

# Transparenz

QUARTALSREPORT

AUSGABE Winter|09

## 2010 – SORGEN UND ERWARTUNGEN

Liebe Leserinnen und Leser,

Die aktuelle Vermögensaufstellung zum Jahresende liest sich nicht so deprimierend wie im Vorjahr. 2009 war mit den meisten Anlageklassen Geld zu verdienen. Mit Staatsanleihen ebenso wie mit Unternehmensanleihen, Wandelanleihen, spekulativen Anleihen, mit Gold und mit Aktien. Und das weltweit. Wobei deutliche Unterschiede auszumachen waren. Südamerika und Asien erholten sich bestens, die USA und Europa ordentlich. Einmal mehr zeigte sich, dass die Wahl der Anlageklassen wichtiger war als auf einzelne Titel zu setzen.

Die Anlageklassen bleiben jedoch alles andere als statisch. Asien und Lateinamerika sind immer mehr nur noch bedingt der Kategorie der Aufstrebenden Märkte zuzuordnen.

Die Welt verschiebt sich eben in hohem Tempo.

Was ist 2010 zu erwarten? Geostراتيجisch sieht es so aus, dass die Lage in Afghanistan schwierig, aber nicht unmöglich bleibt. Ähnlich wird man den Fall Nordkorea einstufen können. Weiter westlich werden die Grossmachtambitionen

des Irans kaum zurückzubinden sein. Das Gewicht dieser Region in der Welt wird sich verstärken. Iran, Türkei und andere Staaten im Nahen und Mittleren Osten mit ihren jungen Bevölkerungen sind grundsätzlich vielversprechende Nationen, ebenso die Staaten Südamerikas.

Bei den Finanzmärkten sind wir für das nächste Jahr vorsichtig gestimmt. Erfahrungsgemäss ist das erste Jahr nach der Krisenerholung ein mässiges Jahr. So verlief die Erholung 2003 ordentlich, 2004 war es ruhig. Erst 2005 und 2006 erwiesen sich als lukrative Jahre für die Investoren. Die weltweiten Wachstumserwartungen für 2010 liegen derzeit bei 0,5 Prozent. Für die Emerging Markets erwartet man etwas mehr. Da bleibt kein grosser Spielraum für Kursphantasien. Es ist vielmehr davon auszugehen, dass die Arbeitslosenzahlen in Europa und in den USA weiter steigen werden. Die Konsumnachfrage bleibt verhalten. Die gesamte Wirtschaft läuft weiterhin deutlich unter ihrem Potential. Auf der anderen Seite sind die Finanzminister und die Notenbanken entschlossen, die grosszügige Liquiditätsversorgung erst dann abzubauen, wenn sie wirklich sicher sind, dass ein erneutes Abgleiten in die Rezession ausgeschlossen ist. Es gibt also nach unten eine Barriere.

**«Die Märkte sind nicht überteuert, aber auch nicht billig, und werden insgesamt kaum steigen.»**

Angesichts der erkennbaren Politik, langsam zu geordneten Zuständen zurückzufinden, ist davon auszugehen, dass die Zinsen 2010 anziehen werden. Die US-Notenbank wird sie in den nächsten 12 Monaten wohl auf 1 Prozent erhöhen, die Europäische Zentralbank wahrscheinlich auf 1,5 Prozent. Die ersten Anpassungen werden erfolgen, sobald die Erholung wirklich feststeht. Damit verbunden sind Konsequenzen für die derzeit denkbar sparsam verzinnten Staatsanleihen. Sie stehen bei den Anlegern immer noch in heftiger Konkurrenz zu Gold und Rohstoffen. Da ist Vorsicht geboten. Unternehmensanleihen bleiben dagegen erste Wahl, ebenso inflationsgeschützte Bonds.

Für das Gold erwarten wir ebenso wenig eine rückläufige Nachfrage wie fürs Erdöl. Wir sehen das Fass Ende 2010

bei 120 Dollar.

Bei den Währungen bleibt unserer Einschätzung nach der Dollar unter Druck, ebenso der Euro. Dagegen sind wir zuversichtlich für die Währungen rohstoffreicher Länder, für die asiatischen Währungen und für den Franken.

