

Entsorgungsprobleme

1. Die Sondermülldeponie Kölliken

Eingebettet in die sanften Hügel des schweizerischen Mittellandes liegt das frühere Bauerndorf Kölliken. Als hätte jemand im Hinblick auf die weitere Klimaerwärmung eine Kunstschneeanlage hingepflanzt, verunstaltet allerdings seit ein paar Monaten eine mit Zeltplanen gedeckte Riesenhalle die Landschaft. Arbeiter in Schutzanzügen und mit Atemschutzgeräten sind am Werk, Gase werden abgepackelt und Container abtransportiert. Was ist hier im Gange?

Am Anfang stand eine stillgelegte Tongrube mit angeblich undurchlässigem Erdreich. Sie wurde von 1978 bis 1985 für allerhand Sondermüll verschiedenster Provenienz verwendet. Ein Fischsterben in einem nahegelegenen Gewässer setzte dem Treiben dann aber ein abruptes Ende. Offenbar hatten bestimmte Gifte allen geologischen Gutachten zum Trotz einen Weg aus der Grube gefunden, und seither wusste man, dass man auf einem Kontaminationsproblem gröberer Art sass. So stellte sich heraus, dass zwar die grossen Mengen von Abfällen ordnungsgemäss deklariert worden waren, kleinere und zugleich giftigere dagegen nicht. PVC-Rückstände, Farbreste, Abfallschwefelsäure, Ammoniumchlorid und ähnlich appetitliche Stoffe moderten vor sich hin, und immer dringlicher stellte sich die Frage der Entsorgung dieses Giftmüllsumpfes im Herzen der Schweiz.

Seit 1985 wurde an der Sanierung herumgewerkelt; ab diesem Jahr rückt man dem Abfallhaufen nun aber ernsthaft zu Leibe. Um die Angelegenheit einigermassen umweltgerecht zu erledigen, werden insgesamt rund 700 Millionen Franken aufzuwenden sein. Der damals im Betrieb erhobene Annahmepreis von 50 bis 70 Franken pro Kubikmeter Sondermüll hatte zur Bildung von nicht einmal 2 Millionen Rückstellungen für die Endabdeckung der Grube gereicht. Zwar werden die privaten Verursacher des Abfallbergs noch einmal zur Kasse gebeten, die Hauptlast der Sanierung, nämlich rund 90 Prozent, wird aber von der öffentlichen Hand zu tragen sein, das heisst von den Steuerzahlern.

Die wichtigste Lehre aus der Geschichte ist zweifelsohne, dass es ungleich einfacher ist, ein Problem zu schaffen, als es später einmal zu lösen. „Was immer du tust, tu es weise, und bedenke das Ende“ lehrt uns ein lateinisches Sprichwort, und was wie eine moralisierende Erinnerung an die menschliche Vergänglichkeit anmutet, wäre in Tat und Wahrheit ein höchst potentes Rezept für das Prozessmanagement. Es gibt kaum einen Bereich des öffentlichen oder des wirtschaftlichen Lebens, in welchem nicht unsorgfältige und unvollständige Denkarbeit laufend zu kleineren oder grösseren Katastrophen führt.

Mehr und seriöser zu denken wäre gut, gewiss. Aber alles kann man damit nicht abfangen. Denn das Ende ist häufig gar nicht bekannt. Wir leben in einer Welt von Unwägbarkeiten, von mangelndem Wissen, von Wahrscheinlichkeiten. Aber der Sondermüll fällt unter den gegebenen Bedingungen täglich an, er ist ein Faktum. 1978 wurde in Kölliken, wie allseits versichert wird, „nach bestem Wissen und Gewissen“ gehandelt. Das wollen wir gerne glauben. Die täglich anfallenden Fakten, beileibe nicht nur auf dem Gebiete der Müllentsorgung, zwingen immer wieder zum Handeln „nach bestem Wissen und Gewissen“, das heisst: zum Handeln trotz unbekannter oder lediglich wahrscheinlicher Resultate.

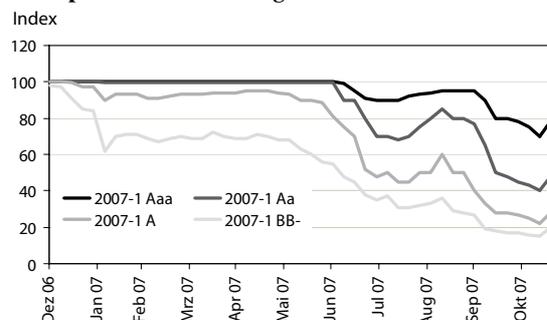
Und das kann dann kreuzfalsch herauskommen. Vergraben, zudecken, renaturieren: Das war wohl die Zielvorstellung der damaligen Deponiebetreiber und der vorgesetzten Behörden. Aus den Augen, aus dem Sinn. Nun muss man mit einem Kostenfaktor von 1000 den Dreck noch einmal herausbaggern und ein weiteres Mal entsorgen. Die Frage ist nur: Wenn wir schon wissen, dass wir immer wieder grössere oder kleinere Katastrophen zu produzieren in der Lage sind, sei es infolge zu geringen Denkaufwands, sei es infolge inhärenter Ungewissheit – weshalb in aller Welt sind wir dann nicht besser auf die Beseitigung von Problebergen eingerichtet? Weshalb brauchte es sage und schreibe 22 Jahre, bis man sich zusammenraffen konnte, die Kölliker Giftmulde aufzuräumen? Weshalb braucht es offenbar eine zweite und nun dramatisch gefährlichere Welle der Kreditmarktkrise, bis der Subprime-Sondermüll entsorgt ist?

