

## Krise heisst Klärung

### 1. Kein Hurrikan, sondern ...

Zwei Probleme waren in diesen Tagen zu lösen. Erstens: Eine Metapher zu finden, mit der die sehr bemerkenswerte Entwicklung an den Finanzmärkten über die letzten paar Monate einigermassen adäquat erklärt werden kann. Der „perfekte Sturm“ musste für den letzten Anlagekommentar hinhalten und kommt schon aus Gründen mangelnden Unterhaltungswerts nicht mehr in Frage. Darüber hinaus hat sich im Verlauf der Kreditmarktkrise gezeigt, dass weder das Bild des alles vernichtenden Tropensturms noch des in sich zusammengefallenen karibischen Lüftchens wirklich zutrifft. Sehr bemerkenswert ist die Krise nämlich insofern, als parallel zum nach wie vor wütenden Hurrikan (mit, beispielsweise, Abschreibungsfolgen bei der grössten Schweizer Bank in der Höhe von 4 Milliarden Franken) ein wesentlicher Teil der Welt und insbesondere auch der Finanzmarktteilnehmer so tut, als wäre nie etwas gewesen. Extreme Anspannung und Krisenstimmung gehen einher mit frohen Mienen und munterem Optimismus. Ist beides, zusammen und gleichzeitig, berechtigt? Und wenn ja, gibt es Präzedenzfälle, Erfahrungswerte, Lehren aus der Geschichte als mögliche Handlungsanweisungen für die Zukunft? Und eben: Gäbe es nicht vielleicht ein Bild, das, besser als der „perfekte Sturm“, der offensichtlich nur partiell bläst, die Lage erklären könnte?

Problem Nummer zwei war dann vergleichsweise trivial. Wer unser Bankhaus seit etwas längerer Zeit und etwas intimer kennt, weiss um die alljährlich gepflegte Tradition, einer Runde von Leuten, die nicht zu den Kostverächtern gezählt werden können, die Vorzüge der St. Galler Bratwurst näherzubringen. An allen Niederlassungsstandorten finden solche Abende statt, und Jahr für Jahr besteht die grosse Herausforderung darin, in immer neuen Varianten einigermassen haltbare Parallelen zwischen dem kulinarischen Objekt und dem Bankgeschäft zu finden, denn gänzlich ohne jede geschäftliche Absicht wird ja nicht zum Wurstmahl geladen – die Gäste sollten

aus der Ansprache eines Teilhabers wenigstens mitnehmen, dass sie von einer Bank und nicht von einer Wursterei verköstigt wurden. Alljährlich macht man sich deshalb am besten frühzeitig an die Ausarbeitung einer originellen Ansprache.

Nun das Schöne: Problem Nummer 2 löst Problem Nummer 1! Es gibt nämlich kaum eine adäquatere Metapher zur gegenwärtigen Kreditmarktkrise als die Wurst und alles, was mit deren Produktion, deren innerem Wesen, deren Verkauf und deren – freiwillig-kulinarischen oder erzwungenen – Entsorgung zusammenhängt. Weshalb? Eine Wurst ist ja bekanntlich ein in ein dünnes, meist verspeisbares Behältnis verbrachtes Gemenge von Inhalten, die früher einmal reelle Fleischstücke waren; eine Wurst ist sozusagen ein Fleischderivat. Speckseiten, Innereien, Schwarzen, gegebenenfalls aber auch wertvollere Stücke werden zu Nahrungsmitteln mit durchaus eigenständigen Charakteristiken und Qualitäten verarbeitet. Der Phantasie sind auf dem Gebiete der Fleischderivate kaum Grenzen gesetzt; so unbestreitbar köstlich eine St. Galler Bratwurst sein mag – eine Salami oder eine Andouillette sind auch nicht zu verachten! Kein Kulturkreis ohne Würste. Und kein Fleisch ohne Würste: Die Fleischproduktion, das heisst der Markt für reelle Fleischstücke wie Entrecôtes und Koteletts, und die Produktion von Fleischderivaten bzw. der Markt für Wurstprodukte sind aufs engste miteinander verbunden und voneinander abhängig.

Zwischen Fleisch und Wurst gibt es allerdings einen wesentlichen Unterschied. Im einen Fall weiss man, was man in der Hand hat, im anderen nicht unbedingt. Das Verspeisen einer Wurst bedarf eines hohen Masses an Vertrauen in deren Hersteller, und man braucht kein eingefleischter Vegetarier zu sein, dass einen ab und zu das nackte Grauen ob der Möglichkeiten packte, was alles auch noch in einer Wurst sein könnte. „Was alles auch noch in einer Wurst sein könnte“: Das ist nun aber genau die Frage, die seit einigen Monaten die Kreditmärkte bedrängt und an den Rand des Kollapses gebracht hat.