Bei den Aktienmärkten bevorzugen wir einen taktischen Ansatz. Für Investitionen auf lange Sicht ist es noch zu früh. Besser Gewinne aus Zwischenrallyes mitnehmen und Kurskorrekturen für kurze Engagements nutzen. Die Märkte sind nicht überteuert, aber auch nicht billig, und werden insgesamt kaum steigen. USA würden wir untergewichten, Europa sehen wir neutral. Dort bauen wir in Schwächephasen zyklische Qualitätstitel auf – etwa Total, LVMH, L'Oréal, PPR, Siemens, BMW, BASF oder Adidas. In der Schweiz bevorzugen wir ABB, Holcim, Zurich, Swatch, Geberit sowie Lindt & Sprüngli. Diese Titel sind in ihrer Branche gleichzeitig auch Weltleader. Man kauft also den Branchenbesten in einer stabilen Währung. In China bleibt für uns der ganze Markt spannend. Da kann man mit breiten Indexpapieren arbeiten.

Alles in allem bevorzugen wir eine aktive Bewirtschaftung der Depots. Es gibt also viel Arbeit, und man muss aufpassen, dass man auch etwas verdient.

**Dass Sie uns gerade in diesen anspruchsvollen Zeiten vertrauen, ehrt uns sehr. Die Krise ist immer die Stunde der Bewährung. Wir danken Ihnen und nehmen die Gelegenheit wahr, Ihnen für die Festtage und das kommende Jahr alles erdenklich Gute zu wünschen.**

# Staatspleiten kamen in der Vergangenheit häufiger vor

## NEUE SORGEN UM DIE SCHULDNERQUALITÄT DER STAATEN

**Die galoppierende Staatsverschuldung nährt neue Sorgen. Wie solide sind Staaten als Schuldner? Können sie ihre Verbindlichkeiten möglicherweise nicht mehr bedienen? Oder hat der Staat noch immer seine Schulden bezahlt?**

Derzeit drängt sich täglich ein aufgeregter Analyst mit neuen Schreckensmeldungen nach vorne und beschwört in düsteren Worten die Gefahr eines drohenden Staatsbankrotts. Selbst erstklassige Staatsschuldner müssen sich derzeit gefallen lassen, dass ihre Schuldnerqualität skeptisch beäugt wird.

Sicher hat sich die Verschuldung gerade der OECD-Staaten deutlich erhöht. Aber darüber sollte nicht in Vergessenheit geraten, dass Dramatisierungen und exzessive Überzeichnungen längst zum Inszenierungsrepertoire der Finanzanalysten gehören. Die Branche steht in einem weltweiten Wettbewerb um die öffentliche Aufmerksamkeit. Jeder einzelne lechzt danach, dass jemand seine Berichte liest. Und alle Analysten wissen, wie die Presse funktioniert.

Also spitzen sie ihre Beobachtungen thesenartig so zu, dass selbst abgebrühte Dienstredaktoren schreckensbleich

reagieren. Selbstredend fischen sie sich – einmal aktiviert – nur die dramatischsten Aspekte aus dem Kurzbericht heraus. Und schon denken Kommentatoren ebenso wie Editorialisten laut über den Bankrott – etwa – Griechenlands nach. Selbst das Königreich Spanien – immerhin ein A-Schuldner – muss sich gefallen lassen, als «Hochrisikoland» bezeichnet zu werden. PIGS lautet derzeit das Schreckens-Akronym der Finanzwelt. Es steht für: Portugal, Irland, Griechenland, Spanien.

Dass diese Schuldner alles schon einmal in besserer Verfassung waren als heute ist ebenso unbestritten wie die Neigung der Bewertungsgesellschaften (Rating-Agenturen) zu spät zu kommen. Denis Kessler, der Chef des franko-helvetischen Rückversicherers Scor und als solcher ein grosser institutioneller Investor, bemängelte in diesem Frühjahr

mit klaren Worten deren Arbeit. Im Fall AIG hätten sie nichts gesehen, und wenn er gewartet hätte, die isländischen und irländischen Staatsobligationen zu verkaufen, bis die Bewertungsgesellschaften sie abgewertet hätten, hätte Scor viel Geld verloren. Dass Scor im Zuge seiner Sanierung zwischenzeitlich mit BB bewertet worden war – sehr zum Verdruss des Hauses – trug sicher mit zum Furor seines Chefs bei, auch wenn der Rückversicherer längst wieder der A-Kategorie angehört.

Der angesehene Bankier Walter Wriston – von 1967 bis 1984 Citicorp-Chairman – sagte 1982 in der Mexiko-Krise, dass Staaten nicht bankrott machen würden. «Countries don't go out of business... The infrastructure doesn't go away, the productivity of the people doesn't go away, the natural resources don't go away. And so their assets always exceed their liabilities, which is the technical reason for bankruptcy. And that's very different from a company.»