2. Spirale mit konischer Ausweitung?

Womit wir beim eigentlichen Thema sind. Zum vierten Mal in Folge müssen wir uns nun mit der eigenartigen Bankenkrise von 2007 befassen, der Krise, in deren Verlauf, wie Knollenblätterpilze aus einem vergifteten Untergrund aufschliessend, laufend neue und immer besorgniserregendere Verluste renommierter Institute infolge erhöhten Abschreibungsbedarfs bekanntgegeben werden. Vor gut einem Monat glaubten wir noch, das Schlimmste sei überstanden, weil man im Verlaufe des Monats September den Eindruck gewinnen konnte, dass auf Quartalsende das Ausmass der notleidenden Kredite einigermaßen quantifiziert sein sollte. Der November liess die Finanzwelt aber wieder erstarren. Nach und nach musste erneut Abschreibungsbedarf angemeldet werden; die Zahlen von August erschienen plötzlich beinahe lächerlich gering. Und am schlimmsten: Der Abschreibungsbedarf betraf in vielen Fällen die genau gleichen Bilanzen, die man nach den Bereinigungen vom September „clean“ gewöhnt hatte. Wenn etwas von den Finanzmarktteilnehmern nicht goutiert wird, dann sind es Revisionen von schlechten Nachrichten in Richtung noch schlechterer Nachrichten. Denn dies lässt auf untaugliches Risikomanagement und/oder nicht wirksame Buchhaltungsmethoden und/oder Unredlichkeit schliessen.

November 2007 brachte den Finanzmarktteilnehmern die Erkenntnis, dass es noch länger dauern dürfte, bis einigermaßen klar ist, wie hoch die Verluste aus den übertrieben gewährten Krediten an amerikanische Habenichtse zu veranschlagen sind und vor allem: Wer sie zu tragen hat. Die nachfolgende Grafik zeigt die Historie der Ereignisse sehr deutlich auf: Waren es zunächst – ab Monat Januar(!) – die mit relativ tiefer Bonität qualifizierten Finanzinstrumente, die unter Preisabschlägen zu leiden begannen, folgten später die mit dem Aa-Rating versehenen, dann sogar die in der höchsten Qualitätsstufe eingereihten Titel.

Die Spirale erfasst ein Segment nach dem andern



Bemerkung: Die Indizes repräsentieren Tranchen (mit den entsprechenden Ratings) von Asset Backed Securities (durch Immobilien im Subprime-Bereich unterlegte verzinsliche Wertschriften).

Quelle: JP Morgan, eigene Darstellung

Der Blick auf den Verlauf der Tieferbewertung der Hypothekengefässe zeigt deutlich auf, weshalb es immer wieder zu erneutem und erhöhtem Abschreibungsbedarf bei Finanzinstituten kommt: Sie sitzen auf solchen Beständen, sei es durch Direktbesitz, sei es über sogenannte Structured Investment Vehicles (SIVs), für deren Refinanzierung sie eine sogenannte „Sponsoring-Verpflichtung“ eingegangen sind. In weiten Teilen eines früher einmal hochliquiden Marktes mit weitgehend stabilen Kursverhältnissen rutschen die Preise laufend weg. Für die Wertbestimmung von Aktivposten von Banken müssen anstelle von Marktpreisen Preismodelle Platz greifen. Ohne einigermaßen repräsentativen Referenzpreis unterliegen diese Modelle aber einer inhärenten Unsicherheit. Entsprechend heftig müssen die Auseinandersetzungen zwischen der Aufsicht, den Revisoren und den betroffenen Instituten ausfallen. Denn das Jahresende naht und damit auch die Stunde der Wahrheit der Jahresrechnung.

Das Problem besteht darin, dass der Wert des Kreditsubstrats immer mehr zerfällt und dass dieser Wertzerfall immer weiter um sich greift. Welchen Index man auch immer zu Rate zieht: Die Lage im amerikanischen Immobilienmarkt dramatisiert sich in bedenklicher Weise. So sind die sogenannten „Housing Starts“, eine Masszahl über die Baufreude, von 2.3 Mio. Anfang 2006 auf nunmehr noch ganze 1.2 Mio. gesunken. Der „Philadelphia Housing Index“, ein anderer Indikator für die private Bautätigkeit in den USA, hat seit dem Höchststand Mitte 2005 mehr als 50 Prozent eingebüsst. Alles weist darauf hin, dass die Kontraktion von zwei Seiten herrührt: Einerseits von den Banken, die über keinen Spielraum verfügen, das ohnehin mit amerikanischen Hypotheken überladene Buch zusätzlich zu exponieren und für die es unmöglich geworden ist, entsprechende Bilanzpositionen weiterzuplazieren. Weder eine IKB noch eine sächsische Landesbank noch eine UBS dürften in der nächsten Zeit grossen Bedarf für solche Risiken verspüren, wie schön verpackt sie auch daherkämen. Andererseits hütet sich aber auch die amerikanische Durchschnittsfamilie, derzeit zu bauen oder ein gebautes Haus zu erwerben, denn morgen, übermorgen wäre es voraussichtlich günstiger zu haben.

