Zeiten von Finanzkrisen wird oft vorschnell über „Schuldenberge“, „Schuldenwirtschaft“ und ähnliches gewettert, ohne dass man sich dabei bewusst ist, dass ohne Schulden oft gar nichts in Gang käme. Deshalb wäre es auch in hohem Masse undifferenziert, jegliche Kreditausstände nach Fernost oder nach Russland im nachhinein nun einfach zu verdammen. Das eigentliche Problem der De-Facto-Garantie des IMF besteht darin, dass sie ein Klumpenrisiko für das Finanzsystem schuf. Je sorgenloser in alle Welt ausgeliehen werden konnte, desto weniger zählte die wirkliche und eigentliche Qualität des spezifischen Schuldners.

Unter dem Druck des US-Kongresses musste nun aber der IMF im Laufe des Sommers seine Politik drastisch ändern. Denn der Weltwährungsfonds ist keine Notenbank, die in eigener Regie und nach eigenem Gutdünken Geld schaffen könnte. Der IMF

braucht Mittel, die ihm zur Verfügung gestellt werden, und diese Mittel wurden ihm faktisch verwehrt. Wenn für Indonesien das „bailing-out“ noch (teilweise) stattfinden konnte, dann musste es am grossen Brocken Russland definitiv scheitern.

### 3. Wenn ein Klumpen plötzlich fällig wird

Es ist offensichtlich, dass das internationale Finanzsystem immer noch über keine genügenden Mechanismen verfügt, um mit Solvenzkrise umzugehen. Schon die schiere Grösse eines Schuldenberges legt es verständlicherweise nahe, wo immer Gefahr droht, mit rettender Hand einzuspringen. Im nationalen Bereich nimmt die Notenbank gegenüber den Geschäftsbanken diese Funktion wahr. Droht einem Institut die Gefahr der Zahlungsunfähigkeit, ist es Aufgabe der Notenbank, mit der Hingabe von Liquidität die kurzfristige Auszahlungsbereitschaft sicherzustellen. Dies, um einen Run auf die Schalter zu verhindern und einen sich auf andere, gesunde Banken übergreifenden Flächenbrand frühzeitig zu löschen. Wichtig ist, was nach dieser Hilfestellung geschieht: Das Institut muss liquidiert werden. Oder anders gesagt: Die Hilfestellung darf unter allen Umständen nur momentanen Charakter haben; darnach muss, mit allen unangenehmen Folgen für die Gläubiger, das Ende herbeigeführt, der Nachlass organisiert werden.

Genau darin hapert es aber im internationalen Kontext. Teil zwei findet nicht statt. „Too big to fail“ - zu gross, um bankrott zu gehen, heisst die eine Begründung. Die andere läuft darauf hinaus, dass es für Staaten kein Konkursverfahren gibt. In jeder der bisherigen internationalen Schuldenkrisen hätte es an sich genügend verwertbare Aktiva gehabt. Mexico hätte man zur Veräusserung des Erdölkonglomerats Pemex zwingen müssen. Russland würde über genügend verwertbare Erdöl- und Erdgasvorkommen verfügen. Die Zwangsvollstreckung ist aber oft aus politischen Gründen nicht möglich. Notfalls sichern die Schuldnerländer rechtlich einwandfrei belegte Pfänder sogar noch mit einer Nationalisierung und sorgen damit für eine fortgesetzte Verunsicherung bezüglich ihrer Kreditfähigkeit.

Es kommt nun einer an Ironie grenzenden Erfahrung gleich, dass just die während Jahren geübte Praxis, aus einer Zahlungs-

krise einzelner Schuldnerländer keine Krise des gesamten Weltfinanzsystems werden zu lassen, zu einer noch viel extremeren Krise geführt hat. Im Grunde genommen sind in den letzten zwei Monaten sämtliche internationalen Schulden, von denen implizit angenommen worden war, sie würden irgendwie und irgendwann schon einmal vom IMF abgedeckt, innert extrem kurzer Frist fällig geworden. Dass dieser IMF-Klumpen das Finanzsystem in einen Stresszustand versetzt hat, ist im nachhinein durchaus einsichtig.

