

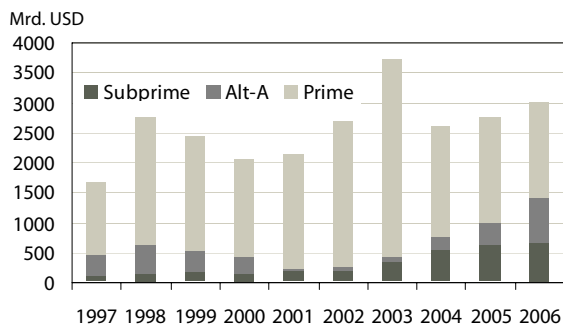
## Überleben und Überdenken

### 1. Das Unglück nimmt seinen Lauf

Zur Kreditmarktkrise gibt es nicht mehr viel anzufügen. Sie ist in vollem Gange. Bisher haben zwei Wellen das Finanzsystem erschüttert, die erste im Monat August, die zweite, bedeutend bedrohlicher, im Verlauf der Monate November und Dezember 2007. In Mitleidenschaft wurden vor allem grosse Banken wie Citigroup, Merrill Lynch und UBS gezogen sowie einige Institute, die sich, an sich weiter vom Epizentrum entfernt, in den letzten Jahren der Produkteflut im vermeintlich risikolosen festverzinslichen Bereich zu stark geöffnet hatten. Die Aktienmärkte blieben in beiden Phasen vergleichsweise stabil; nur die Finanzwerte erlitten einen generellen Einbruch von bis zu fünfzig Prozent seit Sommer 2007.

Um welche Dimensionen geht es? Wie gross ist das Reservoir des Unheils, aus welchem sich die Flutwellen spiesen und aus denen sich voraussichtlich noch ein paar künftige ergiessen werden? Womit ist noch zu rechnen? Anhand der nachfolgenden Grafik haben wir zu eruieren versucht, wie hoch die Übertreibungen des Finanzsystems im amerikanischen Hypothekengeschäft insgesamt zu veranschlagen sind. Wieviel Geld wurde in einen Bereich gepumpt, dessen Werthaltigkeit rückblickend vermutlich bereits seit einigen Jahren (ungefähr ab 2005) nicht mehr am Steigen, sondern tendenziell am Sinken war?

#### Die Fehlallokation in der US-Immobilienfinanzierung



Quelle: International Monetary Fund (IMF)

Deutlicher kann das Phänomen des übertriebenen Leverage wohl kaum dargestellt werden.

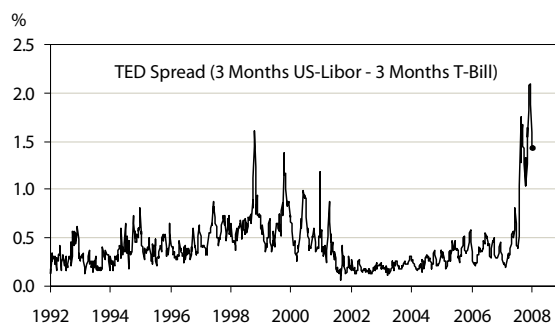
Während Jahren betrug der Anteil der Hypothekenvergabe für qualitativ fragwürdige Objekte zehn, vielleicht fünfzehn Prozent des gesamten amerikanischen Hypothekengeschäfts. Ab 2003 begann der Anteil sowohl absolut als auch relativ – im Vergleich zum Anteil von Hypotheken für sogenannte Prime-Objekte – zu steigen. 2006 machte er fast 50 Prozent des gesamten Geschäfts aus. Die Grössenordnung des Problems liegt, mit diesem Massstab gemessen, also bei ungefähr 1000 bis 2000 Milliarden Dollar, die sich teilweise in Luft aufgelöst haben dürften und, soweit es nicht bereits erfolgt ist, aus aufgeblähten Buchhaltungen verschwinden müssen.