## 2. ... ein Gammelfleisch-Problem

Die Entwicklungen im Finanzsystem über die letzten zwei bis drei Jahrzehnte haben sehr viel mit dem Aufbau einer gigantischen Wurstproduktion gemeinsam. Während früher reale Einzelstücke – Hypotheken oder Geschäftskredite als Filets oder Haxen sozusagen – integral plaziert wurden, wird heute zerhackt, vermengt, gewürzt und verpackt; etwas völlig Neues und Anderes entsteht, der Phantasie sind wie bei den Würsten keine Grenzen gesetzt, anstatt mit Bratwürsten, Salamis und Andouillettes hat man es einfach mit ABSs („Asset Backed Securities“), CDOs („Collateralized Debt Obligations“) oder „conduits“ (eigenmittellose Banken) zu tun. Kein treffenderer Vergleich dieser Instrumente übrigens als mit den Andouillettes: Deren Ausgangsprodukte fänden als Subprime-Fleischstücke kaum einen Abnehmer; zusammengefügt als Gemenge werden sie aber sozusagen zu Triple-A-Würsten mit hoher Beliebtheit bei Gourmets. Ein ganzer, neuer, riesiger Markt für Securitierungswürste ist über die letzten zwanzig, dreissig Jahre entstanden. Die Securitierungswürste haben ganz offensichtlich den Geschmack des Publikums getroffen; ja, man kann auch füglich behaupten, dass der neue Securitierungswurstmarkt es erst breiten Schichten von Anlegern erlaubt hat, überhaupt Finanzmarktteilnehmer zu werden. Filetstücke sind wenigen Privilegierten vorbehalten, Cervelats gibt's auch für den weniger Bemittelten. Die Securitierung betrifft ja nicht nur die erwähnten und mittlerweile berüchtigten Instrumente wie CDOs und ABSs. Indexinstrumente, Zertifikate auf Aktienbaskets, Kapitalschutzprodukte usw. bestehen ja auch aus zerhackten und neu aufbereiteten Fleischstücken.

Genauso, wie es abwegig wäre und nicht zuletzt aus kulinarischer Sicht auch bedenklich, die Existenzberechtigung von Würsten in Frage zu stellen, so haltlos wären negative Pauschalurteile über die Securitierung. Die Leistungsfähigkeit des Finanzsystems hat in den letzten Jahrzehnten enorm zugenommen; der globale Wirtschaftsaufschwung, ja die Globalisierung als Ganzes, wären ohne diese Effizienzsteigerung in der Kapitalallokation undenkbar gewesen. Das Bankensystem allein, also quasi die Fleischer ohne die Wurster, wären der Nachfrage nie gewachsen gewesen, denn die Kapitalallokation über Bankbilanzen ist letztlich nicht sehr effizient – zerhackte Risiken beim Endabnehmer plazieren zu können, ist ihr bei weitem überlegen.

Aber: Würste kann man nur so lange mit Erfolg verkaufen, als nicht irgendwo ein berechtigter Verdacht aufkommt, es könnte Gammelfleisch in

die Produktion eingeschleust worden sein. Je intransparenter die Wurst, desto gefährdeter ist sie gegenüber einem Vertrauensverlust. Die Angst vor verseuchtem Fleisch führt zu kollektiven Panikreaktionen. Nicht nur notorische Schmutzfinke unter den Würstern werden von einem Käuferstreik tangiert. Eine ganze Branche kann von einem Zusammenbruch der Nachfrage betroffen sein, obschon das wirkliche Problem unter Umständen bedeutend kleiner und erst noch identifizierbar und örtlich eingrenzbar gewesen wäre. Und man kann dem streikenden Publikum nicht einmal übertriebene Ängstlichkeit vorwerfen, denn sein Informationsstand ist angesichts der Gemenge-Charakteristik der Wurst derart asymmetrisch, dass es völlig rational und nachvollziehbar ist, beim Aufkommen eines Gammelfleischverdachts erst einmal auf den weiteren Kauf von Wurstwaren zu verzichten.

Wer sich gewundert hat, weshalb in den letzten Monaten der gesamte Markt für Kreditinstrumente förmlich zusammengebrochen ist, der hole sich Evidenz vom Fleischmarkt. Nachfrageeinbrüche von 30, 40 Prozent nach einer schlechten Nachricht sind dort nicht unüblich, so beispielsweise nach dem Aufkommen von BSE zwischen 2000 und 2001. Interessant: Während beim jüngsten Gammelfleisch-Skandal in Deutschland lediglich 15 Prozent der befragten Konsumenten mit einem (teilweisen) Verzicht auf Fleisch reagierten, brach der Verzehr von Dönerfleisch in Berlin um bis zu 40 Prozent ein. Döner ist eben auch ziemlich securitisiertes Fleisch, sozusagen.

Im – securitisierten – internationalen Kreditgeschäft gibt es seit geraumer Zeit ein Gammelfleischproblem. Es ist in seinen Ausmassen eigentlich weitgehend bekannt. Zur Hauptsache bezieht es sich auf bestimmte amerikanische Hypotheken, die in grosser Zahl kaum mehr zurückbezahlt werden können und bei denen auch der Zinsendienst ausfallen wird. Das allein wäre trotz der Grössenordnung noch kein Problem. Im betreffenden Geschäft gibt es mittlerweile aber kaum mehr Fleischer, sondern nur noch Wurster, und es liegt in der Natur der Sache, dass unklar ist, welche Zahl von Wurstereien betroffen ist. Im einen oder anderen Fall dürften auch bereits verkaufte Würste im Kühlschrank der Konsumenten infiziert sein. Je intransparenter das Wurstrezept, desto unguter das Gefühl. Würste, ob sie nun Hedgefonds oder anders heissen, haben deshalb vorderhand keine Hochkonjunktur mehr.

## 3. Weshalb die positive Börse?

Unsere Befürchtungen gingen seit Sommer dieses Jahres dahin, dass die – absehbaren! – Gammelfleischprobleme im Finanzsystem den gesamten

Aktienmarkt in Mitleidenschaft ziehen würden. Dies aus drei Gründen: Erstens, weil die Krise das Herz des Systems, die Banken nämlich, trifft. Das System funktioniert nur dann richtig, wenn die Informations- und Transaktionskosten gering sind. Mangelndes Vertrauen zwischen den Mitspielern erhöht diese Kosten in beträchtlichem Masse, ja, könnte zu einem regelrechten Kollaps führen. Im August stand der Zusammenbruch des wichtigsten amerikanischen Hypothekarinstituts Countrywide Financial unmittelbar bevor. Daraus hätte eine bei weitem gravierendere Vertrauenskrise mit katastrophalen Auswirkungen in die Realwirtschaft hinein werden können.