#### 4. Verpasste Hausaufgaben

Ganz offensichtlich haben wir einige Verzerrungen, welche dieser IMF-Klumpen produziert hatte, übersehen. So hätte das bereits angetönte Näherrücken der Renditen von qualitativ einwandfreien und von weniger vertrauenswürdigen Schuldnern zu mehr Sorgen Anlass geben müssen. Zu sehr ging man vor allem davon aus, dass dieses Bonitätsproblem, wenn schon, sich dereinst höchstens portionenweise bei den einzelnen Investoren entladen werde. Man hat verkannt, dass eine plötzliche, weltweite Bonitätsverschlechterung dann nicht nur diese Investoren, sondern auch deren Partner an den Finanzmärkten, in Schwierigkeiten bringen musste. Die Partner an den Finanzmärkten heissen UBS, Credit Suisse, Citicorp, J.P. Morgan usw.

Weshalb? Weil offensichtlich kaum ein Dollar, der in weniger sichere Länder floss, nicht seinerseits wiederum aus einer Verschuldung gestammt war. Oder anders gesagt: Um von erhöhten Renditen aus Investitionen in jenen Ländern „optimal“ zu profitieren, wurde Geld durch Kredite der Geschäftsbanken vervielfacht. Das ergibt schöne Renditen, solange das Schema stimmt. Wenn es in die andere Richtung geht, dann beschleunigt sich auch die Verlustnahme.

Ein weiteres Element wurde ebenfalls übersehen. Ganz offensichtlich dienten als Hinterlage für solche Kredite Wertschriften, zum Beispiel amerikanische oder europäische Aktien, gegebenenfalls auch Optionen. Bei der Realisierung wertlos gewordener Investitionen in schwächere Länder musste nun die Hinterlage gnadenlos exekutiert werden. Die Exekution eines Lombardkredits muss sofort und ohne Rücksicht auf die Marktverfassung erfolgen.

Wir haben in den letzten Wochen extreme Verkaufswellen beobachtet, die nur als Lombardexekutionen Sinn machen. Wenn zum Beispiel eine Schweizer Grossbank höchste Volumina eigener Aktien (!) auf den Markt wirft, dann gibt es keine andere Erklärung, als dass mit belehnten Depotbeständen ein andernorts vom Kunden verursachtes Loch gestopft werden muss.

Bis vor rund zwei Wochen haben wir noch das Gefühl gehabt, diese grosse Realisierungswelle müsste nun eigentlich überstanden sein, und langsam, aber sicher würde man zu weniger hektischen Tagen übergehen können. Denn eines war deutlich: Dass die privaten und die institutionellen Anleger bis zu diesem Zeitpunkt ziemlich gelassen abseits gestanden waren, weil sie davon ausgehen konnten, eine Bereinigung von geleveragten Positionen sei irgendwann auch einmal vorbei. Das hätte vermutlich gestimmt, wäre dann nicht am 24. September die LTCM/UBS-Bombe geplatzt.

#### 5. Wenn sich Dummheit und Frechheit paaren

Die Geschichte ist hinlänglich bekannt. Unter dem Druck des Federal Reserve Boards mussten 16 internationale Geschäftsbanken namhafte Summen in das Kapital des „Long-Term Capital Management“ Fund (LTCM) einschliessen. Damit wollte das Fed einen plötzlichen Ausverkauf der vom Fonds getätigten Anlagen in diesen unsicheren Zeiten verhindern und den Weg für eine ruhigere Liquidierung ebnen. (Nebenbei bemerkt: Auch in diesem Verhalten des Fed widerspiegelt sich bis zu einem gewissen Grade das „moral hazard“-Problem, indem der Fonds nicht einfach dem Konkurs anheimfällt, sondern von dritter, zwar nicht unschuldiger, Hand gerettet wird. Die Fonds-Investoren und die Fonds-Manager kommen mit einem blauen Auge davon.)