Ökonomisch gesehen haben wir es mit einem klassischen Fall von Deflation zu tun. Es geht um die (teilweise) Eliminierung einer in den letzten Jahren offensichtlich zu stark aufgeblähten Schuldenblase. Typischerweise erstirbt in einem Deflationsprozess jeglicher Güterumlauf, denn jede Handänderung hätte eine Verlustrealisation zur Folge. Doch nicht nur der Umlauf von Gütern,

d.h. im vorliegenden Fall von Häusern, erstirbt, sondern darüber hinaus auch jener der auf die Häuser lautenden, normalerweise sehr liquiden Finanztitel. Die Angst vor einer plötzlich notwendig werdenden Verlustrealisierung ist der wahre Kern der Kreditmarktkrise; ein lawinenartiger Preiszerfall namentlich bei spekulativen Objekten und im unteren Preissegment könnte schlimmstenfalls den gesamten amerikanischen Immobilienmarkt in Mitleidenschaft ziehen, das Bankensystem noch ganz anders treffen und die gesamtwirtschaftliche Entwicklung lähmen.

3. Entsorgung durch Zeitgewinn?

Es verwundert deshalb nicht, dass nach Strategien zur einigermaßen sanften Entsorgung des Problembereiches gesucht wird. Denn es käme einer Katastrophe gleich, wenn ausgerechnet in einem Wahljahr die amerikanische Volkswirtschaft in eine regelrechte Rezession schlittern würde. Eine echte Rezession – es gab sie in den USA schon lange nicht mehr – wäre gleichbedeutend mit massenhaften Entlassungen, Arbeitslosigkeit, sozialer Unrast, Apathie, verminderter Lebenslust und Risikofreude, erhöhter Sparneigung und Drang zu protektionistischen Massnahmen. Wir wollen hier und jetzt nicht den Teufel an die Wand malen. Aber die Aussichten, dass das Kreditmarktproblem „einfach so“ vom Finanzsektor selber weggesteckt werden kann, waren auch schon besser. Die Eigenmittel der betroffenen Banken würden bei weitem genügen, um die 15, 20 oder auch 25 Prozent von Kreditausfällen im Subprime-Bereich aufzufangen. Wenn aber der ganze Immobilienmarkt der USA in Schieflage gerät, dann wird's bedeutend enger.

Die meistgehandelten Lösungsansätze laufen bis anhin darauf hinaus, dass einerseits die Notenbank über weitere Zinssenkungen dem Bankensystem Luft verschafft. Zinssenkungen, allenfalls auch nochmals überraschend aggressive, werden von den Finanzmärkten mit hoher Wahrscheinlichkeit erwartet. Die Dollar-Zinskurve weist zurzeit eine bemerkenswerte Diskontinuität im kurzfristigen Bereich auf: Die am Markt gebildeten Zinssätze ab etwa zwei Monaten Laufzeit sind deutlich tiefer als die ganz kurzfristigen, von der Notenbank beeinflussten Sätze.

Andererseits versucht Finanzminister Paulson den Hypothekarschuldnern ebenfalls Luft zu verschaffen, indem er über seinen Präsidenten ankündigen liess, dass quasi per Dekret alle Hypothekarzinssätze, die in der nächsten Zeit zur Anpassung (nach oben, versteht sich) fällig würden, für fünf Jahre sozusagen eingefroren werden. Die Lockvogelangebote für eine zusätzliche Verschuldung, eigentlicher Auslöser des ganzen Desasters am Kreditmarkt, erführen auf diese Weise

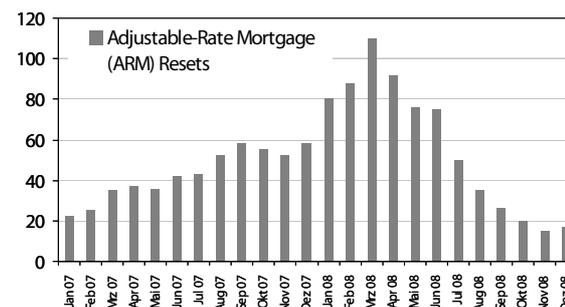
eine staatlich verfügte Verlängerung. Dies zulasten der Gläubiger, denen aber über die Zinssenkung des Fed ja gewissermassen ein Windfallprofit zukäme und bei denen ohnehin kaum mehr jemand an die Rückzahlung, ja an die Begleichung der Zinsbeträge glaubt, weshalb auch ein Hypothekensegment nach dem andern ins Taumeln gerät.

Der Effekt: Zeitgewinn. Erstens bis weit ins Wahljahr hinein, zweitens aber auch weit in einen erhofft positiven Geschäftsverlauf der betroffenen Banken hinein. Der Wunsch: Dass sich das Problem auf diese Weise mit der Zeit von selbst erledigt. Denn erstens sollte infolge der nach wie vor zunehmenden amerikanischen Bevölkerung auch diese Immobilienkrise einmal an ein materiell bedingtes Ende kommen, zumal die Amerikaner, falls eine Rezession vermieden werden kann, in ihrer Einkommenssituation im OECD-Durchschnitt eine hohe Wachstumsrate genießen. Zweitens vermeidet man durch den Zeitgewinn aber vor allem einen dramatischen Angebotsschock infolge überhasteter Pfändungen und Versteigerungen.

Die Nervosität der politischen Autoritäten ist nachvollziehbar. Wir geben an dieser Stelle erneut eine Grafik wieder, die wir schon in unserem Anlagekommentar von Ende August gezeigt hatten. Es handelt sich um den Nominalwert jener Hypotheken, die in den nächsten Monaten zur Neufestsetzung der Zinsen („Reset“) anstehen. Man kann es drehen und wenden, wie man will: Bis in einem Jahr müssten die Zinssätze von Hypotheken in der Höhe von etwa einer Billion Dollar (das sind 1'000 Milliarden) angepasst sein. Wenn man von einer Zinserhöhung von, vorsichtig gerechnet, etwa vier Prozent ausgeht, dann ergäbe dies im gewichteten Durchschnitt übers Jahr einen Betrag von ungefähr 30 Milliarden Dollar. Diesen Betrag sanft, aber bestimmt, dem Finanzsystem zu überbinden, erscheint den Behörden eine bessere Lösung, als wenn man sei netwegen einen noch viel weitergehenden Immobiliencrash auslösen würde.

