

## Optimistisch? Auf Zusehen hin.

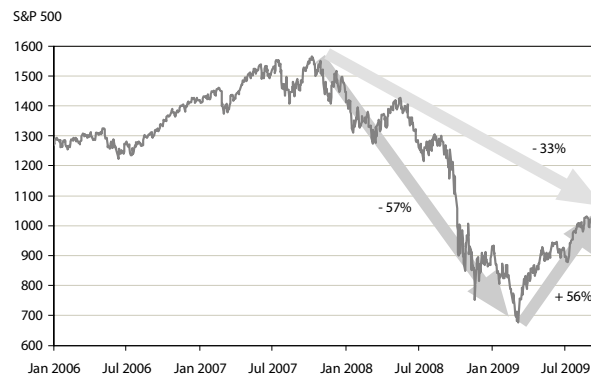
### 1. Minus 57 plus 56 gleich minus 33

Eine gewisse Selbstironie darf jenem, für den als Privatbankier und Vermögensverwalter die katastrophale Entwicklung im Wirtschaftssystem von 2007 bis 2009 nicht die erste Krise war und voraussichtlich auch nicht die letzte gewesen sein wird, wohl zugebilligt werden. Sie läuft auf die Feststellung hinaus, dass sein Beruf, wenn nicht hauptsächlich, dann doch wesentlich, von zwei dem Menschen eigenen Defekten profitiert: vom kurzen Gedächtnis und von der Schwierigkeit im Umgang mit der Prozentrechnung. Wobei „Defekt“ möglicherweise zu despektierlich ist. Vielmehr handelt es sich vermutlich um Eigenschaften, die sich der Mensch im Laufe der Evolution zugelegt hat, um mit den ihn immer wieder ereilenden Schicksalsschlägen – nicht die erste und nicht die letzte Krise! – umgehen zu können. Wenngleich zu jedem Zeitpunkt in der Menschheitsgeschichte mit aller zur Verfügung stehenden Energie und Intelligenz versucht wurde, die Zusammenhänge zu verstehen, so musste doch auch immer wieder ernüchert zur Kenntnis genommen werden, dass es häufig völlig anders, unerwartet, herauskommt. Die Adaptationsfähigkeit an neue Situationen, die Fähigkeit, auf anderen Gegebenheiten aufbauend wieder mit Mut und Zuversicht frisch zu beginnen: Ohne diese Eigenschaften hätte sich der Mensch längst abmelden müssen. Er wäre infolge allzu häufiger Vergrämung ausgestorben. Der ihn rettende Optimismus basiert allerdings auf dem, was vorher als „Defekt“ bezeichnet worden ist.

Das kann beispielhaft am Wiederauftauchen der Aktienmärkte aus dem Schlund des Finanzkollapses gezeigt werden. Vorab die Feststellung, dass gegenwärtig Optimismus das Bild ausmacht, ja, dass in gewissem Masse Freude herrscht, wenn auch immer wieder unterbrochen von plötzlichen Angstanfällen. Die Zurückhaltenderen unter den Optimisten üben sich in allen möglichen Vorbehalten, aber da und dort ist auch bereits wieder jene Stimmung spürbar, die Peter Sloterdijk in seiner Analyse der Übertreibungen vor der Krise so treffend als „Frivolität“ bezeichnet hatte.

Man könnte unschwer hundert Gründe aufzählen, weshalb Optimismus fehl am Platze wäre. Auf einige dieser Gründe werden wir in diesem Anlagekommentar auch noch zurückkommen müssen. Tatsache ist aber, dass seit einigen Monaten die meisten Meldungen, seien sie nach unserem Verständnis der Zusammenhänge nun eher positiver oder negativer Natur, als zuversichtlich stimmende Indizien aufgenommen werden. Selbst offenkundige Widersprüchlichkeiten – zum Beispiel die Hoffnung auf einen baldigen, kräftigen Wirtschaftsaufschwung und die Annahme, dass die Zinsen für längere Zeit tief bleiben – werden mit Achselzucken quittiert. So, als hätte es die aus einem Amalgam von Widersprüchlichkeiten entstandene Finanzkrise nie gegeben. Anders als mit schlechtem Gedächtnis und, eben, der Schwierigkeit beim Prozentrechnen kann eine solche Entwicklung der Stimmungslage kaum erklärt werden.

### Das magische Dreieck der Vergangenhheitsbewältigung

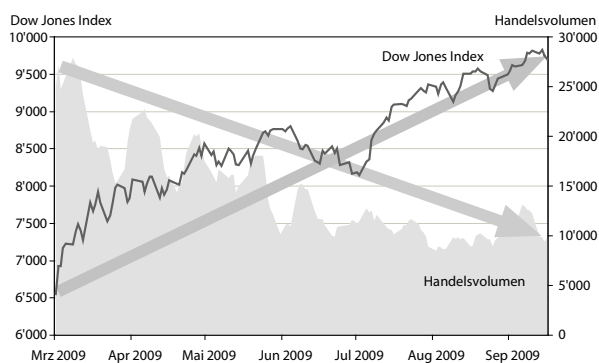


Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Vom Höchststand der Börsen am 9. Oktober 2007, gemessen am amerikanischen Standard and Poors-Index 500, bis zum Tiefststand am 9. März 2009 resultierte ein Verlust von 887 Punkten oder 57 Prozent. Seit diesem Zeitpunkt haben die Börsen wieder rund 56 Prozent zugelegt. Wunderbar, nicht wahr? Ja, wenn man vergisst, dass der Gesamtverlust seit 2007 noch immer 33 Prozent beträgt. Prozente hinunter und Prozente hinauf sind nicht dasselbe, da von einer anderen Basis aus gerechnet wird, aber was soll's? Hauptsache, man kann sich wieder freuen, und wenn sich in diese Freude eine genügend grosse Allgemeinheit teilt, dann wird aus der Kraft des kollektiven Optimismus das Faktum neuer Gleichgewichtsverhältnisse an den Märkten geschaffen.