Für die UBS kostet die Übung eine satte Milliarde Franken. Die Schweizer Grossbank hatte sich offenbar, verglichen mit den andern Geschäftsbanken, bei weitem am meisten exponiert. Man wird den Eindruck nicht los, dies sei (in der alten UBS) zu einem Zeitpunkt geschehen, als zu beinahe jedem Preis das Jahresresultat durch hochrentierende Anlagen „geschönt“ werden musste. Ja, es könnte sein, dass die Tragweite des (Eventual-?)-Engagements dem Management nie richtig bewusst wurde. Das wäre

die wohlwollendere Interpretation. Die andere liefe darauf hinaus, dass mit den (sofort anfallenden) Prämien kurzfristige Boni generiert wurden, unter Inkaufnahme des „Après moi le déluge“. Wie auch immer: Die Tatsache, dass man in ein Vehikel investiert, bei dem das Kapital für drei Jahre eingeschlossen bleibt („long-term capital“!), für das es offenbar keine täglichen Marktbewertungen gibt und dessen Anlagetechniken völlig intransparent sind, wirft ein sehr nachdenklich stimmendes Licht auf den Willen und die Fähigkeit der UBS, ihre Risiken im Griff zu halten.

Diese Erkenntnis, und nicht etwa nur die tatsächlich eingetretenen Verluste, die ohne weiteres wegzustecken wären, haben zum drastischen Kursverlust der UBS-Aktie geführt. Es gibt für eine Bank nichts schlimmeres, als wenn sie das in sie gesetzte Vertrauen verliert. Die Märkte reagieren brutal und in gewissem Sinne undifferenziert: Wenn das Risikomanagement schon bei einer UBS nicht in Ordnung ist, wie steht es damit dann anderswo? Die UBS zog deshalb buchstäblich die ganze Finanzwelt in die Tiefe, und damit wurden und werden auch die anderen Titel ein weiteres Mal gebeutelt.

#### Das aktuelle Zitat

„Noch liegen bei den neuen Instrumenten keine Erfahrungswerte für durchgetestete Verlustfälle sowie deren Folgewirkungen vor. Die Reaktionen der neuen Märkte auf aussergewöhnliche Belastungen sind noch unbekannt. Es sind deshalb brutale Ernüchterungen für allzu eifrige Finanzalchimisten zu erwarten. (...) Überdies ist nicht auszuschliessen, dass die Aufsichtsbehörden auf deutlich verschlechterte Risiken und deren Aktualisierung mit unerbittlichen Interventionen reagieren werden. Dann wäre nach der Innovation der achtziger Jahre die Intervention das neue Modewort der neunziger Jahre.“ (Dr. Robert Holzach, damaliger Verwaltungsratspräsident der Schweizerischen Bankgesellschaft, 1987)

„Recht zu bekommen ist ein trauriges Geschäft.“ (Derselbe, 1998)

Der Investor ist zurecht verstimmt. Kaufte er eine UBS-Aktie, so ging er nicht davon aus, dass ihm damit gleich auch noch ein Anteil an einem (oder vermutlich an mehreren) Hedge Fonds untergejubelt werde. Er hätte auch nicht erwartet, dass nach dem Londoner Derivate-Debakel sich noch ein zweites, bei weitem schlimmeres Loch auftäte. Denn man ging davon aus, dass

Anstand und IQ eines bonusgesegneten Topkaders trotz allem ein gewisses Niveau hätten. Bis wir uns für diese Aktie wieder erwärmen können, brauchen wir Tatbeweise.

Die Massnahmen können sich nicht auf ein Köpferollen beschränken. Vielmehr sind strategische Klarstellungen notwendig. Im wesentlichen wird es um die Frage gehen, mit welchen Geschäftssparten mit wieviel Eigenmitteleinsatz bei wieviel Risikonahme wieviel Geld verdient werden soll. Investmentbanking - risikoreich, eigenkapitalintensiv, abnehmend lukrativ - muss überdacht werden. Dies umso mehr, als es unseres Erachtens mit dem Private Banking - relativ risikoarm, wenig eigenkapitalintensiv, gewinnträchtig - auf die Länge nicht kompatibel ist. Denn wer sich in New York als vollwertiger Mitbewerber des Investment Bankings exponieren will, kann zuhause keine Geschäftssparte brauchen, die auf dem in den USA verpönten Bankgeheimnis beruht. Die allfällige Rückbesinnung auf die lukrative Nische des Schweizer Vermögensverwaltungsgeschäfts hätte im Umkehrschluss allerdings auch zur Konsequenz, dass die Heimbasis wieder - echt, nicht nur mit Inseraten! - gepflegt werden müsste.