Im konkreten Fall der Mexiko-Krise und ihrer Folgen behielt Walter Wriston recht. Allerdings: Im Gefolge der Mexiko-Krise brachen 1982 mit Ausnahme Kolumbiens auch alle anderen lateinamerikanischen Staaten ein, ebenso die Philippinen und eine Reihe afrikanischer Staaten. Leidtragende

war in erster Linie die angelsächsischen und die deutschen Banken. Sie hatten die Krise ebensowenig vorhergesehen wie die Weltbank und der Internationale Währungsfonds IMF. Dass sie sich nicht zu einer Panik auswuchs, war dem überlegenen Handeln des damaligen IMF-

Chefs Jacques de Larosière zu verdanken. Er orchestrierte die Verhandlungen mit den Schuldnern und suggerierte den Märkten erfolgreich, dass es sich im wesentlichen um eine Liquiditätskrise handelte.

Aber auf lange Sicht sieht der Leistungsausweise staatlicher Schuldner keineswegs immer rühmlich aus. Im Laufe der beiden letzten Jahrhunderte stellten über 90 Staaten Ihre Schuldenbedienung ein. Ihre Gläubiger mussten beträchtliche Forderungen abschreiben. Der Council of Foreign

**«Auf lange Sicht ist der Leistungsausweis staatlicher Schuldner keineswegs rühmlich...»**

Bondholders war 1868 in London eigens gegründet worden, um sich gegen renitente Staatsschuldner zu wehren, die kurzerhand beschlossen hatten, ihren Verpflichtungen nicht mehr nachzukommen. Dank seiner exzellenten Beziehungen zum Foreign Office hatte der Council einen langen Arm. Im Verbund mit deutschen und italienischen Einheiten brachte die Royal Navy 1902 das zahlungsunwillige Venezuela wieder zur Räson. Bereits 20 Jahre früher, 1882, hatten britische Einheiten kurzerhand das pleite gegangene Ägypten besetzt. Ein Dauerpatient des Council war die Türkei, ohne dass es aber je zu einer Intervention gekommen wäre. Das Diktum, dass zwei Staaten auf dieser Welt – Ägypten und die Türkei – chronisch pleite seien, zirkulierte noch in den achtziger Jahren des letzten Jahrhunderts. Dass die Türkei nach dem Zweiten Weltkrieg jedoch nicht mehr kollabierte, war dem Internationalen Währungsfonds zu verdanken. Die Intensivstation zur Sanierung infarktgefährdeter Staatsfinanzen war 1944 in Bretton Woods eigens zu diesem Zweck gegründet worden.

Allerdings sind nicht alle Staaten bereit, die Diät-Vorschriften der IMF-Ärzte zu akzeptieren. Das vorerst letzte

Beispiel in der stattlichen Liste schlechter Staatsschuldner, die sich lieber selber durch die Krankheit schleppen als den Arzt mit seinen ungeliebten Diätideen zu akzeptieren, ist derzeit Argentinien. Weiter gibt es Fälle, in denen der Notarzt unverrichteter Dinge wieder abzieht, weil der

Nachbar ihn nicht wünscht. Das gilt insbesondere für die Euro-Staaten, die auf etwas wackligen Beinen stehen, wie etwa Ungarn. Die Europäische Zentralbank akzeptiert sicher nicht, dass der Internationale Währungsfonds den heruntergewirtschafteten Hinterhof sanieren darf. Was in gewisser Hinsicht eine doppelte Rückversicherung bildet. Wenn die Europäische Zentralbank aussteigt, gibt es immer noch den Internationalen Währungsfonds. Griechenland geht also sicher nicht so schnell Pleite.

Man darf auch nicht vergessen, dass Griechenland ebenso wie etwa Irland im Laufe seiner staatlichen Geschichte nie aufgehört hat, seine Schulden zu bedienen. Ganz im Gegensatz zu Deutschland – weltweit gesehen immer noch der ultimative Schrecken aller Gläubiger mit einem langen Gedächtnis. Dabei traf es die inländischen Gläubiger noch sehr viel schärfer als die Auslandsgläubiger. Der Schulden des Kaiserreichs einschliesslich der Spesen für den Ersten Weltkrieg entledigte sich die Weimarer Republik über die Superinflation, an deren Ende die Umstellung von 1000 Milliarden Reichsmark auf eine Rentenmark stand. Damit lag die Staatsverschuldung auf einen Schlag faktisch bei Null. Ähnlich brutal wurden die inländischen Gläubiger nach dem Zweiten Weltkrieg behandelt. Das 1956 vorgelegte Kriegsfolgenschlussgesetz sah eine Quote von 6,5 Prozent für die Schulden des Reichs und seiner Gebietskörperschaften wie Eisenbahn und Post vor. Die Folge war, dass deutsche Anleihen lange nur mit einem kräftigen Aufschlag unterzubringen waren, wie auch japanische.