Womit wir jedoch auch beim ersten Einwand angelangt sind, weshalb man den Börsenaufschwung seit März 2009 auch als enorm brüchiges Eis bezeichnen könnte. Denn von „grosser Allgemeinheit“ kann keine Rede sein – im Gegenteil: Die Kursentwicklung wird von kleinen und erst noch abnehmenden Volumina getragen. Es sind nur wenige Akteure am Werk, der Rest des Publikums steht an der Seitenlinie, was praktisch heisst, dass grosse Mengen von Cash und von festverzinslichen Anlagen gehalten werden, und was auch bedeutet, dass die Mehrheit der Marktteilnehmer nur teilweise oder gar nicht vom Aufschwung profitiert hat.

### Viele stehen abseits



Bemerkung: Handelsvolumen gemessen in US Dollar 100'000, über jeweils 5 Handelstage aggregiert.

Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Soll eine solche Situation nun positiv oder negativ interpretiert werden? Der Börsianer ist skeptisch gegenüber dünnen Umsätzen. Die Erfahrung hat ihn gelehrt, dass die Stimmung weniger Marktteilnehmer eher ins Gegenteil umschlagen kann, als wenn sich breite Kreise in den Märkten bewegen. Aus theoretischer Sicht muss man etwas vorsichtiger argumentieren. Denn es sind doch wohl zwei grundsätzlich verschiedene Situationen von Märkten mit dünnen Volumina zu unterscheiden: In der einen ist die Mehrheit der Akteure grundsätzlich im Markt exponiert, das heisst, hat in Aktien investiert und sitzt nun mehr oder weniger ratlos auf den Beständen. Dünne Umsätze bedeuten dann, dass sich keine noch besseren Anlagen mehr anbieten beziehungsweise dass das Halten von Beständen keinen Opportunitätskosten ausgesetzt scheint. Es gibt gute Gründe zur Annahme, dass eine solche Stimmungslage auch der Wendepunkt für einen allgemeinen Appetitverlust bedeuten könnte. Insofern hätte der Börsianer also recht. Eine völlig andere Situation präsentiert sich hingegen, wenn die tiefen Volumina mit einem generellen Abseitsstehen vieler Marktteilnehmer erklärt werden müssen. Dann entscheidet sich der weitere Kursverlauf nicht an den Opportunitätskosten innerhalb des Substrats Aktien, sondern aufgrund der Einschätzung, ob das Abseitsstehen

und Vermeiden von Risikopräferenz nicht gelegentlich zu teuer zu stehen kommen könnte. Wenn, wie es seit Monaten der Fall ist, das Halten von Cash praktisch null Ertrag bringt, dann gibt es gute Gründe zur Annahme, dass irgendwann den abseitsstehenden Zögerern die Geduld ausgeht und sie zuhauf den Aktienmarkt fluten.

Es geht uns nicht darum, der Fortsetzung der Hausse das Wort zu reden. Das wäre unangemessen unvorsichtig. Aber man muss auch aufpassen, dass man ob allem analytischen Eifer, tatsächliche oder auch nur vermeintliche Zusammenhänge erkunden zu wollen, nicht die Tatsache verdrängt, dass Märkte nur eine Frage der Perzeption sind. Der Perzeption von Menschen, die gerne vergessen und die gerne ein bisschen falsch rechnen, weil dies das Leben erträglicher gestaltet. Thema des vorliegenden Anlagekommentars ist mithin der allgemein unterschätzte Widerstandswille und die Anpassungsfähigkeit des Menschen. Weil sie „allgemein unterschätzt“ wird, meinen wir, sei ein wenig Optimismus, und wenn es auch nur ein Silberstreifen am Horizont wäre, derzeit durchaus angebracht. Wir wollen dies im folgenden begründen.

## 2. Abhaken des Negativen?

Es gehört zum Bestreben dieses Kommentars, die gegenwärtige Situation aus ökonomischer Sicht zu beurteilen. Allein, wenn man über die „hundert Gründe“ nachdenkt, weshalb Optimismus zum heutigen Zeitpunkt fehl am Platz wäre, dann nimmt der politisch bedingte Teil des Weltwirtschaftssystems unvermeidlich die wichtigste Rolle wahr. Politische Aktionen und Reaktionen sind Teil der wirtschaftlichen Gegebenheiten und können deshalb bei allem Willen zur Zurückhaltung nicht ausgeklammert werden.

An erster Stelle dessen, was mehr als nur unguete Gefühle für die Zukunft verursacht, steht gewiss die schon mehrfach beklagte enorme *Zunahme der Verschuldung* der öffentlichen Hand in der westlichen Hemisphäre. Wie auch immer berechtigt oder unberechtigt der strukturerhaltende Interventionismus schliesslich beurteilt werden wird: Er hinterlässt in den USA, Deutschland, Grossbritannien und anderswo einen Schuldenberg, der die künftigen Wachstumsaussichten mit Sicherheit belasten wird. Die Stichworte heissen „Crowding Out“-Effekt beziehungsweise Kreditklemme, weil der Staat zum alles verdrängenden Nachfrager auf dem Kapitalmarkt werden muss, sowie Steuererhöhungen, die angesichts der erhöhten Zinsbetroffene unumgänglich sein werden, es sei denn, man nehme eine weiter wachsende Verschuldung in Kauf. Es gibt Zwangslagen, denen sich nicht einmal neue Koalitionen entziehen können.