#### 6. Risiken und Chancen der neuen Ordnung

Der Wegfall der De-Facto-Garantie des IMF hat zu einem Paradigma-Wechsel für die Finanzmärkte geführt, unter dem sie für eine geraume Zeit noch leiden werden. Denn so schnell sind die entstandenen Verluste nicht weggesteckt und die Bücher nicht bereinigt. Besonders schwierig wird für die internationalen Banken die Umstellung im strategischen Bereich sein. Denn ohne die De-Facto-Garantie des IMF wird man nun wieder echte Kreditpolitik betreiben müssen. Die Pseudo-Kapitalmarktfähigkeit von schwachen Schuldern gehört der Vergangenheit an. Man wird wieder dazu übergehen müssen, jedes einzelne Kreditverhältnis auf die klassischen Kriterien der Bonität, der Liquidität und der Rentabilität zu überprüfen. Und man wird für die Kreditvergabe den richtigen Preis verlangen müssen.

Die Preisdifferenzierung für bessere und schlechtere Schuldnerqualitäten ist bereits im Gange, und sie erfasst Segmente, die nach den bisherigen Regeln eigentlich noch als erstklassig gegolten hatten. Das mag auf die

für eine Krise typischen Übertreibungen zurückzuführen sein. Vermutlich steckt aber eben mehr dahinter: Wer nicht mehr sicher ist, dass er schon einmal irgendwie und irgendwann zur Rückzahlung seiner Guthaben gelangen werde, der wird sich sehr gut überlegen, wie hoch der Preis sein muss, um allenfalls auch einmal einen Verlust ertragen zu können.

Das Risiko der gegenwärtigen Krise liegt darin, dass diese Segmentierung in gute, schlechtere und ganz schlechte Schuldner auf Gebiete übergreift, die wir bisher für sicher wählten. Aber wer garantiert uns denn eigentlich, dass die europäische Konvergenz bis zur Einführung des Euro anhalten wird? Müssten nicht bei konsequenter Haltung eines bereinigenden Marktes Schuldner wie Belgien, Italien, Spanien und Portugal in Frage gestellt werden? Denn die finanzielle Lage dieser Länder ist doch, bei Lichte besehen, ziemlich hoffnungslos. Wie problemlos wird sich dann die Einführung des Euro gestalten? Und wie steht es um die famosen staatsnahen Schuldner, wie wir sie in Frankreich kennen? Wird die Einsicht, dass es in Zukunft kaum mehr De-Facto-Garantien geben wird, nicht dazu führen, dass die Kurse gewisser Obligationen brutal zurückgestuft werden? In Amerika gibt es schon seit langem enorme Rating-Unterschiede zwischen unterschiedlich finanzstarken Munizipalitäten. Müssten nicht in Europa, in der Schweiz, ähnlich realitätsnahe Beurteilungen greifen?

Neubewertungen führen in der Regel zu Abschreibungen. Vermeintlich vorhandenes Kapital steht definitiv nicht mehr zur Verfügung. Kein Zweifel deshalb, dass die gegenwärtige Finanzkrise rezessive Kräfte mit sich bringt. Die Akteure an den Finanzmärkten werden nicht so rasch bereit sein, sich wieder nach höheren Renditen umzuschauen. Vorläufig geht es um Verlustbegrenzung. Wo aber keine höhere Rendite gesucht wird, herrscht Rezession.

Soweit die negative Seite der Finanzkrise. Es gibt jedoch auch eine - längerfristig! - positive Seite. Der Wegfall der De-Facto-Garantien wird nämlich zu einer ehrlicheren Beurteilung der Welt führen. Es wird in Zukunft nicht mehr ganz so unproblematisch sein, unbesehen der politisch-institutionellen, sozialen und rechtlichen Rahmenbedingungen in alle Welt hinein zu investieren. Die übertriebene Globalisierung wird durch

den Paradigmawechsel automatisch gebremst oder sogar ein wenig rückgängig gemacht. Das wird die Weltwirtschaft längerfristig eher stabilisieren und insbesondere auch der wirtschaftlichen Erosion der Industrieländer eine Grenze setzen.