Die ausländischen Gläubiger kamen besser davon, wurden aber ebenfalls substantiell geschädigt. Dabei war die Bank für internationalen Zahlungsausgleich 1929 eigens gegründet worden, um Deutschland die Respektierung seiner eingegangenen Verpflichtungen zu ermöglichen. Die Gründungsväter – insbesondere Pierre Quesnay und Emile Francqui – hatten viele Ideen ventiliert, die später bei der Gründung des IMF verwirklicht wurden. Bemerkenswerterweise zeigte sich 1929 bei den Gründungsverhandlungen, dass das Reallohniveau in Deutschland über dem Vorkriegsniveau lag und dass die öffentliche Verschuldung mit einer Quote von 4 Prozent nur einen Bruchteil derjenigen der Gläubigerstaaten erreichte. In Grossbritannien lag sie dagegen bei 44 Prozent.

In der Praxis kam die BIZ nicht sehr weit. Deutschland stellte 1932 kurzerhand die Zahlungen ein. Das galt auch für die 1929 aufgelegte Kreuger-Anleihe über 125 Millionen US-Dollar, für die sich Kreuger im Gegenzug das Zündholzmonopol gesichert hatte. 1940 erwarb das Reich am Markt – über Hermann Josef Abs, den Vorstandsvorsitzenden der Deutschen Bank als Kommissionär – 40,1 Millionen

Dollar nominal zum Kurs von 40 Prozent zurück. Abs bezog dafür ad personam eine Provision von 293 052,01 Reichsmark.

Geregelt wurde das Problem der deutschen Auslandsschulden erst 1952 im Londoner Schuldenabkommen. Die Bundesrepublik verpflichtete sich,

insgesamt 14,5 Milliarden Mark bis 1994 zurückzuzahlen. Deutschland blieb nach diesem turbulenten Vorleben bis in die siebziger Jahre ein argwöhnisch beäugter Schuldner und büsste seine Vergangenheit «mit den höchsten Zinsen», wie Sidney Homer in seinem Klassiker «A History of Interest Rates» festhält. Nicht anders Japan, wo die durchschnittlichen Zinsen für zehnjährige Staatsanleihen bis 1989 noch bei 7,15 Prozent lagen.

Können Staaten ihre hohe Verschuldung auch wieder abbauen? Im Vorfeld der gemeinsamen europäischen Währung gaben Belgien und Dänemark das löbliche Beispiel, dass Staaten ihren Verschuldungsgrad sehr wohl kräftig reduzieren können. Beide Länder reduzierten ihren komplett aus den Fugen geratenen Sozialapparat. Grossbritannien kämpfte Mitte des 19. Jahrhunderts mit einer Staatsschuld von 200 Prozent des Brutto-Inland-Produkts und 1956 unter Harold MacMillan mit einer Verschuldungsquote von knapp 150 Prozent. Davon ist das Königreich heute weit entfernt. Frankreich war vor der Revolution Pleite, aber 1815 trotz der zuletzt unglücklich verlaufenen Feldzüge nur mässig verschuldet. Venedig wiederum erfand im 13. Jahrhundert die ewig laufenden Zwangsanleihen, die über Jahrhunderte mit fünf Prozent bedient und je nach aussenpolitischer Lage gehandelt wurden.

Alles in allem können Staaten durchaus schlechte Schuldner sein. Sie sind es sehr selten durchgehend. Glaubt man dem Markt, steht die Türkei heute besser da als Griechenland. Da könnten sich Chancen bieten.

«Deutschland blieb nach seinem turbulenten Vorleben ein argwöhnisch beäugter Schuldner.»

## GELD UND GESCHICHTE

# Die Möglichkeit eines Marktchaos war beizeiten erkannt worden

In «Too Big to Fail. Inside the Battle to Save Wall Street», New York 2009, schreibt Andrew Ross Sorkin:

(Henry M. «Hank») Paulsen hatte ein vernachlässigtes Departement übernommen. Sein Vorgänger John Snow, der vormalige Chef der Eisenbahngesellschaft CSX, hatte nur eine Nebenrolle gespielt. Der demotivierte Apparat des Finanzdepartements fühlte sich vernachlässigt und unterschätzt. Paulsen war überrascht, wie wenige Beamte das Ministerium überhaupt hatte. Er war davon ausgegangen, dass die Regierung ineffizient war und dass er es mit Tausenden von unterbeschäftigten Leuten zu tun haben würde. Obwohl er nunmehr ein Departement mit 112'000 Beamten führte, war es in Sachen Finanzaufsicht schwach besetzt. Er stellte sich darauf ein, bewährte Wall Street Veteranen anzuheuern, die wussten, was es bedeutete, intensiv zu arbeiten.

