

Mittwoch, 24. Juni 2009 Nr. 49 / 82. Jahrgang **Fr. 4.80** | € **4.**—_{(Im Ausland}

redaktion@fuw.ch | verlag@fuw.ch AZ 8021 Zürich, Telefon 044 298 35 Abo-Service 044 404 65 55 Fax Redaktion 044 298 35 50 Fax Verlag 044 298 35 50 Fax Abo-Service 044 404 69 24

FINANZ und WIRTSCHAFT

«Bodenbildung erst Ende 2009»

ROLAND ZARSKE

CEO Comet

Comet ist Anbieter von Modulen und Komponenten zur zerstörungsfreien Überprüfung (Röntgenröhren). Seit der Übernahme von Feinfocus 2004 bleitet das Unternehmen zudem ganze Systeme an. Dieses Geschäft war allerdings lange Zeit defizitär. Erst seit der Übernahme von Yslon 2007 konnten ausreichend Synergien ausgeschüpft werden, sodass die Division – wenn auch mit enger Marge – nun zum Gewinn des Gesamtunternehmens beiträgt. Die Kunden kommen zu einem grossen Teil aus der Automobil-, der Solar- und der Halbleiterindustrie. Weil das Unternehmen von industriellen Exportmäkten abhängig ist, spüt es die Rezession stark.

□ Herr Zarske, um die Auswirkungen der Rezession abzuitedern, will Comet die Kosten senken. Stellen wurden bögebaut, die Struktur von Comet wurde vereinfacht. Die Massnahmen bringen jedoch Einmalkosten mit sich und beginnen erst im zweiten Halbjahr zu wirken. Deshalb wurde Anfang April für das erste Semester 2009 ein Verlust angektindigt. Wie sieht die Situation heute aus?
Wie erwartet, ist die Nachfrage nach unseren.

Wie erwartet, ist die Nachfrage nach unseren Produkten erheblich zurückgegangen. Pür das zweite Halbjahr können noch keine genauen Angaben gemacht werden. Wir rechnen jedoch eher nicht damit, dass sich die Konjunktur im zweiten Semester spütbar bessern wird. Eine Bodenbildung in unseren Absatzmärkten sehen wir erst Ende 2009. Erfreulicherweise scheinen sich der Halbeiter- und der Solarmarkt auf niedrigem Niveau zu stabilisieren. Ausserdem sind wir in diesen beiden Bereichen daran, unsere Potenziale weiter zu erhöhen, um vom nächsten Konjunkturaufschwung verstänkt zu profitieren.

□ Im Modul- und Komponentengeschäft sind die Margen – auf Stufe Ebit – akzepuabel, im Systemgeschäft jedoch eher ungernitgend. Wo sehen Sie Potenzial, um die Ertragskraft zu stärken?

Das Systemgeschäft weist wesentlich höhere Fixkosten auf als das Modul- und Komponentengeschäft. Deshalb müssen wir in dieser Division mehr Volumen genetreren, um höhere Margen zu erzielen. Wir arbeiten jedoch an der Attraktivität unserer Produkte, nicht zuletzt, um auch die Preise zu erthöhen. Möglichkeiten ergeben sich durch eine Inhaltserweiterung der intergierten Software oder durch einen Ausbau des Servicegeschäfts. Dies hat den Vorteil, dass nur wenig zusätzliche Kosten anfallen. Auch wollen wir durch die Schliessung der Feinfocus-Produktionsstätte in Garbsen (vg. FutW Nr. 34 vom 2. Mai, Anm. d. Red.) unsere Aktivitäten am Hauptstandort von Ydon in Hamburg zusammenfassen. Dort haben wir zudem unsere Systeme standardisiert, um die Komplexitätskosten zu verringern. Die Produktreihe von Feinfocus bleibt jedoch weiterhin ein wichtiger Bestandteil unseres Produktreih ein wichtiger Bestandteil unseres Produktrofilois.

□ Trotz der Rezession sind Sie zuwersichtlich, den Absatz von Rönigenröhren für Kunden aus der Sicherheitsbranche 2009 zu steigern. Mit 5% Umsatzanteil ist dieser Bereich jedoch noch klein. Wie gross soll des Coschöle inst uwerden.

das Geschäft einst werden?