Wo und wie die zusätzlichen Staatseinnahmen beschafft werden, ist eine andere Frage und würde den Blick in eine Reihe weiterer Pandorabüchsen eröffnen. Selbst die Allergerechtesten dieser Welt, welche den Zugriff auf wenig bis gar nicht besteuertes Substrat begrüssen, müssen sich im Klaren sein, dass solche Aktionen in erster Linie negative Wachstumseffekte auslösen. Denn just beim im Visier stehenden Vermögenssubstrat handelt es sich um ein Reservoir mit hoher Elastizität, hoher Risikofähigkeit, globaler Investitionsneigung und ausgeprägter Flexibilität. Wenn, was absehbar ist, darüber hinaus die gesellschaftlich ohnehin immer mehr zur Verfemung preisgegebenen Vermögenden und Erfolgreichen über eine „Reichensteuer“ oder dergleichen zur Kasse gebeten werden, dann wird auch hier Substrat geschädigt, das sonst als Finanzierungsmasse für die einen Aufschwung ausmachenden Investitionen zur Verfügung stünde.

An zweiter Stelle steht die Befürchtung, dass mit der zusätzlichen Involvierung des Staates als rettender Investor in strukturell gefährdete Privatunternehmungen wie Banken und Automobilunternehmungen eine *Komplexitätsfalle* geschaffen wurde, aus der sich die öffentliche Hand kaum befreien kann. Der Grund dafür liegt in der mangelnden Erkenntnis darüber, was marktwirtschaftliche Prozesse und was politische Prozesse zu regeln in der Lage sind. Die Privatwirtschaft befriedigt mit ihrer Produktion *spezifische* Bedürfnisse; Angebot und Nachfrage werden durch den Markt, das heisst ohne obrigkeitliche Entscheidungsinstanz, gesteuert. Der Marktpreis vermittelt den einzelnen Akteuren über seine Informationsfunktion laufend die richtigen Anreize zu optimalem Handeln; der Markt ist deshalb für komplexe, ja möglicherweise niemals modellierbare Prozesse geeignet.

*Generelle* Bedürfnisse wie öffentliche Sicherheit, verlässliche Gerichte, einwandfreie Infrastruktur, allenfalls auch angemessene Volksschulen und öffentliche Spitäler, gehören traditionell zur staatlichen Tätigkeit, und allen Vorbehalten zum Trotz kann man sagen, dass die politischen Prozesse für die Allokation von Mitteln in dieser Produktionsfunktion des Staates insgesamt taugen. Weshalb? Weil generelle Bedürfnisse nur ein geringes Mass an Ausgleich zwischen Einzelnen oder spezifischen Gruppen brauchen, weil mithin ihre Produktion allgemein akzeptiert ist und kein Markt das Angebot beeinflussen muss. Mit der Übernahme von zusätzlichen, ganz klar der privatwirtschaftlichen Seite zuzuordnenden Funktionen wird nun der Bereich, der vom politischen System infolge hoher Komplexität nur sehr ineffizient bewirtschaftet werden kann, im Gefolge der Fi-

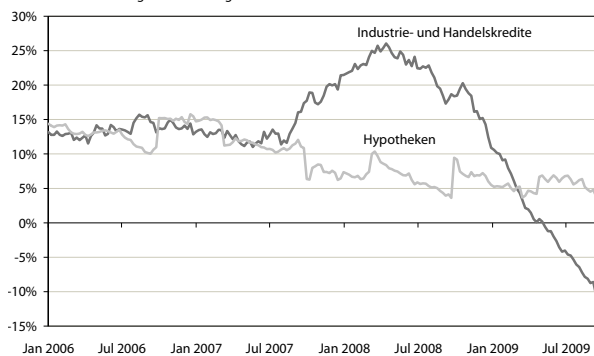
nanzkrise nochmals entscheidend erweitert. Negative Wachstumseffekte werden die Folge sein, darüber hinaus und möglicherweise viel schlimmer noch resultiert aber auch eine Überforderung der staatlichen Strukturen mit einhergehender Vernachlässigung der klassischen Funktionen des Staates. – Die einzige spezifisch orientierte Produktionslinie, die der Staat mit Erfolg betreiben kann, ist die Rüstungsindustrie und die Kriegswirtschaft. Wir wollen *diese* Pandorabüchse hier nicht öffnen, aber dennoch die Befürchtung geäussert haben, dass Überforderung und Unvermögen in eine aggressivere Variante des Verhaltens umschlagen können. Geschichtliche Evidenz, dass dem so sein kann, gibt es leider zuhauf.

Als drittes Negativum sind gewiss die *geldpolitischen Unsicherheiten* zu nennen, welche die immensen Interventionen der Notenbanken im Zuge der Finanzkrise nach sich ziehen. Im Bestreben, die Wirtschaft vor der sogenannten Liquiditätsfalle zu bewahren, haben die Notenbanken der Industrienationen in beispielloser Art das System mit Liquidität geflutet. Sie senkten nicht nur den Zins für Giro Guthaben der Banken auf das absolute Minimum, sondern begannen darüber hinaus, dem System durch Zukauf von Wertschriften zusätzliche Mittel zukommen zu lassen. Als Resultat wurden die Bilanzen der Notenbanken massiv aufgebläht.

Interessant ist, wie unterschiedlich die Wirkung dieser „Quantitative Easing“ genannten Geldpolitik beurteilt wird. Während die einen Ökonomen (insbesondere der Fed-Chef Ben Bernanke sowie die Bank of England) von grossen und selbstverständlich positiven Auswirkungen und lediglich geringen negativen Nebenwirkungen sprechen, gehen die Geldtheoretiker Willem Buiter und Maurice Obstfeld von sowohl grossen Haupt- als auch Nebenwirkungen aus. Überraschenderweise glauben der Neokeynesianer Paul Krugmann und George Akerlof nicht an irgendwelche Wirkungen überhaupt, der in Genf lehrende Charles Wyplosz befürchtet dagegen nur Nebenwirkungen. Ein Blick auf die relevanten Daten zeigt, dass die Skeptiker bis anhin recht zu bekommen scheinen: Die Kreditfähigkeit der Banken ist nach wie vor extrem tief. Die Banken horten das Geld und vermeiden neue Risiken. Die Liquiditätsfalle ist Realität. Die schubartigen Angstanfälle an den Aktienmärkten nähren sich genau aus dieser Problematik, der grossen und banger Frage nämlich, ob die Anzeichen eines Endes der Rezession angesichts so tiefer Kreditschöpfung nicht letztlich einer Fata Morgana entsprechen.