Der zweite Grund für unsere Befürchtungen lag in der Erkenntnis, dass die Krise für weite Teile der amerikanischen Wirtschaft, möglicherweise aber auch darüber hinaus, auf eine implizite Zinserhöhung um ein bis zwei Prozentpunkte infolge erhöhter Kreditrisikoprämien hinausläuft. Zinsänderungen bewirken über den Diskontierungsvorgang Veränderungen im Wert der von Zinskosten abhängigen Substanz, und jemand muss den entstandenen Schaden tragen. Der logische Adressat ist letztlich der Aktionär.

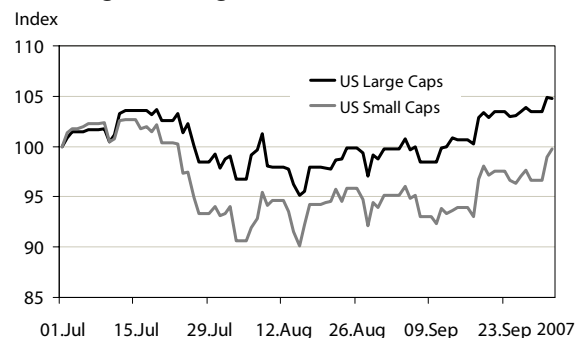
Drittens stellten wir uns – und stellen wir uns noch immer! – die Frage, wie ansteckend die Hypothekar- und Immobilienkrise für die Entwicklung der US-Wirtschaft sein wird und wie relevant die Entwicklung des US-BIP für die Weltwirtschaft ist. Eine von konkursiten Hausbesitzern herbeigeführte Konsumschwäche in den USA würde, so die Befürchtung, ziemlich direkt die Produktion in den asiatischen Ländern drosseln und mittelbar zu einem Rückgang in der weltweiten Investitionstätigkeit führen. „Soft Landing“ oder Rezession in den USA sind die diesbezüglichen Alternativen. Angesichts eines Anteils der Konsumausgaben von gut 70 Prozent an der amerikanischen Bruttowertschöpfung können solche Ängste nicht einfach in den Wind geschlagen werden.

Zum Glück materialisierten sich die meisten Befürchtungen bisher nicht oder lediglich in abgeschwächter Form. Die grosse Systemkrise ist ausgeblieben. Mit einem äusserst geschickten Schachzug, der Öffnung des sonst kaum gebrauchten Diskontfensters, verschaffte die amerikanische Notenbank am 17. August den bedrängten Instituten Luft und damit auch Zeit zur Bereinigung ihrer Situation. Panikartige Verkaufswellen an den Aktienbörsen wie 1987 oder 1998 aus Gründen von Margenerfordernissen blieben deshalb aus. Gewiss, die Finanzwerte wurden an den Aktienbörsen praktisch weltweit

stark abgestraft. Banken- und Versicherungswerte, die man allesamt und ohne Differenzierung quasi den Wurstereien zuordnete, verloren innert Monatsfrist zwischen 10 und 30 Prozent an Kurswert. Einiges wurde im September aber wieder wettgemacht. Die Senkung der Leitzinsen durch das Fed am 18. September war dann der Auslöser eines regelrechten Kursfeuerwerks an der Wall Street. Das ist nachvollziehbar. Denn noch bis vor ganz kurzer Zeit war man an den Märkten ja von Zinserhöhungen und nicht -senkungen ausgegangen. Der Diskontierungseffekt wirkt eben auf beide Seiten.

Allerdings gilt es zu differenzieren. Wirklich breit abgestützt ist der Kursanstieg nämlich nicht. Vielmehr profitierten vor allem die hochkapitalisierten Werte von der erhöhten Nachfrage, währenddem die vorher so bevorzugten Aktien von kleinen und mittleren Unternehmungen eher verschmäht blieben. Die nachfolgende Grafik zeigt den unterschiedlichen Appetit auf verschiedene Unternehmensgrössen deutlich auf. Die Hausse ist vermutlich am besten mit einer Flucht in Substanzwerte mit bekanntem (d.h. nicht verwurstedem) Inhalt zu interpretieren. Entweder suchte man Schutz in praktisch risikolosen, staatsnahen Bonds oder dann halt eben in „Schwergewichten“ am Aktienmarkt bzw. in „bodennahen“ Branchen.

#### Bevorzugte Schwergewichte



Bemerkung: US Large caps = Large Cap Russell 50 RTF Index, US Small Caps = Small Cap Russell 2000 RTF Index  
Quelle: Russell, Bloomberg, Analyse

Ganz zu befriedigen vermögen die Erklärungsversuche für den glimpflichen Verlauf der Krise aber nicht. Zinssenkung in Ehren – aber wem hilft sie tatsächlich? Der ganzen Volkswirtschaft inklusive den finanziell an den Rand gedrängten Hausbesitzern oder vielleicht nicht doch eher den Banken, die sich nun einfach wieder etwas billiger refinanzieren können, ohne diesen Vorteil so direkt und vorschnell ins System weiterzugeben? Wie funktioniert denn überhaupt eine nicht mehr direkt von Banken finanzierte Wirtschaft? Ist die (kurzfristige) Prime Rate für das Wirtschaftswachstum so relevant, wie man in Finanzkreisen

immer glaubt, oder sind nicht andere Kräfte viel wichtiger?