Der Sicherheitsmarkt wird wachsen, aber dennoch keine dominante Stellung in unserem Produktportfollo einnehmen. Dies hängt damit zusammen, dass wir hier am Anfang der Wertschöpfungskette stehen und eine Vorwättsintegration mit erheblichen Einrittsbarieren werbunden wäre.

ORTSETZUNG AUF SEITE 12

Wozu regulieren

Welche Leitplanken braucht es, um eine Finanzkrise wie in den letzten zwei Jahren zu verhindern? Ein Diskussionsbeitrag mit Grundsätzen und Vorschlägen am Beispiel der USA. BARRY EICHENGREEN

Tetzt, wo die Kreditkrise überwunden zu sein scheint – zumindest deuten das die wieder geschrumpften Zinsen im Interbankengeschäft (Libor) an –, ist es an der Zeit, Lehren aus den vergangenen zwei Jahren zu ziehen. Im Mittelpunkt sollen diesmal die Finanzaufsicht und die Regulierung stehen, und zwar am Beispiel der USA, wobei die Schlussfolgerungen durchaus breitere Anwendung finden können.

Die wichtigste Lehre ist, sich an den

Die wichtigste Lehre ist, sich an den grundlegenden Aspekt der Regulierung zu erinnern. Märkte sind wie Autobahnen: Sie helfen, schneiler zum Ziel zu kommen. Doch Märkte ohne Regulierung sind wie Autobahnen ohne Pannenstreifen, Spuren und Tempolimit. Der Vergleich mit der Autobahn zeigt auch die Grenzen der Selbstregulierung auf. Denn wirden Autofahner die Geschwindigkeitsbeschränkungen einhalten, weren sie keine Kontrolle fürchten müssten!

Drei Hauptmotive

Nach Lehrbuch gibt es drei Hauptargumente für Regulierung: Konsumentenschutz, Markintegriät und Systemstabilität. Die Finanzkrise legt nahe, dass Konsumentenschutz für Hypotheken denso wichtig sein sollte wie für Medikamente. Es ist zwar schwierig zu beziffern, wie viele der Zwangsvolstreckungen in den USA auf Hausbesitzer entfallen, die mit Lockvogelangeboten zu Hypothekenverträgen verleitet wurden. Doch die Zahl dürfte nicht unbedeutend sein. Daraus folgt, dass es Pflicht sein sollte, die Hypothekenverträge in klarer, verständlicher Sprache zu verfassen – etwa in Kalifornien auch in Spanisch und Mandarin.

verträge in klarer, verständlicher Sprache zu verfassen - ertwa in Kaliformien auch in Spanisch und Mandarin.

Der Kongress könnte ein Gesetz erlassen, das die Makler den gleichen Pilichten unterstellt wie die staatlichen Hypothekenagenturen (Agencies) und ihnen eine treubänderische Verantwortung gegenüber ihren Kunden auferlegt – und sie zwingt, ihre Kommissionen offenzulegen, sodass die Kunden vergleichen und kontrollieren können. In zumindest eine ähnliche Richtung zielt das Joint Economic Committee des Kongresses Es will, dass die Makler dem Truth in Lending Act unterstellt werden, womit sie treubänderische Verantwortung übernehmen müssten und Verfehlungen auf Bundesebene geahndet würden.

Das zweite Argument für Regulierung, die Marktintegrität, drängt sich heute umso mehr auf, als rund zwei Drittel aller Bankvermögen in den USA von nur einer Handvoll Finanzinstituten kontrolliert

Barry Eichengreen ist Professor für Volkswirtschaft und politische Wissenschaft an der Universität von Kalifornien, Berkeley. werden. Das gibt ihnen enorme Marktmacht und die Möglichkeiten für Absprachen. Verbunden ist damit die Gefahr, dass die Regulierungsbehörden vom zu regulierenden Sektor vereinnahmt werden (Regulatory Canture)

regulierenden Sektor vereinnahmt werden (Regulatory Capture).

In einer Wirtschaft, die dermassen beherrscht wird von einigen wenigen Bankenholdings, stellt sich die Frage, wer wen dominieren wird. Kritiker fordern, diese Grosskonzerne in kleinere Einheiten zu zerschlagen, um die Gefahr des Regulatory Capture zu beschränken. Es lohnt sich, ihren Argumenten Gehör zu kationsvorteilen zu verlieren. Derivattransaktionen müssten zwingend an Clearinghäuser übertragen werden, auch wenn das die Produktvielfalt schmälert und Innovationen bremst.

wenn das die Produktvielfalt schmälert und Innovationen bernst.