Es gibt unseres Erachtens vier Voraussetzungen, dass sich die bereits vielbeschworene Weltrezession noch abwenden lässt. Die Gremien der G7-Länder, des IMF und der wichtigsten Notenbanken müssten sehr bald Wege aufzeigen,

a) wie das internationale Schuldenproblem kurzfristig und später institutionell gelöst werden kann. Dazu braucht es den gemeinsam bekundeten Willen, ein international gültiges Konkurs- und Nachlassverfahren für Grösst- und Staatschuldner zu schaffen. Allein die Aussicht auf ein solches Regelwerk müsste zu Beruhigung beitragen. Einmal entstandene Verluste sind ja nicht zu eliminieren, wenn man deren Allokation dauernd aufschiebt. Neue Investitionsanreize entstehen hier wie in Japan wie in Russland erst, wenn einmal klar ist, wer welchen Schaden zu tragen hat und vor allem: *wer nicht*.

b) Die zuständigen Behörden der Bankenaufsicht der wichtigsten Länder müssen rasch und schlüssig darlegen, wie sie künftig die Risikokontrolle im Banken *und* im Parabankenbereich durchsetzen wollen.

c) Das japanische Bankenproblem muss sofort und endlich glaubwürdig angepackt werden. Die brutale Liquidation ohnehin illusorischer Bankbilanzen ist nochmaligen Kapitalspritzen vorzuziehen. Solvenzhilfen müssten in diesem einschneidenden Prozess eher dem japanischen Privatsektor denn den maroden Banken zur Verfügung gestellt werden.

d) Ohne grosszügige Geldmengenpolitik dies- wie jenseits des Atlantiks wird das alles nicht zu überstehen sein. Zu dieser Einsicht wird sich, Einführung des Euro hin oder her, auch die Deutsche Bundesbank durchringen müssen.

Die Agenda ist übervoll und die Verantwortung immens. Gerade weil so viel auf dem Spiel steht, ist unsere Zuversicht grösser, als dies angesichts der derzeitigen Faktenlage vertretbar erscheinen müsste.

Auch das Finanzsystem wird letztlich von der Rückkehr der Kreditrisiken profitieren.

Denn es braucht wieder Bankiers, die diesen Titel verdienen. Die Margen werden infolge der viel weitergehenden Schuldnersegmentierung wachsen. Fragt sich allerdings, was mit den durch das Investment-Banking aufgebauten Kapitalmarkt-Kapazitäten, die sich unter der De-Facto-Garantie des IMF bis weit hinein in nicht-kapitalmarktfähige Gefilde vorgewagt hatten, geschehen soll. Es ist vor auszusehen, dass in dieser Hinsicht Bereinigungsbedarf vorhanden ist.

#### 7. Durchhalten oder nicht?

Für den Investor stellt sich die Frage, ob in dieser Finanzkrise die Aktienpositionen durchgehalten werden sollen oder ob man, allenfalls unter Absingen wüster Lieder, sich noch ganz aus dem Geschehen abmelden soll. Unsere Antwort fällt notwendigerweise differenziert aus. Wer auf Geld angewiesen ist und dies allenfalls auch noch innert kurzer Frist, der darf sich angesichts der nach wie vor hohen Risiken nicht auf die Äste hinauswagen. Für's Aktiensparen, von anderer Seite lautstark propagiert, sind die Zeiten wirklich schlecht. Wir wissen nicht, was noch alles in den Strudel taumelnder Bankaktien gezogen wird. Und wir kennen auch die voraussichtliche Dauer der Krise nicht.

Wer hingegen schon bis anhin im besten Sinne Investor war, der kann und muss auch mit den gegenwärtigen Rückschlägen leben. Denn eines ist klar: Die Welt ohne die De-Facto-Garantie des IMF wird eine gesündere sein. Der Wettbewerb der Rahmenbedingungen wird neue, hochinteressante Opportunitäten schaffen, und dann werden weder eine ABB noch eine Holderbank noch eine Nestlé wertlos sein. Die Zinsen werden weltweit noch weiter sinken. Eine Aufhellung der langfristigen Gewinnaussichten wird helfen, die Aktienkurse auch wieder einmal zu beflügeln. Nicht zum Sturzflug nach unten, sondern zum gesund fundierten Aufstieg nach oben.