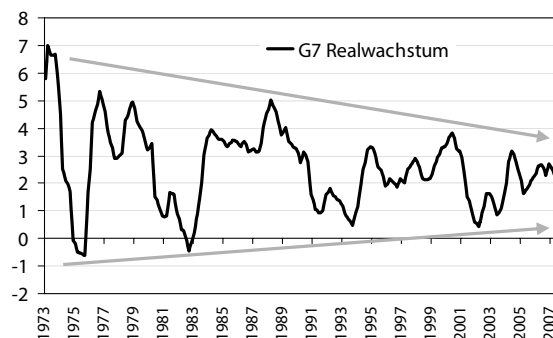
Darüber hinaus: Wurde und wird möglicherweise die Stabilität des Finanzsystems unterschätzt? Man hat bekanntlich den Umstand beklagt, dass wegen der Securitisation heutzutage die Risiken an allen möglichen und unmöglichen Orten, unter anderem bei staatsnahen deutschen Instituten oder in der Bilanz einer Schweizer Grossbank, auftauchen. Gewiss, man wird da und dort unangenehm überrascht. Aber aus Sicht der Systemstabilität: Ist das nicht eine enorm positive Sache? Hat nicht der bisherige Verlauf der Krise gerade gezeigt, dass es dank der modernen Welt von Fleisch *und* Wurst möglich ist, entstandene Probleme unter Kontrolle zu halten und den Schaden effizient zu allozieren? Wenn ja, dann wäre die positive Börsenentwicklung seit September vielleicht nur der Anfang einer viel länger dauernden Aufwärtsbewegung gewesen.

Wir wollen diesen zwei Argumentationslinien, die auf eine Relativierung der Krise einerseits auf der realwirtschaftlichen, andererseits aber auch auf der systemischen Seite der Finanzmärkte hinauslaufen, in der Folge nachgehen.

#### 4. Unter- und überschätzte Abhängigkeiten

Dass die künftige Entwicklung der amerikanischen Wirtschaft Sorgen bereitet, liegt auf der Hand. Unser Denken ist nach wie vor geprägt von den negativen Erfahrungen unserer Väter und Grossväter in der Weltwirtschaftskrise, die sehr wesentlich eine amerikanische Krise war und die den Aufstieg totalitärer Regimes in anderen Weltregionen begünstigt und die Katastrophe des 2. Weltkriegs mitverursacht hat. Die Welt hat sich aber stark verändert seither. Die bei weitem grössere internationale Arbeitsteiligkeit hat interessanterweise nicht zu einer Erhöhung der gegenseitigen Abhängigkeiten geführt, sondern eher im Gegenteil zu einer Entflechtung der Wachstumsraten. Weshalb? Weil das Produktionsportfolio jeder Weltregion, jedes Landes, ja, jedes Haushalts dennoch *diversifizierter* geworden ist. Das Detroit von heute ist nicht mehr das Detroit der Dreissigerjahre. Sogar in Detroit gibt es heute Leute, die nicht vom Gedeihen der Automobilindustrie abhängig sind. Und in St. Gallen sind, ganz im Gegensatz zu den Verhältnissen zu Beginn des zwanzigsten Jahrhunderts, nur noch 1.4 Prozent der Arbeitnehmer im heute bei weitem weniger volatilen Textilsektor beschäftigt. Was insgesamt resultiert, sind bedeutend tiefere Schwankungen in der Höhe des Einkommens der Haushalte bzw. geringere Schwankungen im Wachstum des Bruttoinlandprodukts.

#### Konstantere Wachstumsraten



Quelle: Russell, Bloomberg, Analyse

Die erhöhte Diversifikation im Produktionsportfolio von Regionen, Ländern und Haushalten hat aber nicht nur geringere Schwankungen in den Wachstumsraten zur Folge, sondern auch eine geringere gegenseitige Abhängigkeit. Es gibt weder „Wachstumsmotoren“ noch „Lokomotiven der Weltwirtschaft“; Kausalitäten sind nicht dies- und jenseits des Atlantiks oder im Fernen Osten zu suchen, endogene Faktoren in den jeweiligen Regionen sind möglicherweise belangreicher. Vielleicht sind die Wachstumsunterschiede teilweise auch einfach zufälliger Natur. Wie auch immer: Uns scheint, dass bei weitem zu viel über „Domino-Effekte“ und dergleichen nachgedacht wird und entsprechende Katastrophen vorausgesagt werden. Die Welt ist zum Glück so komplex geworden, dass man eher von „Mikado“ als von Domino sprechen müsste: Irgend etwas bewegt sich irgendwo und bewegt gleichzeitig etwas anderes anderswo – der ganze Haufen bleibt als Ganzes aber ziemlich stabil. Nicht trotz, sondern wegen seiner Unorganisiertheit.

#### Weltwirtschaft?

	USA	Japan	Europa	China	Indien	Russland
USA	1.00					
Japan	0.45	1.00				
Europa	0.44	0.07	1.00			
China	-0.03	0.63	-0.48	1.00		
Indien	0.11	0.31	-0.44	0.54	1.00	
Russland	-0.08	0.23	-0.08	-0.12	-0.08	1.00

Bemerkung: Korrelationskoeffizienten der realen Wachstumsraten 1995-2006; Der Durchschnitt der Korrelationskoeffizienten beträgt 0.10; "Europa" in dieser Tabelle beinhaltet Spanien, Grossbritannien, Irland, Deutschland, Frankreich, Dänemark und Italien.