Die dritte Beobachtung hängt mit der zweiten zusammen: Bankernegulierung sollte so ausgestaltet sein, dass sie der Kapazifät der Notenbank als Lender of Last Resort und den Iinanziellen Möglichkeiten des Staates, insolvente Institute abzuwickeln, Rechnung trägt. Wenn ein Bankensystem auf das Elifache einer Volkswirtschaft wächst, wie in Island geschehen, ist



Bankenregulierung sollte so ausgestaltet sein, dass sie der Kapazität von Notenbank und Staat Rechnung trägt.

BARRY EICHENGREEN

schenken, bevor wir entscheiden, wie es weitergehen soll. Das dritte Argument für Regulierung,

Das dritte Argument für Regulierung, die Begrenzung der Risiken für die Systemstabilität, steht aktuell im Vordergrund. Dazu vier Beobachtungen: Unser Verständnis davon, was die Bedrohungen für die Systemstabilität sind und wie die Regulierungsbehörden damit umgehen sollten, ist sehr unwollkommen. Das zeigt das Beispiel Lehman Brothers. Hat das Systemrisikto darin bestanden, Lehman bankrottgehen zu lassen, oder darin, dass die Behörden in der Woche danach widersprüchliche Signale zur Frage aussandten, ob andere systemrielevante Frienanzinstitute gerettet würden? Wie die Antwort auch lauten mag. Diejenigen, die mit der Regulierung betraut waren, haben das komplexe und sich laufend weiterentwickelnde System, über dessess fisabilität sie hätten wachen sollen, nicht ausreichen beeriffen.

Wer jetzt aus grundsätzlichen Überlegungen die Rettungsaktionen kritisiert
und über die Gefahr des Moral Hazard
besorgt ist, sollte sich an vorderster Front
dafür einsetzen, die grossen Bankkonzerne aufzuspalten und Over-the-Counter-Tinnsaktionen in Derivaten an Clearingbäuser und organisierte Börsen zu
übertragen. Es sollte möglich sein, in
Schwierigkeiten geratene Finanzinstitute
fallen zu lassen und ihre Gegenparteien
sich seibst zu überlassen – etwas, was in
der gegenwärtigen Situation, in der die
Finanzintermedäre so gross und so vernetzt sind, untragbar ist. Der einzige Ausweg wären regulatorische Massnahmen,
die die Banken von zu ausgeprägtem
Wachstum abschrecken, selbst wenn das
bedeutet, an Skaleneffekten und Diversifi-

es unmöglich, es im Notfall zu rekapitalisieren. Wenn die Fremdwährungsverpflichtungen einer Bank die Devisenreserven des Staates (eigene und von der Notenbank geliehene) übersteigen, ist der Lender of Last Resort ausser Gefecht gesetzt. Das spricht für einen entschlossenen Einsatz von Regulierung, um die Zunahme der Fremdwährungsverbindlichkeiten und das Wachstum nicht nur einzelner Institute, sondern des Systems als Garzes einzschränken. Gerade für die Schweiz ist die Relevanz dieser Beobachtung offenkundig.

Zentral oder nicht?

Schliesslich wissen wir immer noch zu wenig darüber, wie die Regulierung in Anbetracht der Systemstabilität am besten organisiert werden soll. Bis vor kurzen priesen manche US-Spezialisten die Vorzüge des Weitbewerbs auch in diesem Bereich. Eine Vielzahl von Regulatoren verhindere, dass die einzelnen Behörden zu gross, träge und anmassend würden. Umgekehrt erleben wir gerade, wie problematisch ein System ist, in dem Banken sich Regulatoren ekaufene können und in dem die Investmentaktivität einer AIG von der Aufsichtsbehörde des Staates New York, das Sach- und Haftpflichtgeschäft von Pennsylvania und das Lebengeschäft von Delaware reguliert werden – und keine Behörde auch nur annähernd ein vollständieses Bild der Lane Rild der 1800 millständieses Bild der Lane Rild der 1800 millständieses Bild der Lane Bild der 1800 millständieses Bild der Lane Bild der Lane

wollständiges Bild der Lage hat.
Die USA sollten eine einzige Regulierungsinstitution haben, wird jetzt propagiert. Doch was ist aus all den Argumenten
geworden, für die wir noch gestern eingestanden sind, aus den viel zitierten Vortei-