Zurzeit können zwei Feststellungen gemacht werden. Erstens haben sich mit jeder Welle die Anzeichen verdichtet, dass im Zuge des nun in allen Teilbereichen des Immobilienmarkts beobachtbaren Preisrückgangs und der stark gestiegenen Risikoprämien die amerikanische Konjunktur in eine Rezession kippen könnte. Wiesen wir im Oktober des vergangenen Jahres noch relativ beruhigend auf die satten Reallohnzuwächse des amerikanischen Durchschnittshaushalts hin und konnten wir Argumente für einen Rückgang der Konsumtätigkeit zumindest teilweise entkräften, sieht die Angelegenheit heute düsterer aus. Immobilien machen knapp die Hälfte des Vermögens der Haushalte aus. Nach einer langen Phase der wohligen Gewöhnung an laufend höhere Bewertungen des Eigenheimbesitzes und an die Möglichkeit, daraus Cash für den laufenden Konsum zu beziehen, ist der Amerikaner nun mit einer Tieferbewertung eines Teils seiner Assets, mit einem sich ankündigenden regelrechten Preiszerfall, konfrontiert. Die logische Reaktion heisst: Sparen lernen. Sparen ist ökonomisch betrachtet „aufgeschobener Konsum“. Dieser Konsum wird, weil aufgeschoben, in der volkswirtschaftlichen Rechnung der kommenden Quartale fehlen. Die Warenbestellungen über den Pazifik hinweg werden tiefer ausfallen. Das Handelsbilanzdefizit wird sich reduzieren. Am Ende wird der Güter- und Kapitalfluss auf der Welt „normaler“ sein. Aber es ist immer schwerer vorstellbar, dass dies ohne Rezession in den USA und möglicherweise auch anderswo erfolgen kann.

Zweite Feststellung: Unmittelbar und am härtesten waren, wie gesagt, bis anhin einige ganz grosse Banken betroffen. Es ist schwer vorauszusagen, wie gross die Probleme dieser Institute sein werden, wenn Kreditpositionen aus weiteren, bisher mehr oder weniger unbehelligten Immobiliensegmenten („Alt-A“, „Prime“) in Mitleidenschaft gezogen werden. Vermutlich sind die Finanzinstrumente („Mortgage Backed Securities“), in welchen die Hypotheken aus diesen Bereichen des amerikanischen Immobilienmarkts verbrieft sind, deutlich besser auf Anleger aller Art verteilt als die „Subprime“-Papiere, für die der grosse Hype erst vor relativ kurzer Zeit in die Wege geleitet worden ist. Eine völlige Austrocknung dieses sehr grossen Marktes mit – insgesamt gesehen – doch relativ intaktem Substrat ist unwahrscheinlich. Ähnliches dürfte für Zertifikate auf Kreditkartenschulden und für die Automobil- und Studienfinanzierung gelten. Überall den Teufel an die Wand zu malen, ist haltlos.

Dennoch: Negative Überraschungen trafen auf ein System in höchster Anspannung. Die nachfolgende Grafik zeigt auf, wie drastisch sich die Risikoprämien im Interbankgeschäft verändert haben. Der „TED-Spread“ ist die Differenz zwischen dem Satz, zu welchem die Banken untereinander Liquidität zur Verfügung stellen, und dem risikolosen Zinssatz für Schuldverschreibungen des amerikanischen Schatzamts. Seit der Asienkrise von 1998 war das Finanzsystem zweimal in ähnlicher Weise angespannt: Beim Jahrtausendwechsel und bei den Terroranschlägen im September 2001. Im Unterschied zu letzterem Fall handelt es sich bei der Bankenkrise 2007/2008 um ein rein endogenes Ereignis, um ein sozusagen selbstgemachtes Problem. Nicht auszu-denken, was passieren würde, wenn ein exogener Schock dazukäme.

#### Risikoprämien: Banken trauen einander nicht



Quelle: Bloomberg,

Das gefährlichste Szenario in diesem Zusammenhang wäre zweifelsohne die Insolvenz eines grossen Instituts. Bisher sind wir davon verschont geblieben, nicht zuletzt, weil sich das Publikum darauf verlässt, dass solches unter allen Umstän-

den durch die Intervention von Notenbanken verhindert würde. Seit der ungelenkten Rettungsaktion für die – relativ kleine – britische Bank „Northern Rock“ bestehen allerdings berechtigte Zweifel darüber, ob die diesbezüglichen Prozeduren wirklich in genügendem Masse definiert und eingeübt sind. So verständlich Geheimhaltung in diesem Bereich ist – man will ja nicht durch allzu explizite Planung suggerieren, dass konkrete Gefahren drohen – so problematisch sind die Auswirkungen der Unsicherheit über das Ausmass, den voraussichtlichen Ablauf und den ultimativen Erfolg einer solchen obrigkeitlichen Aktion. Das in früheren, ruhigeren Zeiten vermutlich Verpass-te ist nun in der akuten Phase kaum nachzuholen.