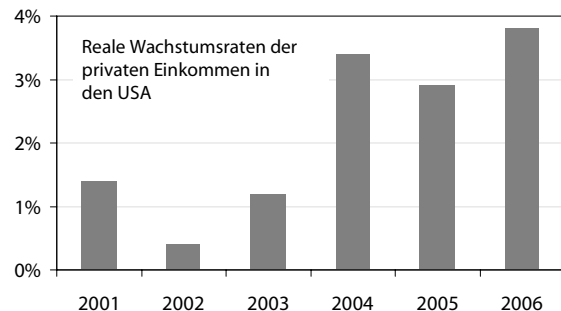
Quelle: World Bank, US Federal Reserve

Nun wäre es natürlich falsch, die negativen Effekte einer Konsumkrise in den USA zu unterschätzen, denn die respektable Gewinnsituation vieler Unternehmungen – beileibe nicht nur amerikanischer! – fusst unter anderem auf der Nachfrage jenseits des Atlantiks. Und es ist auch nicht von der Hand zu weisen, dass der private Immobiliensektor („Residential Investment Spending“) nicht nur eine wichtige Grösse im gesamten US-BIP

ausmacht, nämlich rund 4 Prozent, sondern dass auch viele Arbeitsplätze (8 Prozent) von seinem Gedeihen abhängig sind. Wir messen der Frage, ob und in welchem Masse in den USA weiterhin gebaut wird, aber bedeutend mehr Gewicht zu als der Frage, welchen Effekt die rückläufigen Hauspreise auf das Konsumverhalten haben werden. Denn dort, wo dies infolge zu hoher Hypothekierung zu Privatkonkursen führen würde, muss vermutlich das Finanzsystem und nicht der Schuldner den Schaden tragen (was in der Kreditmarktkrise von den Börsen vermutlich bereits vorweggenommen worden ist), und dort, wo die Verschuldung einigermaßen vernünftig gestaltet geblieben war, wird einzig der Möglichkeit zur „wealth extraction“, also dem Verkonsumieren aufgrund zusätzlicher Hypothekarverschuldung, eine Grenze gesetzt.

Man sollte die Vermögenseffekte auf das Wirtschaftswachstum nicht über-, die Einkommenseffekte nicht unterschätzen. Das reale Einkommen der Amerikaner stieg über die letzten Jahre beträchtlich an, wie die nachfolgende Tabelle deutlich aufzeigt.

#### Die Amerikaner verdienen deutlich mehr



Quelle: Bureau of Economic Analysis (BEA), Analyse

Bei aller verständlichen Skepsis gegenüber vielen nicht wirklich vertrauenserweckenden Verhaltensweisen der Amerikaner – hohe private Verschuldung, tiefe Sparquote, ausgeprägte Konsumfreude – dürfen kompensierende, positive Faktoren nicht einfach gedanklich eliminiert werden. Insbesondere sollte auch der stimulierende Effekt des tiefen Dollarkurses auf die amerikanische Exportwirtschaft nicht ausser Acht gelassen werden. Amerika ist vermutlich stabiler, als es viele glauben und einige gerne hätten. Wir gehen deshalb nach wie vor von einem „Soft Landing“ der US-Wirtschaft aus und nehmen an, dass im Jahr 2008 die Indikatoren wieder nach oben weisen. Die enorme Resistenz der Börsen während der Kreditmarktkrise ist jedenfalls nur unter der Annahme eines solchen, relativ günstigen, gnädigen Szenarios erklärbar. Vielleicht täuschen sich die Märkte. Wohl eher liegen aber die notorischen Negativisten falsch.

#### 5. Kreditmarktkrise – anders herum gesehen

Bekanntlich gehörten wir zu den Warnern vor zu tiefen Risikoprämien und der darauf beruhenden zu leichtfertigen Kreditvergabe bzw. dem bei weitem zu hohen Verschuldungsgrad innerhalb des Finanzsystems. Den Grund für diese Fehlentwicklung orteten wir in den immer aufs neue gepflegten Rettungsaktionen für bankrotte Mitspieler im Finanzsystem. Wir wiesen aber auch auf die grossen Schwierigkeiten hin, falls solche Rettungsaktionen unterlassen würden, denn das Risiko eines Systemkollapses wäre schlicht zu hoch. Auf die theoretisch denkbaren Alternativen zum „Bailing Out“ ist hier nicht zurückzukommen. In der Zwischenzeit sind nun ja wieder ein paar neue Tatsachen geschaffen worden, angefangen bei der Rettungsaktion für die beiden deutschen Banken IKB und Landesbank Sachsen bis hin zur ziemlich ungelungenen Nothilfe der Bank of England für Northern Rock. Wenn die Sparer vor den Bankschaltern Schlange stehen, wird auch der doktrinärste Notenbanker weich.

Es ist klar, dass der Nicht-Zusammenbruch des Kreditmarkts im Verlaufe der letzten Monate nun den mehr oder weniger gelungenen Interventionen der Notenbanken zugeschrieben werden wird. Gewiss, namentlich die weiter oben beschriebene Öffnung des Diskontfensters angesichts des drohenden Kollapses von Countrywide Financial durch das Fed darf als spektakulärer und enorm zielgenauer Schritt mit direkt kausaler Wirkung in die Geschichte des Finanzsystems eingehen.

Damit wird aber höchstens ein kleiner Teil der Geschichte erzählt und erklärt. Unseres Erachtens ist es viel interessanter, ob und inwieweit das Finanzsystem im Verlaufe der Krise funktioniert hat und welche Schlüsse daraus zu ziehen sind. Angenommen, es gibt in bestimmten Bereichen Probleme – und dass es sie gab, zeichnete sich ja ab: übertriebene, nicht mehr rückzahlbare Schulden im amerikanischen Hypothekarbereich, übertriebener Leverage bei Private Equity-Transaktionen sowie Unklarheiten bezüglich Bonität bei einer Vielzahl von Finanzinstrumenten und bei involvierten Bankinstituten – wie effizient ging nun das System mit dieser Problemakkumulation um?