FORTSETZUNG AUF SEITE 6

Stahlaktien ein heisses Eisen



Valoren wie Schmolz+Bickenbach nehmen viel von einer möglichen Konjunkturerholung vorweg. Anleger sollten aufpassen, sich die Finger nicht zu verbrennen. SEITE 13

Xstrata und Anglo ergänzten sich gut



Der britischsüdafrikanische Bergbaukonzern Anglo American will von einer Fusion mit Xstrata nichts wissen. Zu-

fügten die beiden jedoch über ein ausgeglichenes Portefeuille. Xstrata würde auch Schwung in die träge Anglo-Struktur bringen. SEITE 29

Clariants Signal

Clariant baut erneut Stellen ab, was angesichts dessen, dass die Chemieindustrie als frühzyklisch gilt, ein Indiz ist für eine anhaltende Wirtschaftsschwäche. Bald werden weitere Unternehmen Abbaumassnahmen ankündigen. SEITE 2

ETF, ETN, ETC etc.

Kotlerte Fonds und Strukis werden oft ähnlich benannt. Anleger tun gut daran, die Unterschiede zu beachten. Einige Produkte entschärfen das Gepenparteirisiko, gewisse teilweise, andere nicht. SEITE 37

Freund Steinbrück

Ungereimtes ums Bankgeheimnis:
Die Bankiervereinigung spricht von
einer Lockerung des Bankgeheimnisses. Finanzminister Merz sieht in
Steinbrück einen Freund! SEITE 15

Geld und Brief
Richemont/Swatch Group Seite 3

Aktienexposé

Praktikus
UBS/Performance Fee Seite 11

Anzeiger

Familienunternehmen schaffen Mehrwert für Ihr Portfolio.

BBENTREPRENEUR

www.bbot.ch





Erholt sich Eurozone?

INTERNATIONALE ANLEIMEN Syngenta erweitert EMTN-Programm mit Euroanleihe

JEANNE RICHENBERGER

er deutsche Ifo-Geschäftsklimaindex hat sich im Juni den dritten
Monat in Folge verbessert. Mit
einem Wert von 85,9 liegt der Indikator
jedoch noch immer unter der Wachstumsschwelle von 93 Punkten. Ursache der
Zunahme sind die optimistischeren Erwartungen der befragten Unternehmen.
Nach wie vor als unvorteilbaft wird hingegen die aktuelle Lage beurteit. Zudem
sind die deutschen Konsumenten besser
gelaunt: Der GiK-Konsumklimaindikator
hat sich im Juli auf den höchsten Stand
seit zwölf Monaten verbessert.

Eine Wirtschaftserholung in der Eurozone deutet die monatliche Vorabschätzung des Einkaufsmanagerindex der Industrie an, der im Juni zum vierren Mal in
Folge gestiegen ist. Die Experten von Commerzbank interpretieren die Daten als
notwendige, aber nicht hinreichende Bedingung einer Erholung. Der Zusammenhang steigende Einkaufsmanagerindizes
und steigendes Bruttoinlandprodukt gelte
nicht mehr. So esi erst von einer Erholung
zu sprechen, wenn die Auftragseingänge
ebenfalls drehten, sind die Experten überzeugt. Zum jetzigen Zeitpunkt sei bestenfalls eine Stabilisierung auf sehr niedrigem Niveau zu beobachten.

SFEF bald eine Bank?

Der Kapitalbedarf der französischen Finanzinstitute scheint noch nicht gedeckt zu sein. Am Montag hat Société de Financement de l'Economie Française (SFEF) 5 Mrd. eint fünfglichtigen Anleihen begeben. Die staatsgarantierten Papiere zahlen einen Coupon von 3½% sowie eine Prämie zum mittleren Swapsatz von 25 Basispunkten (Bp). SFEF ist eine in der Krise gegründete Zweckgeseilschaft, die sich im Besitz des Staates (34%) und sieben Geschäftsbanken (Bp 4,3%) befindet. Der Emissionserfös kommt den berechtigten Françaistuten zuwer.