Die Goldman-Sachs-Verbindung war eine Tatsache, die Paulsen berücksichtigen musste, auch wenn er das sehr unpraktisch fand. Ihm war klar, dass

jeder Spitzenmann von Goldman Sachs, der einen Regierungsposten übernahm, die Verschwörungstheorien über Goldmans Einfluss in Washington von neuem anheizte, gleichgültig ob es sich um Robert Rubins Ernennung zum Chef des Finanzdepartements in der Ära Clinton handelte oder um Jon Corzines Wahl zum Senator von New Jersey, wie wohl er aus der Investmentbank ausgeschieden war.

In den ersten Wochen im Amt, als sich die Wirtschaftswolken zusammenballten, aber niemand einen Sturm prognostizierte, konzentrierte sich Paulsen darauf, die Moral im Finanzdepartement zu verbessern. Er besuchte Sektionen, die seit Jahren kein Kabinettsmitglied mehr gesehen hatten und liess die Turnhalle des Ministeriums renovieren. Paulsen nahm physische Fitness sehr ernst und bewegte sich häufig auf dem Velo durch die Hauptstadt, wenn es seiner Frau gelang, ihm vom Telephon loszureissen.

Paulsen machte sich schon sehr früh Sorgen um den Zustand der Märkte. In seinem ersten Lagevortrag bei Präsident Bush und seiner Wirtschaftsequipe in Camp David am 17. August 2006 wies er warnend darauf hin, dass eine Wirtschaftskrise überfällig sei. «Wenn sehr viel trockenes Unterholz

herumliegt, weiss man nie, was den Brand auslöst», fand er: «Wir erleben diese Phase alle sechs, acht oder zehn Jahre, und es gibt reihenweise Exzesse.»

Paulsen machte klar, dass die Regierung wenigstens ein ernstes Problem würde anpacken müssen: das Durcheinander bei den Subprime-Hypothekenkrediten, dessen Auswirkungen langsam sichtbar wurden. Bear Sterns und andere steckten tief in dem Geschäft drin, und er musste einen Weg finden, um die involvierten Broker-Dealer zu verpflichten, diese Positionen abzubauen. Er brauchte eine «Winddown Authority». Die Kommerzbanken hatten die Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) und die Notenbank, die sie davor schützten, bankrott zu gehen.

FDIC und Notenbank waren darauf eingerichtet, strauchelnde Banken aufzufangen und zu verquanten. Aber das FDIC hatte keine Verfügungsgewalt über die Investmentbanken wie Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Bear Stearns und Lehman Brothers. Sofern Paulsen keine ähnliche Verfügungsgewalt über diese Häuser erhalten würde, könnte es ein Marktchaos geben.

«Wenn sehr viel trockenes Unterholz herumliegt, weiss man nie, was den Brand auslöst...»

Am 27. März 2008, um 8.30 Uhr, genau drei Tage nach der nachgebesserten Bear-Rettung, versammelten sich Paulsen und seine Mitarbeiter zur Morgenlage. Er war gerade zurück von

seinem üblichen Training im Sport Club des nah gelegenen Ritz-Carlton Hotels.... Paulsen hielt die Morgenlage täglich um 8.30 Uhr ab, bis auf alle zwei Wochen Freitags. Da war er mit Ben Bernanke, dem Notenbankpräsidenten, jeweils zum Frühstück verabredet. Paulsen würde die Morgenlage gerne früher abgehalten haben. Aber die Mitarbeiter waren Beamte, und er verlangte bereits sehr viel von ihnen. Dabei bezogen die meisten Ministerialbeamten ein Jahressalär von etwa 149'000 Dollar.

Paulsen lief durch den Raum und hielt einen Nachruf auf Bear. Er stoppte bei David Nason. Nason, 38 Jahre alt und «Assistant Secretary for Financial Institutions», hatte 2005 beim Schatzamt angeheuert und galt als sehr politischer Kopf. Der Republikaner und Anhänger freier Marktwirtschaft hatte auf den Morgenlagen seit Monaten warnend auf die Möglichkeit eines Bear-Stearns-ähnlichen Sturms auf eine oder mehrere Banken hingewiesen.