Neufestlegung von Hypozinsen

Mrd. USD



Quelle: Agora Financial

Die in manchen Kreisen zu beobachtende Panik im Angesichte der Kreditmarktproblematik ver­ stellt zurzeit den nüchternen Blick auf den wahren Charakter, den die Vorschläge der amerikanischen Regierung zweifelsohne haben: Es handelt sich um Staatsinterventionismus der gröberen Sorte. Dies gilt namentlich auch für den Vorschlag, die Zinsen bis auf weiteres nach oben hin „einzufrieren“. Dies entspräche einem behördlichen Eingriff in den Preismechanismus der Märkte, wie man ihn zu Zeiten galoppierender Inflation im Gütermarkt kannte. Das Problem solcher Massnahmen besteht in ihren Nebenwirkungen, die meist bedeutend ernsthafter ausfallen, als es die positiven Auswirkungen je sein könnten. Zwar „hilft“ man den bestehenden Hypothekarschuldnern durch eine Umverteilungsaktion über einen absehbaren und möglicherweise in der Pfändung von Liegenschaften endenden Engpass hinweg. Ob aber künftig in einem Markt, in welchem per behördlichem Dekret die Risiken mir nichts dir nichts von einer Seite auf die andere geschoben werden können, künftig noch genügend Hypotheken gesprochen werden, steht auf einem ganz andern Blatt. Höchstpreise führen zwingend zu einer Verknappung des Angebots, und es ist absehbar, dass ein weiterer Schritt dann „Fördermassnahmen“ für eine grosszügigere Kreditvergabe durch die Banken wären. Womit man die nächste, noch grössere Sondermülldeponie eröffnet hätte.

4. Griechische Tragödie

Worin liegt der theatralische Reiz antiker Tragödien? Darin, dass im Gegensatz zu manch flachem modernen Stück nicht zum vorneherein klar ist, auf welche Seite die Sympathien zu fallen haben, sondern dass im Verlaufe der ganzen Klimax sorgfältig ein echtes Dilemma aufgebaut wird, eine Entscheidungssituation ohne wirklich guten Ausweg also. *Skylla* und *Charybdis* und keine Möglichkeit zum Durchschlängeln zwischen den beiden Ungeheuern – damit relativiert sich auch, im Gegensatz zu manch modernem Stück, die Schuldfrage, denn wer könnte schon etwas dafür, kein *Odysseus* zu sein? Und wer könnte schon die offenbar zum menschlichen Schicksal gehörende Tatsache bekämpfen, dass es immer wieder zu Situationen ohne wirklich guten Ausweg kommt?

Uns scheint wichtig, dass die krampfhaften und hektischen Bemühungen, des Sondermüllproblems der Subprime-Schulden durch Zeitgewinn Herr zu werden, im Lichte eines echten Dilemmas im Sinne einer griechischen Tragödie gesehen werden. Dass der Schuldenberg existiert und dermassen bedrohliche Ausmasse angenommen hat, muss letztlich hingenommen werden. Etwa so wie *Skylla* und *Charybdis* oder wie das Faktum

des täglich anfallenden Sondermülls in Kölliken zwischen 1978 und 1985. Gewiss, man kann über die Kausalitäten und Anreizsysteme, welche Problemberge produzieren, sinnieren. Zum Beispiel kann man sich am Sinn der Möglichkeit einer Stadt Zürich stossen, ihre Abfallberge zu hochbelasteter Schlacke zu verbrennen, um sie dann in einem kleinen Aargauer Dörfli deponieren zu dürfen. Aber würde dies das heute faktisch existierende Problem lösen? Oder man kann auch über den Sinn eines Finanzsystems nachdenken, das so strukturiert ist, dass es immer wieder zu gewaltigen Übertreibungen kommen *muss*. Wir haben das in den vorangegangenen Anlagekommentaren auch zur Genüge getan. Insbesondere haben wir dargelegt, dass es vermutlich gescheiter wäre, wenn sich gewisse schweizerische Akteure bewusst von diesem selbsttätigen Übertreibungsmechanismus fernhielten.

Für uns Anleger und Finanzmarktteilnehmer, die wir weder die grossen regulatorischen Architekturen noch die strategische Ausrichtung von Grossbanken bestimmen können, sondern vielmehr hinnehmen müssen, was das höhere Schicksal uns beschert, gilt es nun aber eher, schlicht und bescheiden die insgesamt allesamt ziemlich un­ guten Auswege aus dem Dilemma herauszuschälen und unsere Positionierungsmöglichkeiten für den einen oder die anderen Fälle auszuarbeiten.