Wenn wir es richtig sehen, dann kann man heute von einer faszinierend gelungenen Übung sprechen. Denn erstens wurden innerhalb sehr kurzer Zeit alle beteiligten Parteien gezwungen, ihre Positionen zu eruieren, zu überprüfen und gegebenenfalls neu zu bewerten, und zweitens wurde innerhalb kürzester Frist die ganze Welt gemahnt, Risiken als solche zu sehen und zu behandeln und

von der illusionären Annahme risikoloser Gewinne Abstand zu nehmen. Krise heisst Klärung. Dass eine Klärung nötig wurde, ist die eine Sache. Dass die Klärung innerhalb weniger Wochen erzwungen wurde und nun in das Abschlussstadium tritt, ist die andere Sache. Sie macht Mut. Denn dass es immer wieder zu – teilweise gigantischen! – Fehlentwicklungen kommt, ist auch in Zukunft nicht auszuschliessen. Der Fähigkeit eines Systems, Probleme auszuräumen, kommt deshalb höchste Bedeutung zu.

Am wichtigsten scheint uns drittens aber der Umstand zu sein, dass insgesamt eigentlich wenig Kollateralschäden entstanden sind. Die Wurster blieben sozusagen unter sich, die Fleischer waren nicht wirklich betroffen und die Gemüsehändler schon gar nicht. Auch das macht Mut. Denn es bedeutet, dass das Finanzsystem möglicherweise viel besser als vermutet in der Lage ist, einzelne Risiken und Risikokategorien voneinander zu trennen und dass die Abhängigkeiten zwischen den einzelnen Risikokategorien sogar in Krisen insgesamt geringer werden. Diversifikation wäre dann nicht nur ein theoretisch sinnvolles Konzept, sondern hätte auch ganz praktisch-handfeste, sichtbare Vorteile. Das Konzept der Diversifikation kam in den Jahren 2001 bis 2003 unter Druck, als fast alles, total korreliert sozusagen, an Wert verlor, um in den darauf folgenden Jahren auch wieder ziemlich simultan an Wert zu gewinnen. Wenn nun aber 2007 ein – riesiges! – Teilproblem in einem Teilmarkt gelöst wird, ohne dass gleich die Finanzmärkte in ihrer Gesamtheit in Mitleidenschaft gezogen werden, dann handelt es sich dabei vielleicht oder hoffentlich um ein sich ankündigendes neues Regime der differenzierteren Problemerkennung durch die Märkte.

Und wenn das so wäre, dann erhielten auch alle auf dem Konzept der Diversifikation beruhenden Methoden in der Vermögensverwaltung Auftrieb: Die Ausrichtung der Anlagen auf eine langfristige, ausgewogene strategische Asset-Allokation, eine lediglich geringfügige taktische Bandbreite für Abweichungen von diesen strategischen Grössen, ein sorgsamer Umgang zur Einhaltung sogenannter (stark diversifizierter) Kern-Anlagen bzw. Vorsicht beim Einsatz von momentan pepig erscheinenden Investment-Ideen. Krise heisst Klärung: Wenn ein paar ökonomische Grundregeln wieder Gültigkeit erlangt hätten, wäre die Klärung überaus segensreich gewesen.

## **6. Klärungsbedarf, z.B. bei der UBS AG**

Diese aus langfristiger und übergeordneter Sicht durchaus positiv zu veranschlagenden Aspekte der Kreditmarktkrise dürfen nun aber selbstverständlich nicht den Blick verstellen auf die noch

vorhandenen Problem-Restanzen, auf verbliebenes Gammelfleisch sozusagen, und auf neuerliche Kontaminationsgefahr aufgrund nicht ausgeräumter oder nicht wenigstens transparent gemachter Problempositionen. Das Eis ist nach wie vor enorm dünn. Vertrauensverluste können rasch wieder um sich greifen, und der Handlungsspielraum der Notenbanken für erneute Nothilfepakete ist nicht grösser geworden. Für eine generelle Entwarnung ist es also noch zu früh. Unser Bankhaus bleibt deshalb bei seiner allgemeinen Empfehlung, bei zusätzlichen Aktienengagements Vorsicht walten zu lassen, wenngleich es selbstverständlich verlockend ist, über die eine oder andere Wette nachzudenken.

In diese Kategorie durchaus etwas spekulativer Gedankengänge sind die nachfolgenden Überlegungen über die Zukunft der beiden Schweizer Grossbanken, im spezifischen Fall der UBS AG, einzuordnen. Bekanntlich hat besagte Grossbank bei der Ankündigung ihres Resultats für das dritte Quartal 2007 einen Abschreibungsbedarf von rund 4 Milliarden Franken bekanntgegeben. Die Bewertungsverluste stammen aus der Investment Banking-Einheit und betreffen im wesentlichen amerikanische Subprime-Hypotheken, die als Altlasten aus den Dillon-Read-Hedgefonds DRCM übernommen werden mussten, sowie direkt in die Bilanz übernommene Positionen im Geschäft mit amerikanischen Hypotheken. Das Gesamtengagement der UBS in diesem Bereich beträgt 19 Milliarden US Dollar. Sozusagen am Rande, mit „lediglich“ 300 Millionen, müssen auch noch Mittel für pendente Leveraged-Buy-Out-Transaktionen zurückgestellt werden, für Positionen, die sich insgesamt auf 13 Milliarden Dollar belaufen.

Die Ankündigung einer derart tiefen Involvement der Schweizer Grossbank in die ganze Kreditmarktproblematik löste zunächst einen Schock aus, zumal sie ja auch mit grösseren personellen Entscheiden verbunden ist: der Entlassung von 1'500 Angestellten, vor allem in Amerika, sowie einem Sesselrücken auf der Stufe des obersten Managements. Interessanterweise und nicht ganz unlogisch nahm der Aktienmarkt die Ankündigung dann aber überaus gnädig auf. Denn so negativ das Ganze selbstverständlich erscheinen muss, so positiv war es für die Marktteilnehmer, dass nun endlich Klarheit geschaffen wurde in einer Angelegenheit, die seit dem Rücktritt von Peter Wuffli als CEO der UBS im Frühsommer 2007 als Schwelbrand vor sich hin mottete. Der für den Schwelbrand mutgemassete Risikoabschlag konnte nun entfallen – die UBS-Aktie stieg am Tag der Ankündigung um 3 Prozent auf 64.50 Franken. Und dass die UBS bei ihrer Ertragslage

und den vorhandenen Reserven einen solchen Schaden ertragen kann, stand ohnehin nie zur Diskussion.