## Von Kreditfähigkeit keine Spur

Jährliche Veränderung der Kreditfähigkeit der US Banken



Quelle: Federal Reserve; eigene Darstellung

Wenn sich Theorie und theoriegestützte Praxis schon in der Funktionstauglichkeit des Instruments des „Quantitative Easing“ dermassen uneinig sind, dann verheisst das wenig Gutes für die zweifellos einmal notwendig werdende Rückkehr zur Normalität. Sie wird sich in Zinserhöhungen der Notenbanken ausdrücken beziehungsweise im Verkauf der erstandenen Wertschriften, was einem Preisverfall an den Bondmärkten gleichzusetzen ist. Allen Beteuerungen sämtlicher Notenbanker zum Trotz, sie verfügten über die notwendigen Instrumente und ausserdem über den festen Willen zum rechtzeitigen „Tightening“, muss aufgrund der Interessenlage und der tatsächlichen Machtaufteilung zwischen Politik und Notenbankbelangen von einer hohen Wahrscheinlichkeit ausgegangen werden, dass *zu wenig* und *zu spät* reagiert werden wird. So muss die amerikanische Notenbank angesichts des immer noch vorhandenen Berges an neu auszuhandelnden Hypotheken alles daran setzen, dass die Zinsen über längere Zeit – der Berg reicht bis ins Jahr 2012! – tief bleiben; alles andere würde zu einem erneuten Blutbad auf dem Immobilienmarkt führen. Das Dilemma ist offenkundig und betrifft nicht lediglich einen Trade-Off zwischen „ein wenig mehr Inflation“ und „ein wenig tieferem Wirtschaftswachstum“, wie oft behauptet wird. Mit anderen Worten: Die Inflationsgefahr ist zwar wegen der darniederliegenden Kreditschöpfung nicht aktuell, deswegen aber alles andere als gebannt.

Schliesslich und viertens sind alle Befürchtungen zu erwähnen, welche sich aus der *Regulierungswut* des politischen Sektors ergeben. Praktisch alles zielt an den wirklichen Problemen vorbei, ist deshalb in seinen Wirkungen beschränkt und bezüglich der Nebenwirkungen übermächtig bis unkontrollierbar. So hat die sich neu als Weltwirtschaftsregierung wählende Gruppe der G20 in ihrem jüngsten Meeting auf Salärbeschränkungen für Bankenmanager einigen können, halbwegs zwar nur, versteht sich, und betrachtet dies als wesentlichen Beitrag zur Gesundung des Finanz-

systems. *Difficile est satiram non scribere*. Es ist schwierig, keine Satire zu schreiben, denn Saläre und Boni sind bestenfalls Symptome, keinesfalls aber Ursache der Probleme. In der Schweiz werfelt man an einer Einlagensicherung herum, als ob es die Notenbank als „lender of last resort“ im Falle von Liquiditätsengpässen nicht gäbe und als hätte sie in der Finanzkrise nicht mit Erfolg operiert. Zurecht wies jüngst der Basler Ökonom Silvio Borner darauf hin, dass die anvisierten 10 Milliarden Franken gleichzeitig zuviel (weil es sie gar nicht braucht), für den wirklichen Kollaps aber eindeutig zuwenig wären (Weltwoche Nr. 40, S. 21). Das einzig wahre Problem des Finanzsystems, die implizite Staatsgarantie und die daraus resultierenden zu tiefen Risikoprämien für Banken, die man als systemrelevant erachtet, wagt aber keine Instanz ernsthaft anzugehen. Denn da geht es ja um ein Privileg, das allzu viele nur zu gerne implizit, sprich entschädigungslos, geniessen.

Man braucht kein Prophet zu sein, um voraussagen zu können, dass unter den gegebenen Verhältnissen infolge regulatorischer Unruhestiftung die Effizienz des Finanzsystems leiden wird, die grossen Marktteilnehmer wie schon immer von den Skalenvorteilen im Umgang mit der Regulierung profitieren werden, derweil unter Fortsetzung des „Moral Hazard“ infolge impliziter Staatsgarantie die nächste, noch grössere und möglicherweise letale Finanzkrise in Kauf genommen wird.

Wären das, wenn man sie sich vor Augen hält und ernst nimmt, nicht alle Gründe genug, um erneute Beben an den Finanzmärkten auszulösen? Ja und nein. Ja insofern, als dass keines der genannten Problemfelder nebensächlicher Natur ist. Ja auch insofern, als dass die Problemfelder durchaus geeignet sind, ihre Wirkung gemeinsam zu entfalten. Nein jedoch in der Hinsicht, als die Finanzmärkte und deren Teilnehmer diese Probleme vermutlich erahnen und die Wahrscheinlichkeiten ihres Eintreffens mithin halbwegs eingepreist sein müssten. Die zum Teil heftigen Schwankungen der Preise widerspiegeln die unterschiedliche Einschätzung der Wahrscheinlichkeiten über die Zeit; im Gegensatz zur Situation vor der Finanzkrise kann aber immerhin davon ausgegangen werden, dass es im Markt einen Rest von Risikobewusstsein gibt.

### 3. Abhaken des Positiven

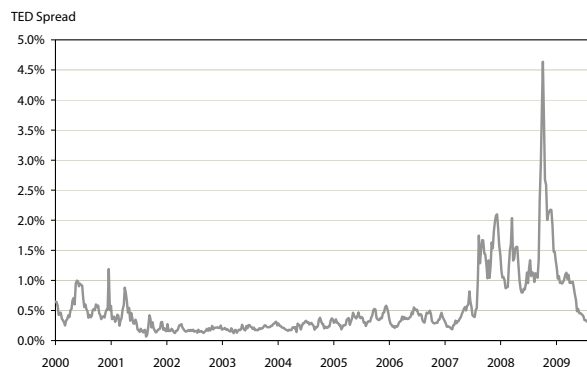
Gleiches trifft selbstverständlich auch zu für die positiven Elemente, die im Verlaufe dieses Jahres sichtbar geworden sind.