Wir sehen derzeit drei mögliche Szenarien für den weiteren Verlauf der Kreditmarktkrise. Erstens könnten Zinssenkungen und eine grosszügige Liquiditätsversorgung, gepaart mit einigen obrigkeitlichen Eingriffen in die Marktmechanismen (Zinssatzmoratorium, Auffanggesellschaften und dergleichen) sowie möglicherweise einigen fiskalischen Massnahmen (Steuererleichterungen für den amerikanischen Mittelstand) tatsächlich einen Medikamentencocktail bilden, der angesichts der sonst ja ziemlich robusten Weltkonjunktur übers Schlimmste hinweghilft, nach und nach in den illiquid gewordenen Märkten von CDOs und ähnlichen Instrumenten wieder für Angebot und Nachfrage sorgt, Bilanz- und Ausserbilanzpositionen von Finanzinstituten somit besser bewertbar würden und den Aktien von Finanzinstituten wieder Boden verschafft würde. Die Wahrscheinlichkeit, dass das ungefähr so vor sich gehen könnte, ist gewiss nicht gleich Null. Denn eben: Die Weltkonjunktur ist robust, und namentlich die Ertragslage jener amerikanischen Unternehmungen, die im Export tätig sind, hat sich mit dem tieferen Dollarkurs natürlich ganz nett verbessert. Die Einkommenssituation der US-Haushalte war bis vor ganz kurzer Zeit mit einem realen Wachstum (übers Jahr gesehen) von 3.9 Prozent sogar überraschend positiv. Gross

gewordene Investorenguppen wie Staatsfonds und staatsnahe Anlagegesellschaften aus dem Osten Europas, aus dem Mittleren und aus dem Fernen Osten sitzen auf Unmengen liquider Mittel und machen Anstalten, in den tief bewerteten Finanzsektor westlicher Banken vorzustossen. Wir gehen davon aus, dass die Rekapitalisierung der UBS eine erste Episode in einem längeren Kapitel darstellt.

So vordergründig positiv dieses Szenario tönt und aussieht – seine Tücken liegen in den längerfristigen Aspekten. Denn zum einen kann man durch Zeitgewinn Verluste ja nicht einfach inexistent machen, sondern lediglich über die Zeit hinweg deren Auswirkungen besser verteilen. Die Gefahr, dass die Mülldeponie nur mit etwas Erdreich zugedeckt wird, das Problem aber unter der Oberfläche weitermodert und sich unter Umständen sogar nochmals aufbaut, ist nicht wirklich von der Hand zu weisen. Bei der Sondermülldeponie in Kölliken war das jedenfalls so: Im Verlaufe der Lagerung vereinigten sich Chemikalien zu sehr ungunstigen Mischungen mit deutlich höherer Toxizität als ihre Ausgangsstoffe. Bedeutend schlimmer sind die Signale, die ein solches „Zudecken“ ausstrahlen. Man läßt künftige Sondermüllproduzenten förmlich ein, die nächsten Problemeberge zu schaffen. Der andere negative Aspekt liegt in den Auswirkungen der happigen Staatsintervention in einem Bereich, der solches eigentlich kaum erträgt: die Kapitalallokation. Kapital ist das flüchtigste aller Medien, flüssiger als Quecksilber. Kapital fliesst immer dorthin, wo Rendite und Risiko unter der gegebenen Informationslage optimal gepaart sind. Von Bereichen mit künstlichen Barrieren wie Zinssatzmoralien, Zinsobergrenzen und ähnliches mehr fliesst Kapital zwingend und mühelos weg. Durch Dekret unattraktiv gemachte Renditen werden gemieden, das Kapitalangebot im entsprechenden Bereich wird gedrosselt.

Zudem darf selbstverständlich die volkswirtschaftliche Fragwürdigkeit von Umverteilungen nicht vergessen werden. Zu deren Finanzierung werden ja zwingend Mittel von einem produktiven – deshalb auch zahlungsfähigen – Teil der Wirtschaft in Richtung eines weniger oder gar nicht produktiven Teils verschoben. Man bestraft somit genau die Falschen, während hier in concreto die möglicherweise übervorteilten, insgesamt aber vor allem auch fahrlässig leichtfertigen Schuldner von Subprime-Hypotheken belohnt werden. Die Freude am positiven Impuls eines solchen Keynes-Revival-Szenarios dürfte lediglich kurzfristiger Natur sein: Es wirkt wachstumshemmend.

Wie weit die aufgrund des konjunkturellen Gesamtbildes eigentlich nicht notwendige zusätzli-

che Liquiditätsversorgung längerfristig inflationär wirken wird, ist aus heutiger Sicht schwierig zu beurteilen. Denn einerseits ist ja alles andere als sicher, dass diese konjunkturelle Robustheit bei fortgesetzter Kreditmarktkrise noch anhalten würde – falls nein, wären tiefere Zinsen angemessen – und andererseits gibt es in der Weltwirtschaft nach wie vor stark deflationär wirkende Kräfte, indem die Differenz zwischen vorhandenen Produktionskapazitäten und dem Potentialwachstum noch alles andere als eliminiert ist. Es spricht einiges dafür, dass dieses die gesamte Greenspan-Ära kennzeichnende Schema noch einmal Gültigkeit haben könnte. Jedenfalls sehen die langfristigen Zinssätze im Dollar wie auch im Euro nicht so aus, als gäbe es im Markt grosse Inflationsbefürchtungen.

5. Too little, too late?

Ein zweites Szenario geht in die Richtung, dass zwar alles versucht wird, die Krise durch die genannten Massnahmen wie Zinssenkungen, Liquiditätsfenster für das Interbankgeschäft, behördliche Markteingriffe usw. abzuwenden, dass dies aber im wesentlichen nichts nützt. Angesichts der zweiten Welle der Krise im November kommt auch diesem Szenario eine gewisse, durch den faktischen Verlauf gestützte Wahrscheinlichkeit zu. Es könnte sein, dass das Ausmass und die Tiefe der Verschuldungsproblematik allgemein unterschätzt worden sind und teilweise noch werden. Nebst den nunmehr berüchtigten Subprime-Hypotheken gibt es ja auch noch die möglicherweise nicht wirklich viel besseren Alt-A-Mortgages, die, selbstverständlich genau gleich säuberlich abgepackt in CDOs, SIVs und dergleichen, als laufend schlechter bewertbare Aktiven innerhalb und ausserhalb von Bankbilanzen die vorhandene Liquidität zusätzlich verringern. Und es könnte sein, dass ein guter Teil von unerledigten Leveraged Buyout-Transaktionen eben doch auch in völlig illiquider Weise übers Jahresende und darüber hinaus in den Bilanzen hängenbleiben.