Es wären aber noch weit höhere Kursgewinne denkbar. Die UBS-Aktie leidet nämlich seit langer Zeit an einer enorm tiefen Bewertung, wenn man ihr P/E (Kurs-Gewinn-Verhältnis) betrachtet. Mit derzeit knapp 10 bewegt sich die UBS am untern Rande der Branche und wäre eigentlich ein Übernahmekandidat, wenngleich ein solches Unterfangen aufgrund der hohen Marktkapitalisierung (rund 140 Milliarden Franken) natürlich etwas schwergewichtig würde. Aus Shareholder-Sicht (der wir als Vermögensverwalter verpflichtet sind) ist die Situation in hohem Masse unbefriedigend und müsste den Verwaltungsrat der UBS eigentlich vordringlich beschäftigen, zumal die angekündigten Schäden, die personellen Konsequenzen und die tiefe Bewertung der UBS ursächlich miteinander verknüpft sind und letztlich auf ein jahrzehntealtes strategisches Defizit zurückzuführen sind. Für Strategie und namentlich für Defizite liegt die Verantwortung klar beim Verwaltungsrat. Die – erst sehr spät geäußerten – Überlegungen des UBS-Präsidenten zu diesem Thema vermögen in keiner Weise zu befriedigen.

Denn eines ist klar: Dass die tiefe Bewertung der UBS-Aktie eine direkte Folge vom Engagement im Investment Banking ist. Investment-Banken werden generell von der Börse eher tief bewertet; das Median-P/E lag für Vergleichsunternehmen wie Lehman Brothers, Morgan Stanley, Merrill Lynch oder Goldman Sachs über die letzten paar Jahre zwischen 11 und 16. Zurzeit, das heisst als Folge der Kreditmarktkrise, beträgt das P/E bei allen um 10. So, wie gesagt, auch für die UBS.

Nur: Die UBS ist ja nicht nur Investment-Bank, sondern verfügt noch über zwei weitere, sehr gewichtige Bereiche, nämlich die Vermögensverwaltung und das kommerzielle Bankgeschäft („Wealth Management & Business Banking WMBB“) und das Globale Asset Management („GAM“). Vergleichsunternehmen in jenen Sektoren kommen auf weit höhere P/E-Zahlen. Vermögensverwalter scheinen beim Publikum besonders beliebt zu sein, beträgt das Median-P/E doch etwa 20. Im Bereich des globalen Asset Management wird pro Aktie etwa das 16-fache der Unternehmensgewinne bezahlt.

Oder anders gesagt: Der Investment Banking-Bereich „vergiftet“ bei der UBS die Bewertung in beträchtlichem Masse. Wenn man die drei UBS-Bereiche Vermögensverwaltung, globales Asset Management und Investment Banking separat, das heisst mit den jeweiligen für die Branchen typischen P/E-Zahlen, bewerten würde, somit als

geistiges Konstrukt sozusagen drei Sub-UBS-Firmen „gründen“ und auch noch die Kosten für die Unternehmenszentrale aufteilen würde, dann läge der Aktienwert der UBS rund 30 Prozent höher als heute. Es würde sich mit anderen Worten lohnen, das Riesenkonglomerat aufzubrechen und als zwei oder drei separate Firmen in die Freiheit der Finanzmärkte zu entlassen. Cum grano salis gilt das selbstverständlich nicht nur für die UBS, sondern auch für Riesenkonglomerate wie die Citigroup oder – eben – auch für die zweite Schweizer Grossbank, die Credit Suisse. Mit anderen Worten steht eine viel generellere Fragestellung im Raum: Weshalb in aller Welt lassen die Märkte so ineffiziente Gebilde überhaupt bestehen? Weshalb schrecken die berüchtigten Heuschrecken vor dem Aufbrechen der Konglomerate zurück? Schützt die schiere Grösse vor solchen Manövern?

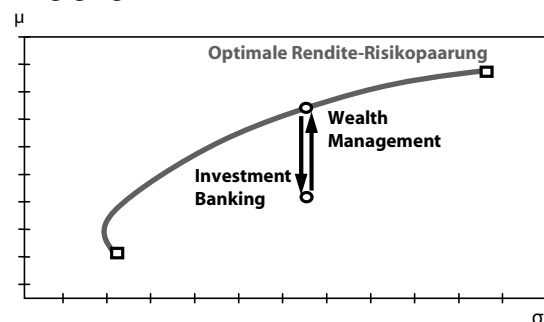
Aufbrechen: Solchen nicht wirklich neuen Ideen wird jeweils das Argument der hohen Synergien zwischen dem Investment Banking, dem globalen Asset Management und der Vermögensverwaltung für Private entgegengesetzt und gleich auch noch vorgeworfen, die Aufspaltungsideen nährten sich aus einer puren Shareholder-Value-Sicht. Eine Unternehmensstrategie müsse jedoch längerfristigen Kriterien genügen. Wir bezweifeln die Stichhaltigkeit dieser Argumentation lebhaft. Zunächst entspricht es einer zwar oft geäußerten, aber durch nichts belegten Unterstellung, die Shareholder-Value-Sicht sei lediglich kurzfristiger Natur. Viel wahrscheinlicher ist, dass sich Management und Verwaltungsrat hinter sogenannte „langfristigen Interessen“ verstecken, um nicht Eigeninteresse und Machtgelüste nennen zu müssen. Zweitens spricht die Evidenz nicht für, sondern gegen das Synergie-Argument: Die P/E-Verwässerung der UBS durch das Investment Banking ist Tatsache, und der Abschreibungsbedarf von 4 Milliarden ist es auch. Eine vom Investment Banking separierte UBS-Vermögensverwaltungsbank wäre sowohl höher bewertet als auch frei von Gammelfleisch-Problemen.