#### 2. Fehler vermeiden!

Man kann es drehen und wenden, wie man will: Die Aussichten für ein sorgenfreies 2008 stehen zu Jahresbeginn nicht eben gut. Bei hervorragender konjunktureller Ausgangslage – in den letzten fünf Jahren wuchs die Weltwirtschaft praktisch synchron in allen Regionen und mit Zuwachsraten, von denen man früher nur geträumt hatte – tiefen Inflationsraten und damit auch wenig geldpolitischen Problemen muss heute von einer deutlichen Verlangsamung des Tempos, ja, zumindest im gewichtigen Amerika, von einer Kontraktion ausgegangen werden. Die Asset Deflation wird das so wichtige Konsumverhalten in Mitleidenschaft ziehen.

Soweit nicht schon passiert, werden auch die Aktienkurse rückläufig sein, da sich die Gewinne der Unternehmungen unter solchen Bedingungen nicht halten, geschweige denn steigern lassen. Der Kurszerfall des typischen Konsumtitels Marks & Spencer (minus 18 Prozent in einem Tag) hat gezeigt, dass Neueinschätzungen nicht nur amerikanische Titel betreffen können und dass die Märkte derzeit nur eine geringe Aufnahmefähigkeit bei Verkaufsaktionen aufweisen. Deshalb ist die Volatilität an den Aktienbörsen so hoch wie schon lange nicht mehr, vergleichbar mit der Nervosität im Interbankgeschäft. Praktisch alle von uns konsultierten Indikatoren lassen schwierige Monate erwarten.

Entsprechend zurückhaltend gestalten sich derzeit unsere Empfehlungen. Sie richten sich auf das für uns *wahrscheinlichste Szenario* einer langsamen, mühsamen, insgesamt aber unfallfreien Krisenbewältigung und eine zwar vielleicht milde, aber dennoch echte Rezession in den USA aus. Gleichzeitig berücksichtigen sie die – zu jedem Zeitpunkt denkbare – Möglichkeit, dass wir alles zu schwarz sehen und dass die positiven Kräfte in der Weltwirtschaft, die wir über die letzten fünf Jahre ja wahrhaft kennengelernt haben, die vor-

handenen Schatten überstrahlen werden. Ein völliger Abschied von den Aktien wäre unter diesem Gesichtspunkt töricht, zumal man ja auch zu keinem Zeitpunkt weiss, wann in einer krisenhaften Kursentwicklung der Tiefstpunkt erreicht ist. Das schwierigste Thema ist aber, wie man sich im persönlichen Krisenmanagement auf den zwar sehr unwahrscheinlichen, aber auch sehr gefährlichen Fall einer Grossbankeninsolvenz einstellen soll. Entwarnung gibt's erst, wenn der TED-Spread deutlich zurückkommt, und dies nicht lediglich situativ infolge von Liquiditätsinfusionen seitens der Notenbanken, sondern weil sich die Banken wieder gegenseitig zu trauen beginnen.

Hierin liegt der springende Punkt für das individuelle Anlageverhalten: Solange im Interbankgeschäft kein Vertrauen herrscht, gibt es keinen Grund, dass sich der einzelne Anleger in Bezug auf seine Anlagen in völliger Sicherheit wiegen sollte. Wir empfehlen schon im Anlagekommentar (Nr. 253) vor Weihnachten, dem Gegenpartei-risiko grösste Aufmerksamkeit zu schenken, und wiederholen hier mit Nachdruck diesen Rat noch einmal. Zu hohes Vertrauen, ausgedrückt in Anteilen am Gesamtvermögen – querbeet über alle Vermögensteile und Finanzinstrumente hinweggerechnet! – gegenüber einem spezifischen Schuldner und eine Konzentration der Mittel in einem bestimmten Wirtschaftssektor wären derzeit fahrlässig.

Nebst einer sorgfältigen Verteilung von Kontoguthaben und Festgeldern auf verschiedene Institute bieten sich zur Anlage von hohen Liquiditätsbeständen in erster Linie kurzlaufende Obligationen von erstklassigen Schuldnern an. Für einmal darf man froh sein, dass es Staats-schulden gibt, die verbrieft wurden... Von längerem Engagement im Bondbereich raten wir indessen ab, da nicht völlig auszuschliessen ist, dass die durch die Bankenkrise notwendige Liquiditätsschwemme der Notenbanken nicht doch einmal höhere Inflationserwartungen nach sich zieht.