the Elimasonseinos sonini dei ricertory ten Finanzinstituten zugute. In den vergangenen Tagen hat die französische Regierung überlegt, wie sie die Konsollidierung des Spezialvehikels vermeiden kann – denn sonst muss das von SEFE emtiterte Volumen als Staatsschuld berücksichtigt werden. Als Lösung steht die Umwandlung des Spezialvehikels in eine Bank zur Diskussion Mit einem Volumen von 500 Mio. € ist Syngenta an den Eurobondmarkt getreten. Das Schweizer Unternehmen hat im Rahmen seines EMTN-Programms (European Medlum Term Notes) bereits dei Obligationen ausstehend – zwei in Euro und eine in Franken. Die jüngste Anleihe bedient sich den bestehenden Emissionsbedingungen, dem EMTN-Programme sind eine Art Rahmenvertrag zwischen Unternehmen und Händlern von Schuldverschreibungen (meist Banken). Ausgestattet ist das Papier mit einem Coupon von 4% und einer Fälligkeit 2014. Der Räsikozuschlag gegenüber deutschen Bunds ist auf 150 Bp festgesetzt worden. Moody's benotet die in der Spezallättenchemie Eitige Gesellschaft mit AZ, Standard & Poor's (S&P) mit der äquivalenten Note A. Beide Agenturen attestieren Syngenta stabile Aussichten.

Aussichten.

Das in der laufenden Woche bis anhin grösste Volumen hat Mand mit zehnjährigen Papieren über 6 Mrd. € emittiert. Die Bonds werden zu 5.5% verzinst und entschädigen mit einer Prämie von 244 Bp. Moody's benotet die Republik mit Aas, S&P und Fitch nur noch mit AA bzw. AA+.

Kennziffern Zinsen International

«Graue Wolken» ortet S&P für europäische Emittenten unter Refinanzierungsdruck, besonders für Finanzinstitute. Die Agentur schätzt, dass von Juni 2009 bis Ende 2012 Schulden im Umfang von 2,7 Bio. 6 füllig werden. Zwar hätten sich die Konditionen auf dem Kapitalmarkt verbessert, doch gleichzeitig würden Staaten rekordhohe Volumen begeben, gibt S&P zu bedenken. Dadurch bestehe die Gefahr, dass Staatsanleihen die Papiere privater Emittenten verdrängten.

Renault wird High Yield

Mit «langsamer, niedriger, schwächerpräzisiert Fitch die Situation der europäischen Autohersteller. Dementsprechend sind die von der Agentur benoteren Unternehmen (Daimler BBB+, Fiat BB+, Peugeot BB+, Renault BB, Volkswagen BBB+) elle mit neerbism Aussichten versehen.

geot BB+, Renault BB, Volkswagen BBB+) alle mit negativen Aussichten versehen. Mit einer Herabstufung um zwei Notches hat S&P die Bonität von Renault ebenfalls in den spekulativen Bereich reduziert. Dadurch wird der europäische High-Vield-Markt um Anleihen im Umfang von 8,2 Mrd. 6 bereichert.

	Ende 2008	Hoch 2009	Tief 2009	19.6.	22.6.	23.6.	
Rendite Staatsanleihen (10 Jahre)							
- USA	2,12	3,93	2,20	3,82	3,71	3,65	
- USA (Long Bond)	2,62	4,78	2,60	4.58	4,47	4,40	
– Kanada	2,68	3,65	2,55	3.51	3,49	3,45	
- Japan	1,18	1,56	1,18	1,45	1,46	1,43	
- Australien	4,04	5,83	3,86	5,70	5,83	5,71	
Europäische Währungsunion							
- Deutschland	2,95	3,74	2,91	3,51	3,45	3,46	
- Frankreich	3,37	4,07	3,39	3,86	3,81	3,83	
- Griechenland	5,22	6,21	5,10	5.28	5,30	5,35	
- Italien	4,37	4,98	4,27	4.59	4,57	4,50	
- Spanien	3,79	4,48	3,79	4,28	4,24	4,24	
- Niederlande	3,54	4,13	3,51	3,94	3,88	3,85	
Übriges Europa							
- Grossbritannien	3,09	3,97	2,96	3,81	3,74	3,74	
- Schweiz	2,09	2,56	2,01	2,40	2,37	2,39	
Euromarktsätze (3 Monate)							
- US-Dollar	1,75	1,80	0,77	0,92	0,92	0,92	
- Euro	2,91	3,36	0,89	1,24	1,24	0,89	
Swapsätze (5 Jahre)							
- US-Dollar	2,07	3,45	1,91	3,25	3,12	3,08	
- Euro	3,25	3,30	2,59	2,95	2,93	2,96	
- Pfund	3,19	3,79	2,82	3,67	3,62	3,62	
Zins-Futures							
US-Treasury-Bond-Futures (Juni-Kontrakt)				115,73	115,88	116,88	
Bund-Futures (September-Kontrakt)				119,63	120,19	120,22	
Gilt-Futures (Juni-Kontrald)				118,04	119,05	119,28	
JGB-Kontrakt (September-Kontrakt)				136,97	137,10	137,39	
Ausführliche Tabelle siehe Seite E					Stand: 17,00 Uhr		