Drittens verkennt die Argumentation das wahre Wesen von Investment Banking und Vermögensverwaltung. Die beiden Geschäftsmodelle sind nämlich *gegensätzlicher Natur*. In der Vermögensverwaltung wird versucht, auftrags des Kunden mittels Portfoliomanagement die Anlagen so nahe als möglich an jene Grenze zu steuern, bei der Risiko und Rendite optimal ist. Vermögensverwaltung kann sich unter Wettbewerbsverhältnissen kaum grosse Abweichungen von diesem Effizienz-Ziel leisten. Vermögensverwaltung wird deshalb typischerweise als Dienstleistung im Auftragsverhältnis und unter Verrechnung einer

aufwandorientierten Kommission angeboten. Die Erträge aus der Vermögensverwaltung unterliegen geringen Marktschwankungen; entsprechend hoch ist, wie oben dargestellt, die Bewertung dieser Tätigkeit durch die Aktienmärkte. Nichts attraktiveres als (relativ) konstante Cash Flows.

Investment Banking sucht demgegenüber seine Erträge im Verkauf von Anlageprodukten bzw. aus der Kapitalbeschaffung für Unternehmungen. Als reines Kommissionsgeschäft ist diese Tätigkeit freilich wenig spannend. Der grosse ökonomische Anreiz besteht darin, davon zu profitieren, dass man ökonomisch suboptimale Produkte, also ineffiziente Rendite-Risiko-paarungen, in die Welt setzt. Oder in der Wurst-Metapher gesprochen: wässrige Frankfurter oder überwürzte Cevapcici. Solches kann man unter zwei Bedingungen relativ einfach bewerkstelligen: Wenn man über eine entsprechende „Produkte-Pipeline“ zu einem Vermögensverwaltungstopf verfügt und alle Anreize in einem vertikal integrierten Bankenkonglomerat so setzt, dass die Wasserwürste und die scharfen Dinger auch geschluckt werden (das wären dann die „Synergien“), oder, wenn in einem der immer wieder vorkommenden Hypes die Marktteilnehmer ohnehin alles zu schlucken bereit sind. Das sind dann auch die Zeiten, in denen das Investment Banking attraktivste Gewinne abwirft, regelmässig aber gefolgt von einer Gammelfleisch-Krise, denn man ist im Laufe des Hypes ja unweigerlich von der ökonomisch effizienten Rendite-Risiko-paarung abgewichen.

#### Entgegengesetzte Anreize



Bemerkung:  $\mu$  = erwartete Jahresrendite;  $\sigma$  = Standardabweichung der erwarteten Jahresrendite.

Quelle: Eigene Darstellung

Die Synergie-Beauptung ist deshalb nicht lediglich ein schwaches Argument, vielmehr ist sie

*falsch*. Die beiden Tätigkeiten wären aus prinzipiellen Gründen nicht kombinierbar, weil sie entgegengesetzter Natur sind. Investment Banking nützt überdies die Plazierungskraft und die (relativ) konstanten Cash Flows einer Vermögensverwaltungsbank aus, ohne dem Gesamtkonglomerat eine adäquate Rendite zurückzugeben. Durch grosszügigste Bonus-Schemen wird ein wesentlicher Teil des ökonomischen Profits gar nicht weitergegeben, sondern fliesst in die privaten Taschen der Investment-Banker. Die Gammelfleischrisiken müssen dann hingegen vom Konglomerat vollständig getragen werden bzw. vom Aktionär über das zu tiefe P/E. Asymmetrischer geht's kaum. Die immer wieder manifest werden den Führungsprobleme Schweizer Grossbanken mit ihren Einheiten in Übersee basieren denn auch nicht auf einer besonderen Unfähigkeit schweizerischer Manager im Umgang mit Amerikanern, sondern sind grundsätzlicher Natur. Man darf eben nicht zusammenfügen, was nicht zusammengehört!

#### 7. Krise als Chance

Wenn wir zum heutigen Zeitpunkt bedeutend positiver als noch vor ein paar Wochen in die (Finanz-)Welt blicken, dann zum einen gewiss, weil erkennbar ist, dass sich der Schleier über den ärgsten Unsicherheiten langsam lüftet und dass die Wahrscheinlichkeit echt gravierender Folgen, namentlich im Bereich des Wirtschaftswachstums, eher als gering zu veranschlagen ist. Zum andern erkennen wir, in welcher hohem Masse eine Krise geeignet ist, die Augen zu öffnen. Wenn man um die Mechanismen von Fleisch, Wurst und der Gefahr periodisch auftretender Gammelfleisch-Skandale weiss, dann kennt man auch die Vorgaben, nach denen sich künftig das Anlageverhalten richten muss. Darüber hinaus darf man auch hoffen, ja, warum nicht darauf spekulieren, dass die bitteren Erfahrungen hoher Bewertungsverluste in den Büchern renommierter Institute noch viele weitere Augen öffnen, auf dass das getan wird, was aus strategischer Sicht überfällig ist. Als Shareholder liessen wir uns solche Bereinigungsarbeiten nach gehabter Krise gerne gefallen.

KH, 8.10.2007