Aktien haben in allen drei Szenarien eine absolute oder zumindest relative Attraktivität. Vorausgesetzt, es handelt sich um einigermaßen hochkapitalisierte, liquide Titel von Unternehmen ohne grosse Verschuldungsproblematik in der eigenen Bilanz, so dürften Aktien krisenresistenten Sachwertcharakter aufweisen. Im günstigen Fall nehmen sie absolut an Wert zu, im Fall einer rezessiven konjunkturellen Entwicklung weisen sie Erholungspotential auf, und im schlimmsten Fall wären sie besser als irgendwelche Guthaben, denen man in New York oder gar auf den Cayman Islands nachrennen müsste.

Die Strategie, für Krisenfälle eine Portion physischen Goldes ins Portfolio einzugliedern, hat sich bis anhin vor allem kursmässig ausbezahlt. Nun kommt die Krisenresistenz des gelben Metalls als Vorteil hinzu. Im Vergleich zu anderen Rohstoffen wie Öl, Gas oder Uran kann die Lagerhaltung auf individueller Basis erfolgen, und genau das ist es, was dem Gold die immer wieder in Frage gestellte Attraktivität verleiht.

Soviel zum individuellen Krisenmanagement.

### 3. Das Planetarium im Taschenformat

Obschon die vergangenen vier Anlagekommentare bereits der sich ankündigenden und dann immer stärker akzentuierenden Kreditmarkt- bzw. Bankenkrise gewidmet waren, und obschon einige der damals genannten Hintergründe wie zum Beispiel die Ursache für die bis Juni bei weitem zu tiefen Risikoprämien oder die problematische Konglomeratsstruktur von Investmentbanken auch von anderen Beobachtern der Finanzmärkte zur Erklärung der Geschehnisse hinzugezogen wurden, drängt sich ein diesmal etwas weiter gefasstes Nachdenken über die Entwicklungen auf. Dies, weil wir daran glauben, dass ein frühes und vertieftes Verständnis der ganz grossen, entscheidenden Trends vor falschen Schritten oder kurz-sichtigen strategischen Fehlern bewahrt.

Immer mehr kommen wir zum Schluss, dass die gegenwärtige Bankenkrise letztlich eine Folge mangelnden Verständnisses der seit 20 Jahren den Finanzsektor verändernden Securitisation ist. Oder noch etwas deutlicher: Des mangelnden Verständnisses darüber, welche strukturellen Veränderungen die Securitisation in der Infrastruktur des Finanzsektors, das heisst bei den Banken, den Börsen, den Clearingorganisationen, den Notenbanken etc. hätte auslösen müssen.

Was bedeutet denn „Securitisation“ eigentlich? Technisch gesehen handelt es sich um die Möglichkeit von Banken und anderen Geldgebern, gesprochene Kredite in Wertschriftenform am Markt zu verkaufen und so die Aktivseite der Bilanz zu bewirtschaften. Bezüglich ihrer Auswirkungen jedoch: Handelt es sich einfach um eine gigantische Maschinerie, die einfach so, quasi als Laune der Natur, entstanden ist, die gebündelte Kraft von Zauberlehrlingen, deren Output nicht mehr zu bremsen ist? Die letzte Ausgeburt des kapitalistischen Systems, von geldbesessenen Schmeissfliegen besetzt, alles vergiftend, konjunkturvernichtend, verabscheuungswürdig?

Weit gefehlt, selbstverständlich. Securitisation ist Teil eines grossen, wichtigen, unumkehrbaren Megatrends von der kollektiven Veranstaltung und Struktur hin zur dezentralen, individuellen

ökonomischen Betätigung bzw. Befriedigung von Bedürfnissen. Wir alle sind Teil dieses Megatrends, der seit gut 20 Jahren im Gange ist und der sich in den vergangenen Jahren deutlich beschleunigt hat.