So scheint sich, erstens, der amerikanische *Immobilienmarkt beruhigt* zu haben. Das ist von entscheidender Bedeutung, denn nach wie vor

beziehen sich die meisten Unsicherheitsfaktoren für die Beurteilung von Bilanzpositionen amerikanischer und europäischer Banken genau auf dieses Kreditsubstrat. Die Rückkehr zu einigermaßen liquiden Verhältnissen bei den physischen Immobilien würde die Möglichkeit eröffnen, auch „toxischen“ Positionen einen annähernd verlässlichen Wert zuzuordnen. Dass die Schweizer Grossbank UBS geneigt scheint, ihre zur Nationalbank ausgelagerten Papiere zurückkaufen zu wollen, ist diesbezüglich ein Lichtblick. Denn ohne einigermaßen adäquate Preisinformationen würde man solches nicht wollen, geschweige denn in der Öffentlichkeit davon reden. Doch auch objektivere Daten scheinen die Beruhigung der Situation zu bestätigen. So haben sowohl der Case-Shiller-Index als auch die Anzahl von Baubewilligungen einigermaßen Boden gefunden, was nach einem so extremen Rückgang auch nicht verwundern muss. Selbstverständlich stellt sich die Frage nach der Nachhaltigkeit dieser Bodenbildung. Die Segnungen der Geldverteilung durch die Regierung werden bald einmal zu Ende gehen (müssen). Die Rückkehr zu quasistetigen Preiserhöhungen wie vor der Krise wäre eine grosse Überraschung. Wahrscheinlicher ist eine Seitwärtsbewegung auf tiefem Niveau. Immerhin!

Zweitens: Die *akute Gefährdung* des Bankensystems gehört der *Vergangenheit* an. Die Schuldenlast hat sich teilweise in den staatlichen Bereich hinein verlagert oder wurde durch erzwungene Rekapitalisierungen relativiert. Illiquide Segmente wie zum Beispiel Junk Bonds wurden über die letzten Monate wieder vorsichtig der Enteisung zugeführt. Die Investmentbanken haben, ebenfalls vorsichtig genug, wieder ihren regulären Betrieb aufgenommen. Das Interbankgeschäft erfolgt wieder fast zu Konditionen, wie man sie vor der Krise gekannt hatte. Selbstverständlich stellt sich auch hier die Frage der Nachhaltigkeit. Die Risikoprämie für Interbankgeschäfte, ausgedrückt im sogenannten TED Spread, das heisst der Differenz zwischen dem risikolosen Treasury-Zinssatz und dem Interbanksatz Libor, ist bis auf weiteres von sehr künstlicher Natur. Denn, wie schon aufgezeigt, findet derzeit ja kaum eine Kreditschöpfung durch die Banken statt. Die Risikoprämie ist extrem bescheiden; vermutlich finden vor allem Carry Trades zwischen verschiedenen Laufzeiten von Treasury-Anleihen statt. Solange das Bankensystem nicht zu einer einigermaßen normalen Kreditfähigkeit zurückgekehrt ist, kommt auch dem TED Spread nur beschränkte Bedeutung zu. Aber immerhin: Das Konkursrisiko hat sich im Bankensystem deutlich verringert, die entsprechenden Risikoprämien sind entfallen.

### Interbankgeschäft: so schön wie zuvor?

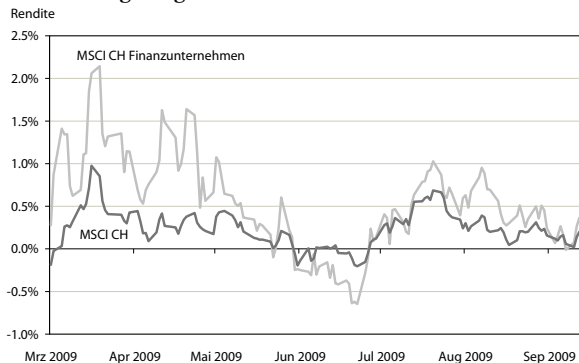


Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Kommt, drittens, hinzu, dass auch einige Hilfsgrössen ein etwas besseres Bild zeigen. So bewegt sich die Risikoaversion im Markt, gemessen an der Differenz zwischen Anleihen höherer und tieferer Schuldnerqualität, seit einigen Monaten wieder auf ein normales Niveau zurück. Lichtblicke schien es bis vor kurzem auch aufgrund der Umfragen bei den Einkaufsmanagern von Unternehmen zu geben. Schliesslich könnte die *steile Zinskurve* in allen relevanten Währungen auf ein besseres Wirtschaftswachstum in den nächsten Quartalen und Jahren hinweisen. Auf deutlich tieferem Niveau als vor der Krise, aber immerhin. Eher mit Vorsicht zu geniessen sind die sogenannten „Leading Indicators“, denn sie sind zumeist stark von den Börsenindikatoren geprägt, wogegen selbstverständlich nichts einzuwenden ist. Zur Analyse, ob die Kursanstiege berechtigt seien oder nicht, darf man sie jedoch nicht zu Rate ziehen, weil sonst ein Zirkelschluss entsteht (was nicht heisst, dass dieser Fehler nicht zu den am häufigsten Trugschlüssen gehören würde...).

Sind die aufgezählten positiven Elemente für die gegenwärtige Börsenlage relevant? Ja und Nein. Ja insofern, als sie widerspiegeln, wie die Marktteilnehmer über die Robustheit des Systems und der Situation ganz allgemein denken. So waren bis Mitte März die Finanzwerte, das heisst insbesondere Aktien von Grossbankenkonglomeraten und Versicherungen, wegen des Konkursrisikos bekanntlich nur noch wenig mehr als Optionen mit Schwarz/Weiss-Charakteristik: Entweder werden die Firmen überleben, oder ich muss die Optionsprämie abschreiben. Nach weitestgehender Elimination des unmittelbaren Konkursrisikos infolge der Staatsinterventionen verlor die dafür erstattete Prämie ihre Bedeutung, und die Finanzwerte schossen stark in die Höhe. Seit einigen Monaten zeigt sich hingegen ein ausgeglicheneres Bild: Auch die Aktien der Realwirtschaft leisten wieder ihren Renditebeitrag zum Aktienmarkt.