US-Exit-Strategie bereitet Sorgen

DEVISEN Kurzfristig bessere Zahlen – Längerfristige Aussichten aber noch sehr ungewiss

Die Devisenmärkte haben uneinheitliche Tage hinter sich: Zahlreiche verschiedene Impulse umd das Fehlen eines kräftigen Elements haben die Währungspaare taumeln lassen. Der Dollar steht am Dienstagmittag fast unverändert auf 1,0794 Fr./8 bzw. 1,39275/6. Auch im Paar Franken-Euro ist keine monumentale Veränderung beobachtet worden. Dienstagnachmittag stand die helvetische Valuta auf 1,5032 Fr./6.

auf 1,5032 Fr./€.
Obschon sich auf dem US-Immobiliermarkt die Lage mit stetigenden Baubewilligungen und einer regeren Bautätigkeit
etwas zu entspannen scheint, geben die
Zahlen aus der Industrie weiter Anlass zur
Sorge. Nunmehr wird eine Zinserhöhung
der US-Notenbank Fed vor Ende 2009
nur noch mit einer Wahrscheinlichkeit von
unter 50% erwartet.

China schadet dem Dollar

Neben der offenbar schwindenden Chance einer Zinserhöhung schadet dem Greenback kurzfristig die von der Weltbank revidierte Schitzung des chinesischen Wirtschaftswachstums von 7.2 statt 6,5%. Ausschlaggebend für die optimistischere Prognose ist das 585 Mrd. schwere Stimullerungspaket der Regierung im Reich

der Mitte.
Zudem sind die Erwartungen an China
so gross, weil die Weitbank ein Schrumpfen der Weitwitschaft um 2,9% schätzt.
Für Japan wird ein Rückgang von 6,8, für
die Eurozone ein Minus von 4,5% erwartet. In den vergangenen Monaten hat

nicht nur der Dollar, sondern auch der Yen den Anlegern als sicherer Hort gedient. Die japanische Valtuta profitiert zwar im Gegensatz zum Dollar nicht vom Status der Weltreservewährung. Dafür ist die japanische Volkswirtschaft durch ihren grossen Handelsbilanzüberschuss relativ unabhängig von ausländischen Geldgebern. Da sich diese Woche die Optimisten und die Pessimisten abwechselten, konnten weder der Dollar noch der Yen einen eindeutigen Pfad einschlagen. Nachdem die aufheilende Konjunktur

Nachdem die aufheilende Konjunktur gegen Ende der vergangenen Woche wieder etwas Zuversicht gespendet hat und der Greenback eher verkauft worden ist, hat die destabilisierende Situation im Iran zu Wochenbeginn die Marktteilnehmer wieder zurück in die US-Valuta getrieben. Mit grosser Spannung wird heute nicht nur die Zinsentscheidung des Offenmark-



ausschusses des Fed erwartet, sondern auch etwaige Äusserungen zur Exit-Strategie des staatlichen Engagements – nach den substanziellen Staatseingriffen ist ein Plan für den geordneten Wiederausstieg dringend notwendig.