Dazu ein – zugegebenermassen etwas weit hergeholtes – völlig unökonomisches Beispiel. Zu Weihnachten erhielt der Schreibende von einem für Novitäten begabten Kollegen ein Kästchen, etwa 20 auf 10 auf 10 cm gross, mit einem Okular und einem kleinen Bildschirm versehen. „Sky Scout, Your Personal Planetarium“ heisst dieses Ding, das mit zwei Batterien ein GPS (Global Positioning System) und einen ausgewachsenen Rechner betreibt und mit dem man den Sternenhimmel aktiv oder passiv absuchen kann: Aktiv, indem man Sterne anvisiert, deren Namen und Zugehörigkeit zu Sonnensystemen, Galaxien und dergleichen in Erfahrung bringen kann, passiv, indem man sich vom Apparätchen durch den Sternenhimmel führen lässt. Selbstverständlich kann man für die mündlichen Ausführungen über Kopfhörer die verschiedensten Sprachen auswählen.

Nur die Kälte und ungeduldige Familiengenossen konnten dem nächtlichen Vergnügen ein Ende bereiten, einem Vergnügen, für das man sich bis vor ganz kurzer Zeit an einen Ort mit einem Planetarium hätte begeben müssen. Ein Planetarium ist eine Institution, eine Struktur, eine kollektive Veranstaltung: ehrwürdiges Gebäude, von Philanthropen gestiftet, vom Staat subventioniert, mit teuren Instrumenten versehen, nur zu bestimmten Öffnungszeiten verfügbar, mit Personal, das, selten mehrsprachig, schon seit Jahren das gleiche Sprüchlein aufsagt und deshalb von einem Tonband ersetzt wurde, dessen Programm man kollektiverweise mitmachen muss und das nur wenig Möglichkeiten zum Anbringen individueller Interessen bietet. Nichts gegen Planetarien. Aber mein „Personal Planetarium“ ist der kollektiven Struktur haushoch überlegen. Ich kann es brauchen, wann immer ich will (einzige Restriktionen: die Tageszeit und das Wetter), kann den Himmel nach meinem Gusto absuchen, kann es beiseite legen, wann ich will, muss keine Reise für meine Sternkunde antreten, darf auch immer wieder die gleichen Sterne angucken, ohne mich meiner astronomischen Ignoranz schämen zu müssen.

Tiefere Bedeutung: Ein löblicher edukativer Vorgang, nach reicher griechisch-orientalisch-abendländischer Wissenschaftstradition im 19. Jahrhundert so richtig in Schwung gekommen und fürs breite Publikum in Form öffentlicher Planetarien zugänglich gemacht, wurde soeben durch das „Personal Planetarium“ überflüssig.

Obsolet. Es braucht die Gebäude, die Struktur, die Organisation, die Subventionen nicht mehr. Ab sofort hat jeder auf seinem Vorplatz unbeschränkten Zugang zum Sternenhimmel. Planetarien werden künftig nur noch von historischem Interesse sein.

In Bezug auf das Finanzsystem heissen die Planetarien *Banken*. Die Securitisation bewirkt das, was der kleine Apparat für den Sternenhimmel vollbringt: Ein komplexes Universum für jeden einzelnen, wo auch immer auf der Welt, bereitzustellen. Doch bevor wir auf diesen faszinierenden Gedanken näher eintreten, nehmen wir zunächst noch eine weitere Kurve, um den Megatrend einzukreisen und seine Auswirkungen zu erkennen.

#### 4. Dezentrale Emanzipation

Wie anpassungsfähig der Mensch ist, zeigt sich sehr deutlich am Umgang mit den Mobiltelefonen und dem Internet. Die einen waren vor 1990, das andere war bis vor 10 Jahren noch kein Thema. Und wie war doch das Telefonieren früher eine kollektive Veranstaltung! Unterwegs brauchte es dazu eine öffentliche Telefonkabine, es benötigte eine mit vielen fleissigen Frauen besetzte Zentrale, eine aufwendige Infrastruktur von Kabeln, Schaltern, Röhren und Relais, eine Verwaltung, die das alles be- und die Monopolgebühren für den Staat eintrieb. Telefonieren war ein Privileg. Sprechen konnte man dann zwar privat, schreiben jedoch nicht: Das Übermitteln eines Telegramms war eine feierliche Angelegenheit unter Involvement mehrerer Beamter. Die Telefonapparate konnte man während langer Zeit nicht erwerben; sie gehörten der (staatlichen) PTT. Entsprechend spärlich war ihre Distribution. Heute kommt es einem Wunder gleich, wenn die Anzahl Telefone die vorhandenen Köpfe in einer Familie nicht übersteigt. Jedes Kind im Vorschulalter bedient das hochmobile Multifunktionsterminal mit völliger Selbstverständlichkeit.