### Am Anfang stiegen nur die Finanzwerte an



Bemerkung: Die Rendite entspricht dem gleitenden Durchschnitt über 20 Handelstage.

Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Klammerbemerkung: Der Umstand, dass es vor allem Finanzwerte – damals als risikoreicher „Junk“ gehandelt – waren, welche einen guten Teil des gehabten Kursaufschwungs an den Aktienmärkten in den letzten zwei Quartalen ausgemacht haben, wird dazu führen, dass viele Vermögensverwaltungsmandate dieses Jahr eine deutlich tiefere Performance aufweisen werden als der Benchmark. Denn im Benchmark waren die Finanzwerte selbstverständlich vertreten, in einem soliden Portefeuille möglicherweise nicht oder nur in geringen Portionen. Man sollte sich darob nicht verdriessen lassen. Ein zeitweiliger Verzicht auf die bis Mitte März extrem gefährdeten Bankaktien war unter Risikogesichtspunkten gewiss vertretbar. Klammer geschlossen.

Zurück zur Frage, ob die oben aufgezählten positiven Elemente für die gegenwärtige Börsenlage relevant seien: Nein, und zwar insofern, als dass ja über das Entfallen der Prämie für das Konkursrisiko hinaus nicht so furchtbar viel Positives auszumachen ist. Zumindest nicht so viel, als es möglicherweise die nicht mehr so tiefen Kurs-Gewinn-Verhältnisse rechtfertigen würden. Entweder finden wir weitere Elemente, welche einem darüber hinausgehendem Optimismus recht geben, oder wir müssten die Alarmlampe läuten. Versuchen wir es mit der positiveren Variante.

#### 4. Was implizieren die Kurs-/Gewinn-Verhältnisse?

Was ist ein Aktienkurs? Ein Preis, der durch Übereinstimmung des Willens eines Verkäufers und eines Käufers über eine bestimmte Menge von Aktien zustande kam. Der Verkäufer dachte sich im Grenzbereich zwischen Behalten und Weggeben, dass ihm die Aktie in Zukunft zu diesem Preis gerade das nicht mehr bringen würde, was er erwarten zu dürfen glaubt. Was bringen? Künftigen Ertrag. Umgekehrt beim Käufer, der den Preis just als günstigster erachtete als seine künftigen Erwartungen. Erwartungen: Wären sie für die

Zukunft nicht positiver Natur, würde kein Mensch dafür etwas zahlen wollen. Mit der zusätzlichen Information des aus der Jahresrechnung der Unternehmung, welche die Aktie repräsentiert, zu entnehmenden Gewinns kann man darauf schliessen, welche Erwartungen an die Zukunft gestellt werden. Impliziert ein Kurs ein tolles Megawachstum, oder lässt ein Aktienpreis darauf schliessen, dass bestenfalls Konstanz angesagt ist?

Nehmen wir an, der Gewinn eines, sagen wir einmal, Jungunternehmens sei sehr gering. Ein dennoch hoher Kurs (und damit hohes Kurs-Gewinn-Verhältnis) impliziert ein gewaltiges Wachstum; wird die Erwartung enttäuscht, dann ist der Kurssturz vorprogrammiert. So geschehen in der Dot-Com-Blase. Umgekehrt kann ein Stromversorger, so träge wie ein Ozeandampfer und bezüglich Erträgen so verlässlich wie eine Schweizer Uhr, problemlos mit einem tiefen Kurs-Gewinn-Verhältnis und damit sehr moderaten Wachstumserwartungen leben. Das Kurs-/Gewinn-Verhältnis weist branchenübliche Muster auf. Typische Wachstumssektoren beflügeln die Phantasien an den Aktienmärkten; man ist bereit, bei Hinnahme sehr geringer aktueller Gewinne sehr hohe Preise für Zukunftsmusik zu entrichten.

Nun, was kann man aus den gegenwärtigen Kursen und den Gewinnverhältnissen herauslesen? Sind die Börsen hoch, allenfalls überbewertet? Betrachten wir im folgenden einige der von unserem Bankhaus empfohlenen Werte, naheliegenderweise einige Schweizer Titel. Als „Gewinn“ nehmen wir einerseits den Durchschnitt der Gewinne pro Aktie über die letzten 10 Jahre, andererseits den erwirtschafteten Gewinn über die letzten 12 Monate. Die sich aus der langfristigen Betrachtungsweise ergebenden Wachstumserwartungen sind in den meisten Fällen deutlich höher als die auf den aktuellen Zahlen basierenden. Was hat das zu bedeuten? Trifft unter Umständen zu, dass nicht nur unser Bankhaus, sondern auch die Erwartungen in den Märkten von einem „schrägen L“, das heisst einer nur schleppenden konjunkturellen Erholung ausgehen?

#### Was erwartet der Aktienmarkt?

	EPS (Ø 10 J.)		EPS (letzten 12 Mt.)	
	KGV	Impliziertes Wachstum	KGV	Impliziertes Wachstum
ABB	76.0	8.7%	19.3	4.8%
Geberit	28.1	6.4%	14.7	3.2%
Höcim	12.7	2.1%	15.8	3.7%
Lindt & Sprüngli	30.5	6.7%	26.2	6.2%
Logitech	23.6	5.8%	80.0	8.8%
Nestlé	18.5	4.6%	9.0	-1.1%
Novartis	19.6	4.9%	15.4	3.5%
Roche	25.6	6.1%	18.7	4.7%
Swatch	21.2	5.3%	18.5	4.6%
Synthes	44.3	7.7%	19.3	4.8%

Bemerkungen: EPS = Earnings per Share (Gewinn pro Aktie). KGV = Kurs-/Gewinn-Verhältnis. Zur Berechnung der implizierten Wachstumsraten wurden durchschnittliche Kapitalkosten von 10% angenommen.

Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen

Gestützt auf die über die letzten Monate gezeigten Unternehmensergebnisse kann man füglich sagen, dass die sich aus dem gegenwärtigen Kursniveau ergebenden Erwartungen an die Zukunft *nicht übertriebener Natur* sind. Der Grund hierfür liegt, und das ist der Schlüssel zum Verständnis dieser Analyse, in der Tatsache, dass die meisten Unternehmungen die Krise bis anhin erstaunlich gemeistert haben. Trotz widrigster Umstände – man denke etwa an die im Konsumbereich sehr exponierten Firmen Swatch oder Lindt & Sprüngli – konnten ansprechende Ergebnisse erzielt werden. Wenn schon die Rezession so gut gemeistert werden kann, dann müsste es auch möglich sein, bei einer sich aufhellenden Konjunktur analog positiv zu wirtschaften, sprich die Erwartungen zu erfüllen oder zu übertreffen.

Die These, dass der Privatsektor die Wirtschaftskrise bei weitem besser zu meistern in der Lage ist, als man allgemein vermutet, lässt uns derzeit keine Ruhe mehr. Wir suchen intensiv nach Evidenz, die diese These untermauern würde. Denn wenn sie zutreffen würde, dann gäbe es Raum für bedeutend mehr Optimismus und damit für eine Fortsetzung der positiven Stimmung an den Finanzmärkten.

##### 5. Anpassungsfähiger als gedacht

Mit allen Vorbehalten, die anekdotischer Evidenz entgegengebracht werden muss, sei am Beispiel der Formatänderung der wichtigsten Zeitungen der Schweiz, der „Neuen Zürcher Zeitung“ und des „Tagesanzeigers“, dargetan, was „besser meistern“ bedeuten kann. Bekanntlich wurden die Medien von der Finanz- und Wirtschaftskrise insofern in doppelter Weise getroffen, als wegen der Abwanderung von Inseratevolumen ins Internet und der Evaporation der im Werbegeschäft üblich gewesenen Margen ohnehin ein tiefgreifender Strukturwandel bewältigt werden muss. Wer überleben will, muss das Geschäftsmodell so anpassen, dass er über eine rigorose Kostenreduktion die Produktivität steigern und über eine konsequente Ausrichtung auf die publizistische Nachfrage die kostenmässige Beteiligung des Lesers an den Einnahmen markant erhöhen kann. Die Reduktion der früher fünf- bis sechsteiligen NZZ auf drei kompakte Bündel und der Übergang zu einem etwas lichterem Erscheinungsbild entspricht genau Teil 1 der stipulierten Massnahmen, der Produktivitätssteigerung. Teil 2, die publizistische Leistungssteigerung, ist in Ansätzen erkennbar, kann sich aber nur über die Zeit beweisen. Ausserdem erheischt sie zusätzliche Investitionen. Das für unsere Belange Bemerkenswerte an der Angelegenheit ist das *Tempo* und die *Konsequenz*, wie die tiefgreifenden Veränderungen durchgezogen wurden. Gestählt durch die Erfahrungen aus der

Krise von 2001 bis 2003, während der die Printmedien zum ersten Mal an den Rand des Abgrunds gedrängt worden waren, handelte man diesmal rasch und konsequent.

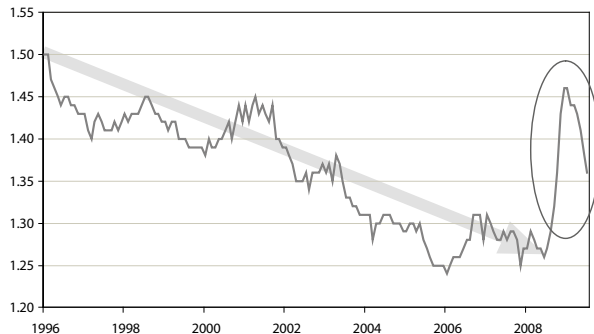
Zweites Beispiel, diesmal aus der eigenen Branche: der Lösungsansatz zur Bewältigung des Gegenparteirisikos für Strukturierte Produkte, wie er kürzlich von der Schweizer Börse vorgestellt worden ist. Eine detaillierte Beschreibung der „Pfandbesicherten Zertifikate“ (oder auf englisch „Collateral Secured Instruments“ bzw. „COSI“) findet sich auf Seite 3 der „Märkte auf einen Blick“. Wichtig ist hier lediglich der Umstand, dass relativ kurze Zeit nach dem Kollaps von Lehman eine echte Innovation auf den Markt gebracht wurde, welche das wegen der Gegenparteirisiken sonst kaum zu bewältigende Problem des Investierens in Strukturierte Produkte weitestgehend und auch noch elegant löst: Der Anleger möchte nämlich zwar von den spezifischen Risiko- und Renditecharakteristiken, welche durch die Strukturierung möglich sind, profitieren, hat aber keine Veranlassung, dafür den Preis des Risikos eines Totalausfalles à la Lehman zu entrichten. Ohne Lösungsansätze, wie ihn der „COSI“ darstellt, wäre das Geschäft mit Strukturierten Produkten auf die Länge kaum mehr zu retten gewesen. Und damit hätte eine der wesentlichsten Erweiterungen des Finanzuniversums für den Anleger ein Ende gehabt. Dieses wurde nun nicht nur abgewendet, sondern es wurde mit dem „COSI“ die Aussicht für eine Neuaufgabe der Securitisation, das heisst der zusätzlichen Verbriefung, von Elementen im Finanzsystem geschaffen. Was für Strukturierte Produkte gut ist, könnte für internetgestützte Transaktionen noch viel besser sein. Mit „COSI“ und ähnlichen Methoden wird der *Schutz der Eigentumsrechte* im Finanzsystem einen *Quantensprung* nach vorne vollziehen.