Fed hat ein neues Instrument

Grund für die zunehmende Sorge ist der 1200 Mrd. S-Anstieg an Hypotheken, Treasuries und anderen toxischen Aktiven im Portfolio des Fed. Zusätzlich ist ein weiterer Aufkauf von hypothekenbesicherten Papieren, Agency-Papieren und langfristigen Staatsanleihen im Umfang von 1250 Mrd., 200 Mrd. bzw. 900 Mrd. S geplant. Bis anhin ist den Marktteilnehmern le-

Bis anhin ist den Marktteilnehmern lediglich eine Liste möglicher Massnahmen
mitgeteilt worden – ohne dass die Praktikabilität diskautiert worden wäre. Noch
Mitte Januar hatte Fed-Chef Ben Bernanke
argumentiert, dass das grosse Volumen
an kurzifistigen Positionen ohne grössere
Konsequenzen auslaufen könne und nur
der kleinere Teil an längerfristigen Hypothekenpapieren verkauft werden müsse.
Mittlerweile baut das Fed aber auf ein
neues Instrument: Mit der Möglichkeit,
den Zins auf die Reserveeinlagen (derzeit
0,25%) zu erhöhen, sollen die Geschäftsbanken zu einer Erhöhung lirer Reserven
bewogen werden, anstatt das Kapital an
Konsumenten und Unternehmen zu verleihen. Dadurch soll der Markt bei Bedarf
ausgetrocknet werden können.

HRISTIAN TWERENBOLD, Tradition

Nicht mit früher zu vergleichen

Standard & Poor's erwartet geringe Rückzahlung im Konkursfall

Die Hoffnung auf ein Ende der Rezession keimt. Auch die Ratingagentur Standard & Poor's (S&P) sieht sich veranlasst, über edie Zelt danach» nachzudenken. Bald wird feststehen, wie viele Unternehmen und sonstige Schuldner ihren finanziellen Verpflichtungen nicht mehr nachkommen und Konkurs gehen. Wie hoch wird der Tell des nominalen Kredit- oder Anleihenbetrags sein, mit dem die Schuldner nach dem Ausfall noch rechnen können?

S&P schiltzt seit sechs Jahren diesen statistisch zu erwartenden Rückerstattungsbetrag im Rahmen so genannter Recovery Ratings. In einer eben erschlenenen Analyse (e1row will leveraged credit hold up?», S&P Creditweek vom 24. Juni) kommt sie zu einem für Schuldner entitüschenden Ergebnis: Die Rückzahlung dürfte in allen Schuldnerklassen bescheidenen ausfallen alsi niet Verangenheit.

durite in alien Schuldnerklassen bescheidener ausfallen als in der Vergangenheit.
Schuld daran ist u.a. der Strukturwandel im Kreditgeschäft. In den vergangenen beiden Rezessionen organisierten und hielen Banken die meisten fremdinanzierten Kredite. Sie verbuchten in der Regel die Kredite zu pari und hielten sie bis zum Ende der Laufzeit. Geriet ein Schuldner in Zahlungsverzug, waren die Banken daran interessiert, dass er sich erholte, die Rückerstattung vollständig oder nahezu vollständig gewährt wurde, um so Kredituusfälle zu vermeiden.

Banken verlieren Dominanz

2003 begann sich das Bild zu ändern, beschreibt S&P. Damals begannen institutionelle Investoren die Banken als wichtigste
Halter syndizierter Kredite zu ersetzen. Inzwischen ist ihr Anteil auf 60% gestiegen.
Institutionelle haben nicht immer
Interesse an einer vollständigen Rückerstattung, weil sie kürzer engagiert sein
wollen oder weil sie die Kredite bereits zu
einem tieferen Preis als parl erworben
haben. Oder sie beabsichtigen einen
Kontrollanteil der Gesellschaft zu erringen
(el. aan to own--Strategie).

Da die Schuldnerstruktur vielschichti-

Da die Schuldnerstruktur vielschichtiger und komplexer geworden ist, duffte es ausserdem schwieriger werden, sich zu einigen. Es kommt häufiger zu Verzögerungen, die Kosten steigen und Rückerstattungsbeträge fallen tendenziell schmaler aus. Drittens, argumentiert S&P. besteht diesmal der Trend, dass konkursite Schuldner ihre Vermögenswerte liquidieren, anstatt eine geordnete Reorganisation im Rahmen des US-Konkursrechts durchzuführen. Letziere hatte sich für Schuldner und Kreditgeber meist ausgezahlt. «in dem Masse, in dem Liquidationen bei US-Insolvenzen zunehmen, erwarten wir, dass die Kapitalröckerstattungen nach dem Konkurs generell geringer ausfallen werden als im Falle einer Reorganisation», argumentieren die Rating-Analysten.