Was ist passiert? Innert weniger Jahre sind Kompetenzen rechtlicher wie auch materieller Art von einem übergeordneten Kollektiv auf die tiefstdenkbare Stufe von einzelnen Familienmitgliedern, Kindergärtler inklusive, gerutscht. Entsprechend sind diese übergeordneten Strukturen weitgehend obsolet geworden, wurden von den Postdiensten getrennt, in (teilweise) private Leistungsträger umgewandelt; die Telefonie wurde dem Wettbewerb geöffnet. Ja, auch der pater familias, der früher im Hause über Telefonieren oder Nichttelefonieren gewacht und geherrscht hatte, musste obrigkeitliche Kompetenz abgeben. Dezentrale Emanzipation heisst der Megatrend, und das nicht nur in der Telefonie.

Noch viel krasser hat sich die Welt durch die Existenz des Internet gewandelt. War es früher einer schmalen Schicht aus dem Bildungsbürgertum vorbehalten, eine eigene Bibliothek zu besitzen, und musste der Zugang zu Büchern dem Rest der Bevölkerung durch die Institution von öffentlichen Bibliotheken erschlossen werden, kann heute buchstäblich jeder, der über einen halbwegs tauglichen PC und einen Internetzugang verfügt, sich sozusagen jegliches Wissen individuell und selber holen. Wissenserschliessung ist kein Privileg mehr, sondern eine völlig sozialisierte Möglichkeit geworden. Dezentrale Emanzipation einerseits, Kompetenzverlust andererseits. Was die Planetarien für die Astronomie, sind die Bibliotheken als öffentliche, stark subventionierte Institutionen für die Bücher: obsolet geworden.

Ähnlich die Kinos: Während man früher, um sich einen Film anzuschauen, ins Kollektiv eines Vorführungssaals tauchen musste, kann man es heute zwar immer noch, aber muss nicht mehr. Entsprechend hat sich das Angebot verändert: Aus riesigen Kinos fürs Vergnügen eines Grosskollektivs wurden kleinere Säle mit beinahe individuellem Angebot. Und wer sich etwas nicht völlig Jugendfreies leisten möchte, kommt gänzlich um das heimliche Hineinstehlen ins Gebäude und um die peinliche Konfrontation mit der nicht mehr ganz jugendfrischen Kassierererin herum; er kann sich das Vergnügen in völlig privater Atmosphäre gönnen. Dezentrale Emanzipation. Bis vor einigen Jahren gab es in den meisten Schweizer Städten noch eine systematische behördliche Filmzensur, als Vergnügen eben noch öffentlich sein musste und deshalb mit der öffentlichen Ordnung kollidierte. Die Welt hat sich verändert, und wie!

Gewiss, das kollektive Grossvergnügen gibt es immer noch, vielleicht sogar in erhöhtem Masse: Grosskinos, Hallenstadien für Rockkonzerte, Arenen für Fussballereignisse. Die Möglichkeiten des dezentral genossenen Vergnügens scheinen die Nachfrage nach kollektivem Erschauern zu stimulieren, weil der Mensch halt unter anderem ein gesellschaftliches Wesen geblieben ist. Der wesentliche Unterschied liegt aber darin, dass heute der Gang zum Kollektiv einem freiwilligen Lustgewinn entspricht, während er früher einer unumgänglichen Notwendigkeit entsprach.

Kaum ein Bereich, in welchem es keine, dem Megatrend der dezentralen Emanzipation entsprechende Entwicklung gegeben hätte. Die Verfügbarkeit von Wissen, aber auch von Gütern und Dienstleistungen, bis in die hintersten Verästelungen der Gesellschaft hinein prägt die letzten zwei Jahrzehnte und wird auch die kommenden

Jahre die wichtigste gesellschaftliche und ökonomische Entwicklungslinie ausmachen.