Im weiteren ist auch die Wahrscheinlichkeit nicht von der Hand zu weisen, dass die Möglichkeiten und Mittel der Notenbanken deutlich überschätzt werden. Was bedeutet denn schon eine Zinssatzsenkung von, sagen wir, $\frac{1}{4}$ oder $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt, wenn gleichzeitig der Markt höhere Risikoprämien zwischen $1\frac{1}{2}$ und 2 Prozentpunkten diktiert? Too little: Es könnte sein, dass es aufgrund des beschränkten Instrumentariums gar nicht möglich ist, einen krisenhaften Preiszerfall in mehreren Marktsegmenten per Notenbankpolitik und per einigen behördlichen Dekreten wesentlich zu beeinflussen.

Too late: Vielleicht hätte man die Übertreibungen durch frühere Massnahmen vermeiden können, zum Beispiel, indem man sich in früheren Krisen weniger akkomodativ verhalten hätte. Die Krise von heute entspräche also der Langzeitwirkung zu moderaten Verhaltens beim Bersten der Technologieblase, womit die Brücke zum ersten Szenario des „erfolgreichen“ Keynes-Revivals geschlagen wäre und die Tragödie zu einer Art Orestie würde.

Der kaum mehr zu überbietende „Clou“ in der Orestie würde darin bestehen, dass ausgerechnet das bisher immer wirksame Medikament, das Aspirin der Finanzmärkte sozusagen, nämlich die Liquidität, trotz ihres übermässigen Vorhandenseins illiquid wird. Eine „*contradictio in adiecto*“, einen Widerspruch in sich selbst? Nein. Was bisher bei den Refinanzierungsnot von SIVs durch Kreditmarktpapiere sichtbar wurde, entspricht genau dieser Liquiditätsverengung im liquidesten Bereich des Marktes. Wenn niemand, um keinen Preis sozusagen, mehr will, dann läuft auch nichts mehr. SIVs sind eigenmittellose Banken, die gemieden werden, weil man die Qualität ihrer Aktiva nicht mehr einschätzen kann. Wer sagt uns, dass die nächsten von einer solchen Liquiditätsbestreikung Betroffenen nicht eigenmittelarme Finanzinstitute sein werden, deren Aktiva man nicht mehr einschätzen kann?

Die kurzfristigen Auswirkungen bei Eintreffen von Szenario „too little, too late“ wären katastrophal. Es würde den Zusammenbruch einiger grosser Investmentbanken bedeuten, und in diesem Zusammenhang wäre nur schwer vorstellbar, dass die Aktienmärkte nicht einen erneuten und diesmal in aller Breite wirkenden Schock versetzt bekämen. Wenngleich es auch möglich wäre, dass anstelle von kuranten Dollars, Euros und Franken, die ja immer einem Guthaben bei einer Bank entsprechen, als Fluchtwährung in dieser Krise Sachwerte in Form von wenig verschuldeten, hochsoliden Unternehmungen bevorzugt würden. Auch dafür gibt es im bisherigen Verlauf der Krise Evidenz. Aktien als Krisenwährung – das wäre einmal etwas ganz Neues.

6. Münchhausen, Ratten und weisse Ritter

Ein drittes, etwas hoffnungsvolleres Szenario sei doch auch noch skizziert, jenseits von Skylla und Charybdis also, beruhend auf der Einsicht, dass, wenn schon, zwar die Gestaltungskraft von Notenbanken und Behörden vermutlich über-, diejenige von *Marktkräften* demgegenüber aber deutlich unterschätzt wird. Gewiss, verschiedene Banken, Finanzinstitute und andere Marktteilnehmer haben sich im Immobilienboom und angesichts der allzu lange sehr tiefen Risikoprämien in eine ungemütliche Lage hineindirigiert. Ge-

wiss, das Ganze gleicht einer Wanderung von Lemmingen – teilweise über den Klippenrand hinaus. Aber man sollte weder die Institution eines funktionierenden Marktes noch die Intelligenz der Akteure deswegen unterschätzen. Die Anreize sind ja eigentlich klar gesetzt: Wer zuerst wieder Klarheit über seine wirtschaftliche Situation geschaffen hat, wird zu den Gewinnern gehören. Und Gewinner will jeder sein. Denn so lautet das Gesetz des Marktes. Wer es nicht kann, wird abgelöst.

Es ist deshalb ebenfalls nicht unwahrscheinlich, dass jenseits von tauglichen oder weniger tauglichen Versuchen zur Bereinigung der Situation seitens der Notenbanken und Behörden der Finanzsektor mit zunehmendem Erfolg daran geht, die Entsorgung der Müllhalde selber vorzunehmen. Dazu braucht es drei unterschiedlich operierende Mitspieler. Erstens unternehmerisch denkende Bankenchefs, denen das Münchhausenprinzip nicht fremd ist: sich mit den eigenen Kräften aus dem Sumpf zu ziehen. Zu diesen eigenen Kräften gehören die (verbliebenen) Eigenmittel und die (unter allen Umständen zu erhaltende bzw. zu verbessernde) Ertragskraft. Der Spielraum, namentlich im personellen Bereich, der in den vergangenen Jahren bekanntlich unverhältnismässig aufgebläht worden war, ist dafür relativ hoch. Je eher sich die Bankenchefs auf sich selbst gestellt fühlen, desto eher werden sie sich in der Situation Münchhausens fühlen. Dieser konnte bekanntlich auch nicht auf einen Caterpillar namens Notenbank oder Finanzministerium warten, um aus der misslichen Lage befreit zu werden.