Mehr Konkurse

Die Ergebnisse sind von Bedeutung, S&P rechnet damit, das die Konkursrate fremdfinanzierter Kredite in den USA im März nächsten Jahr beachtliche 14,3% betragen wird. Recovery Ratings werden vergeben auf einer Skala, die von 1+ bis 6 reicht (vgl. Täbelle). Gemessen wird nicht die Wahrscheinlichkeit, dass es zu einer Rückerstattung kommt, sondern der Prozentanteil der nomineilen Rückzahlung, mit dem Gläubiger am Ende einer Konkursabwicklung rechnen können. Es kann sich dabel um Bargeld, Aktien, Anleihen oder Mischformen handeln.

Das Emissionsrating, das S&P auf

Das Emissionsrating, das S&P auf spekulative Anleihen oder Kredite vergibt, orientiert sich an den Recovery Ratings. So führt ein gutes Recovery Rating zwischen 14 bis 2 dazu, dass eine Anleihe oder ein Kredit eines Unternehmens ein um drei bis eine Stufe höheres Rating erhält als das Kreditrating des entsprechenden Unternehmens (vgl. Tabelle). Nach der gleichen Logik sinkt das Emissionsrating im Falle einer schlechten Recovery-Note um bis zu zwei Stufen.

2008 konnten Bondanleger im Falle eines Zahlungsausfalls eines spekulativen UD-Schuldners mit einer Rückerstattung von durchschnittlich 46% des nominalen Kapitals rechnen. Seb zehätzt, dass dieses Jahr nur noch 14% realistisch sind. Die höchste Einstufung erhalten verständlicherweise besicherte vorrangige Kredite, wobei auch hier die Rückerstattungsquote von über 90 auf 76% geschrumpft ist. Vorrangige nicht besicherte Verbindlichkeiten liegen dazwischen: Ihre Rückzahlungsquote betrug im vergangenen Jahr 69% und dürfte in diesem nur noch 35% ermichen.

Fortsetzung von Seite 1

Wozu Regulierung dient

len des Wettbewerbs in der Regulierungs Angesichts der Ereignisse um Northern Rock, der Probleme in Kommuntlation und Koordination zwischen der Bank of England und der Financial Services Authority sprechen sich immer mehr Beobachter däfür aus, diesen einen Regulator im Rahmen der Notenbank anzusiedeln – damit sie, die im Notaflal Liquidität bereitstellen soll, zumindest frühzeitg weiss, was auf sie zukommt. Das Gegenargument lautet: Die Notenbank könnte dazu verleitet sein, das Inflationsziel nicht mehr konsequent genug zu verfolgen. Sie könnte zu einer laxeren Haltung in der Geldpolitüt übergehen, damit die Kosten der Auf

übergehen, damit die Kosten der Auflösung von Banken minimiert werden. Die implizite Frage in deser Diskussion heisst, wie weit die Notenbanken in Themen der Finanzstabilität involviert sein sollen, und die Frage verweist auf eine weitene Lehre aus der Krise: Es gilt, die althergebrachte Meinung über Inflationssteuerung zu überdenken. Sie besagt, die Zentralbanken sollten nur so weit auf Marktentwicklungen reagieren, als sie Auswirkungen auf die gegenwärtige um die erwartete Inflation haben. Verursachen die Entwicklungen auf den Märkten andere Probleme, für das Bankensystem zum Beispied, liegt es an den Regulierungsbehörden, einzuschreiten. Da die Notenbank im Wesentlichen über ein einziges Instrument verfüge, solle sie sich auf ein einziges Ziel, die Preisstabilität, konzentrieren und andere Schwierigkeiten anderen Institutionen überlassen, die das entsprechende Instrumentarium besitzen.

mentarum Desizien.
Wirleben jedoch nicht in der besten aller
Welten, in der man darauf bauen kann, dass
die Institutionen sich all dieser anderen
Probleme annehmen. Wenn wir davon ausgehen, dass es Sache der Notenbank ist,
hinter den Regulierungsbehörden aufzaräumen, kann man ihr nicht empfehlen, die

Markentwicklungen zu ignorieren.
Ich habe keine konkreten Vorschläge,
wie die lehrbuchmässige Theorit der Inflationssteuerung zu modifizieren wäre, um
diesen Überlegungen Rechnung zu tragen;
zumindest noch nicht. Deshalb sage ich,
was ich sonst meinen Studenten zu sagen
pflege: Das ist eine Haussufgube, über die es
nachzudenken gilt.