Dritter Beleg, nun nicht mehr anekdotischer, sondern aggregierter Art, und diesmal die Realwirtschaft betreffend. Wir vermuten, dass die global aufgestellte, sehr arbeitsteilige Komponentenwirtschaft bedeutend rascher und konsequenter auf externe Schocks, wie die vom Finanzsystem ausgegangene Krise eben darstellte, reagieren kann als die vertikal integrierten Strukturen von früher. Wenn man den Lagerzyklus genauer betrachtet, dann bestätigt sich diese Vermutung. Zwar trifft es zu, dass zu Beginn der Krise und als Folge der Schärfe des Einbruchs – man hörte von rückläufigen Auftragseingängen von Minus 50 Prozent und mehr! – zunächst einmal auf Halde produziert wurde. Die Lagerbestände erhöhten sich deshalb rasch und markant. Nun wurden aber innert kürzester Frist die *Kapazitäten* dramatisch *reduziert*. Seit etwa 6 Monaten, also kurze Zeit nach

Ausbruch der Krise in der Realwirtschaft, sind die Lagerbestände rückläufig. Die Geschwindigkeit des Anpassungsprozesses ist atemberaubend.

### Rasante Gegenbewegung

Lager/Umsatz-Verhältnis in den USA



Quelle: U.S. Department of Commerce; eigene Darstellung

Die Implikationen dieser überraschenden Adaptionsfähigkeit der Wirtschaft an neue Gegebenheiten können nicht überschätzt werden. Unter anderem bedeutet es, dass die Annahme, es bestehe noch für längere Zeit ein Kapazitätsüberhang („Output Gap“), so nicht haltbar ist. Vielmehr ist kurzfristig auch eine Verknappung wesentlicher Güter denkbar. Mittel- und langfristig könnte aber von einer weitgehenden *Elimination* des konjunkturellen *Lagerzyklus* ausgegangen werden. Hervorragende Neuigkeiten, es sei denn, neoprotektionistisches Gedankengut würde weiter um sich greifen.

### 6. Minus X plus X gleich Null. Fehlt etwas?

Versuchen wir, aus all dem Gesagten und Aufgezeigten ein Fazit zu bilden. Dabei resultiert zunächst einmal, man kann es wohl drehen und wenden wie man will, zwischen negativen und positiven Elementen bestenfalls ein *Patt*. Die Folgen der Finanzmarktkrise sind längst nicht ausgestanden. Die Nebenwirkungen der Interventionen sind absehbar. Die Weigerung, das wirkliche Problem an der Wurzel anzupacken, nährt die Befürchtung, dass die nächste Krise das Embryonalstadium bereits überschritten hat. Durch die katastrophale Lage, in welche sich die wichtigsten Staatshaushalte der Welt hineinmanövriert haben, sind sowohl Währungen, allen voran der US Dollar, als auch Nominalwerte wie Obligationen, aber auch kürzerfristige Schuldverschreibungen, akut gefährdet.

Kann das alles (und noch mehr; wir sprachen ja von „über hundert Gründen“) wirklich aufgewogen werden durch die Aussichten auf eine leichte konjunkturelle Erholung, durch den Glauben an das technisch korrekte Verhalten der Notenbanken, durch die nicht näher spezifizierbaren Ver-

sprechen, man werde das Verschuldungsproblem schon irgendwie bewältigen können – die Italiener könnten das ja schon seit Jahrzehnten...? Ganz wohl ist einem dabei gewiss zurecht nicht. Eindeutigen Gefahren stehen *lediglich Hoffnungen* gegenüber. Aus dieser Sicht müsste man zu einer erneuten Risikoreduktion, zu Absicherungen von Aktienpositionen oder sogar zum kontrollierten Ausstieg raten.

Allein, auch das will uns nicht so recht gefallen. Denn es lässt genau das, was wir im vorletzten Kapitel zu beschreiben versucht haben und was im ersten Kapitel mit „Widerstandswille und Anpassungsfähigkeit“ bezeichnet wurde, ausser Acht. Der Mensch ist nicht so blöd, dass er mit neuen Rahmenbedingungen nicht umzugehen in der Lage ist. All die Milliarden von Menschen, die sich dank der politischen Öffnung der Welt von 1989 nun endlich einigermaßen frei entfalten wollen und können, haben kaum vor, sich ihre Zukunftspläne und -träume widerstandslos vermessen zu lassen. Die Finanz- und Wirtschaftskrise hat gewiss enorme negative Folgen, aber noch viel mehr wird sie die *Strukturveränderungen* beschleunigen. Dazu gehören alle möglichen, zum Teil sehr einschneidenden Veränderungen im Mikrobereich, nicht zuletzt die beschriebenen raschen Kapazitätsreduktionen und Massnahmen zur Produktivitätssteigerung bei den einzelnen Unternehmen. Dazu gehört aber auch die Ablösung ganzer Erdteile, welche sich massenhaft Mühlsteine um den Hals gelegt haben, durch weniger belastete Gesellschaften von jungen Leuten, die nach Prosperität streben.

Wenn wir richtig beobachten, dann ist die Argumentation der Pessimisten oft stark geprägt von dem, was man aus den Dreissiger Jahren des vorangehenden Jahrhunderts meint lernen zu können. Wer das tut, der verkennet, dass die individuellen Entfaltungsmöglichkeiten von damals gerade einmal dem Rand der örtlichen Kohlegrube entsprachen. Die heutige, globalisierte und dank Internet unbegrenzt offene Welt bietet den Widerstandswilligen und Anpassungsfähigen ungleich mehr Möglichkeiten, aller unleugbar vorhandenen Unbill zum Trotz den eigenen Erfolg zu maximieren. Insofern ist Optimismus angebracht, vielleicht sogar mehr, als man meint.