Das zweite Element sind Investoren, die sich wie Ratten in einer Müllhalde – einer etwas weniger toxischen als jener von Kölliken – an den Überresten der Krise gütlich tun. Der Ausfall des gesamten Subprime-Hypothekarmarkts würde, wie einigermaßen glaubhaft vorgerechnet wird, etwa 500 Milliarden Dollar ausmachen. Der Gesamtausfall ist aber alles in allem sehr unwahrscheinlich. Viel wahrscheinlicher ist, dass irgendwann dennoch die statistisch geschätzten Ausfallraten, wenn zwar auch drastisch erhöht, Platz greifen. Wer Zeit, Mut und Geld hat, müsste eigentlich gelegentlich zugreifen und im Markt von CDOs und SIVs zu investieren beginnen. Denn sein Ausfallrisiko sollte eigentlich angesichts der vermutlich nahe dem Nulltarif zu habenden Vehikel gering, seine Gewinnchancen entsprechend hoch sein. Wir müssten uns schwer täuschen, wenn sich nicht besonders raffinierte Hedge Fund Manager diesbezüglich bereits am Positionieren sind. Investierende Hedge Funds mit einem „Contrarian“-Ansatz würden im Finanzsektor für das sorgen, was er so dringend nötig hätte: eine mit

Geld- und Briefkursen versehene Preisstellung. Die Liquiditätsproblematik der grossen Finanzinstitute würde sich bald einmal deutlich verbessern. Allerdings: Zinssatzmoratoriumsideen und dergleichen kommen solchen spekulativen Absichten alles andere als entgegen.

Schliesslich braucht es auch noch ein drittes Element: Weisse Ritter. Denn es wäre trotz allem unwahrscheinlich, dass ein solches, von Marktkräften getragenes Szenario ohne jegliche Unfälle vonstatten ginge. Der bisherige Verlauf hat für solche Unfälle ja auch schon genügend Evidenz geliefert. Der hoffnungslos im Sumpf steckende Münchhausen braucht Rettung von aussen. Es gibt diese Retter. Das Engagement der Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) an der Citigroup war nur der Anfang einer Bewegung, die durchaus das Zeug für eine regelrechte Erholung der Finanzwerte haben könnte. Je offener und unvoreingenommener die westlichen Aktienmärkte bzw. die Behörden solchen Engagements gegenüber eingestellt sind, desto eher werden die Caterpillars von Arabien, Russland und Fernost einfahren.

7. Anlagepolitik für gefährliche Zeiten

Hinzunehmen sei die Tatsache, dass die Finanzwelt einer Sondermülldeponie ungeahnten Ausmasses in Form notleidender Hypotheken, nicht bewertbarer Positionen und nicht refinanzierbarer Vehikel gegenübersteht, haben wir gesagt. Und wir haben drei sich weitgehend ausschliessende, wahrscheinliche „Auswege“ aus der Krise aufgezeigt, wobei die ersten zwei Szenarien einem Dilemma der Wahl zwischen zwei etwa gleich verderblichen Verläufen entspricht. Es bleiben zwei Fragen. Erstens, wie hoch die Wahrscheinlichkeiten für die einzelnen Szenarien sind, zweitens, ob es eine Anlagepolitik gibt, die in allen drei Szenarien vertretbare Resultate liefern würde.

Zu den Wahrscheinlichkeiten: Zunächst ist es wegen der besonderen Konstellation bevorstehender Wahlen in den USA ziemlich unwahrscheinlich, dass Notenbank und Behörden in ihrem Eifer nachlassen. Die Frage ist eher, wie tiefgreifend die Eingriffe bzw. wie nützlich oder untauglich sie in der kurzen Frist, wie gefährlich oder unmerklich ihre Auswirkungen in der langen Frist sein werden. Was wird lediglich Rhetorik bleiben, was in die Tat umgesetzt? Die Gefahr, dass zum materiellen Schaden aus dem De-Leveraging des amerikanischen Immobilienmarkts auch noch ein regulatorischer hinzukommt, ist enorm gross.

Immerhin geben wir dem dritten Szenario „Markt“ aber auch eine Chance. Eine rasche Erholung der nicht sonderlich hoch bewerteten

Aktienmärkte wäre die Auswirkung, eine Fortsetzung der globalen Hochkonjunktur und ein erneuter Anlauf der Zinsmärkte hin zu einer Normalisierung der Zinskurven. Es ist auch das einzige Szenario, in dessen Verlauf ein stärkerer Dollar Sinn macht.

Welchen Anforderungen muss eine Anlagepolitik in diesen kritischen Zeiten gerecht werden? Aus unserer Sicht müssten fünf Kriterien erfüllt werden:

- Erstens kann es angesichts des weiten Spektrums von Möglichkeiten nicht darum gehen, ob man nun „die nächste Rally verpasst“ oder beim „nächsten Crash“ einen Schuh voll herauszieht. Vielmehr muss die Positionierung so sein, dass man in beiden Fällen problemlos *überlebt*.
- Zweitens war es in der jüngeren Finanzmarktgeschichte noch nie so wichtig, der Diversifizierung von Gegenparteirisiken Rechnung zu tragen. Klumpenrisiken bei einzelnen wenigen, auch noch so stabil erscheinenden Grossschuldern sind zu vermeiden. Von den Banken ist ein präzises Gegenparti-Reporting quer über alle Vermögenspositionen hinweg zu fordern.
- Drittens ist der Liquidität von Anlagen höchste Priorität zuzuordnen. Es geht um die Sicherstellung der Handlungsfähigkeit in allen denkbaren Marktsituationen.
- Viertens liegt man mit Positionen mit Sachwertcharakter vermutlich am wenigsten falsch. Die Unternehmen auf der realen Seite der Wirtschaft verfügen, ganz im Gegensatz zur Technologiekrise von 2001 ff., über gesunde Bilanzen und erfreuen sich insgesamt einer hohen Ertragskraft. Auch in einem Wirtschaftsabschwung dürften sie am wenigsten leiden, in einem Systemchaos würden ihre Aktien zur einzigen kurrenten Währung nebst Gold.
- Währungsrisiken sind nur akzessorisch, das heisst als Folge von Investitionen in Anlagen, und nicht per se zu suchen. Das Währungsgefüge bleibt voraussichtlich für einige Zeit das grösste Minenfeld im Finanzsystem. Das effektive Währungsexposure muss, genau wie die Gegenparteirisiken, konsequent überwacht werden.

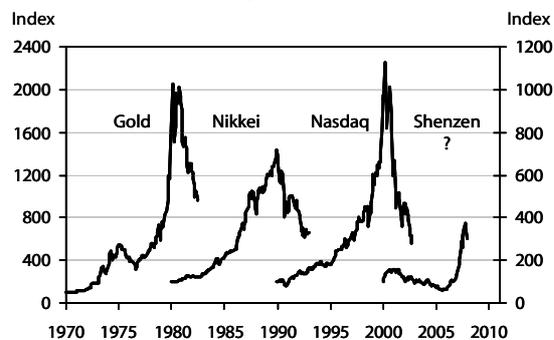
8. Die nächste Entsorgung kommt bestimmt

Man wundert sich, ärgert sich heute darüber, wie es früher zu scheinbar so unbedachten Umwelt-sünden wie in Kölliken kommen konnte. Und macht angesichts der hohen Entsorgungskosten die Faust im Sack. Man wundert sich, ärgert sich heute darüber, wie man im Jahr 2000 nur so

dumm sein konnte, noch Technologieaktien zu kaufen. Und man macht angesichts der erneuten Übertreibungen der von angeblichen Profis betriebenen Kreditmärkte die Faust im Sack angesichts der happigen Kursverluste bei Aktien im Finanzsektor.

Ein Blick auf die Geschichte der Finanzmärkte über die vergangenen 40 Jahre zeigt deutlich auf, dass die wirtschaftliche Entwicklung offenbar ohne klare Übertreibungen nicht auskommt. Die nachfolgenden Grafiken geben einen Überblick über einige der wichtigsten und schmerzhaftesten „Bubbles“ der letzten paar Jahrzehnte. In deren Verlauf konnte man sehr viel Geld „verdienen“, bei zu spätem Einstieg und zu frühem, von Panik getriebenen Ausscheiden aber noch viel mehr verlieren.

Blasen: Fast ein Naturgesetz



Bemerkung: Gold 12/69 = 100, linke Skala; Nikkei 12/79 = 100; Nasdaq 12/89 = 100; Shenzen 12/99 = 100, je rechte Skala.

Quelle: Bloomberg

Die ökonomische Fundierung, weshalb das so ist bzw. dass das so sein muss, gab uns Joseph Schumpeter (1883-1950) mit auf den Weg. Viele zitieren die „kreative Zerstörung“, aber wenige verstehen ihre wahre Bedeutung. Weil Wirtschaft nicht einem planbaren, von bekannten Kausalitäten geprägten Prozess entspricht, sondern von laufenden Versuchen und Irrtümern geprägt ist, braucht es sowohl den Vorgang der Produktion

immer neuer Realoptionen als auch das Absterbenlassen untauglicher Objekte.

Der Ökonom Mordecai Kurz (*1934) von Stanford hat uns die Konsequenzen der von Schumpeter stipulierten „kreativen Zerstörung“ für das Verhalten der Finanzmärkte geliefert. Wenige haben davon Kenntnis genommen, und nur ganz wenige haben seine Finanzmarkttheorie bisher verstanden. Übertreibungen, „Bubbles“, machen für ihn geradezu die Essenz der Finanzmärkte aus und folgen direkt aus der Unmöglichkeit der Menschen, alle verfügbare Information simultan zu verstehen. Das – oftmals ziemlich blinde – Verfolgen eines Trends ist deshalb rational, bis von den einen früher, von den andern später erkannte Risiken eine andere Marschrichtung vorgeben. Versuche und Irrtümer folgen einander nicht kontinuierlich, sondern schubweise.

Der Anleger wird sich damit abfinden müssen, immer aufs neue zugleich Teilhaber und Opfer solcher Schübe zu werden. Die beinahe unendliche Vielfalt von Möglichkeiten wird immer wieder zurückgestutzt auf ein unsichtbares „vernünftiges“ Mass. Das ist derzeit in schmerzvoller Art im Finanzsektor der Fall. Es ist, nicht wirklich überraschend, aber auch das Verhaltensmuster in der Natur. Wer's nicht glaubt, der gehe derzeit in den von Frost, erstem Schnee und Aufräumarbeiten gekennzeichneten Garten und erinnere sich der üppigen Farbenpracht des Spätsommers. Nur: Die Natur verfügt über effiziente Entsorgungsmechanismen. Die Überproduktion von Sonnenblumenkernen wird derzeit von den Spatzen weggefressen.

Wir tun uns etwas schwerer mit diesen Arbeiten. Sowohl in Kölliken als auch an der Wall Street.

KH, 10.12.2007