### 5. Unabhängigkeit und Substitutionseffekte

Die dezentrale Emanzipation hat uns alle samt und sonders wendiger und autonomer, in gewissem Sinne fast ein wenig autarker gemacht. Autarker: zum Beispiel in einem ganz besonders von Staat und übergrossen Konglomeraten gekennzeichneten Bereich, der Energieversorgung. Da und dort leistet sich der eine oder andere Mitbürger den Luxus einer Erdwärmebohrung und einer Wärmepumpe. Zwar rechnet sich das Ganze auch bei hohen Erdölpreisen relativ lange nicht, wenn man den Gewinn an Unabhängigkeit von Putin und Konsorten nicht miteinbezieht. Darin liegt aber gerade der springende Punkt: Die Wahrscheinlichkeit ist gross, dass die Substitution von Erdöl nicht durch den Druck höherer Erdölpreise allein erfolgt, sondern vielmehr aufgrund des Megatrends zur dezentralen Emanzipation hin. Es wurde in den letzten Jahren zwar ruhiger um die sogenannte „Micropower“, die Möglichkeiten der einzelnen Haushalte, selber für ihren Energiebedarf zu sorgen. Das Hauptproblem lag bisher in erster Linie in der Speicherproblematik bzw. in den Schwierigkeiten, öffentlichen Netzen überschüssige Energie abgeben zu können. In der Zwischenzeit haben sich aber bei den Batterien und vor allem im Batteriemangement derartige Verbesserungen ergeben, dass es nur noch einer kleinen Energiekrise bedarf, bis man sich, auf der untersten gesellschaftlichen Ebene des individuellen Haushalts wohlverstanden, der Möglichkeiten von Mikroturbinen und der Kraft der Sonneneinstrahlung besinnt.

Modellrechnungen, die lediglich den Energiepreis für die Wahrscheinlichkeit der Substitution einer Produktionsmethode von Energie oder eines Energieträgers ganz generell einbeziehen, unterschätzen vermutlich den Preis, den viele zur Erhöhung ihrer Autonomie zu entrichten bereit sind. Genauso wurde ja systematisch während langer Zeit der Markt für Mobiltelefone oder für dezentrale Stereoanlagen in der Form von iPods unterschätzt. Unabhängigkeit hat einen eigenen ökonomischen Wert. Wie selbstverständlich machen wir doch mittlerweile von der hinzugewonnenen Autonomie Gebrauch: Indem wir uns eine „second opinion“ nach einem Arztbesuch oder ein Gourmetrezept für den nächsten Sonntagsbraten vom Netz herunterladen.

An dieser Stelle kann nun die *Securitisierung* wieder ins Spiel gebracht werden. Vorab: Nicht nur die Ärzte sind heute mit bedeutend kundigeren „Patienten“ konfrontiert. Die Vermögens-

verwalter sind es auch. Es gibt kaum mehr Anlagekunden, die sich nicht übers Internet und andere Medien ein ziemlich genaues Bild über die Finanzmärkte, über spezifische Finanzinstrumente oder über einzelne Aktien machen würden. Blindlings folgt heute kaum mehr jemand einem Ratschlag, was allerdings nicht heisst, dass die Zeiten kollektiv begangener Irrtümer vorbei seien. Zwischen Information und Interpretation gibt es ja immer noch einen Unterschied. Die extrem besseren Informationsmöglichkeiten haben den Anleger aber in hohem Masse autonomer gemacht, ja auch autarker, denn er kann, wenn er will, heute sein Vermögen zu sehr günstigen Konditionen selber bewirtschaften, und er braucht heute nicht Millionär zu sein, um eine anständige Diversifikation der Risiken hinzubekommen.

Der Grund dafür liegt in der praktisch unbegrenzten Vielfalt an Instrumenten, die ihm das Finanzsystem aus dem Universum der Finanzmärkte zur Verfügung stellt. Diese Instrumente – „Securities“ eben – entsprechen der Passivseite der Realwirtschaft. Über sie wird die Realwirtschaft finanziert. Grösser könnte der Unterschied zu früheren Zeiten gar nicht sein. Bis vor zwanzig, dreissig Jahren sah die Finanzierungsseite der Wirtschaft noch völlig anders aus. Was heute die „Securities“ sind, waren damals noch die gewichtigen Geschäftsbanken mit ihren riesigen Bilanzsummen. Dem grossen Publikum war das Aufbringen von Spargeldern für diese riesigen Bilanzsummen zgedacht, Aktien- und sehr weitgehend auch Obligationenbesitz war einer privilegierten Schicht begüterter Zeitgenossen vorbehalten.

Auf individueller Basis wird das Sparen, eine durch und durch kollektive Veranstaltung, nach und nach durch das Investieren in „Securities“ substituiert. Genauso, wie das Benützen öffentlicher Telefonkabinen durch die Mobiltelefonie, das Telegramm durch E-Mail, das Nachschlagewerk durch Wikipedia, der Besuch im öffentlichen Planetarium durch „Sky Scout“ ersetzt wurden. Die grossen Bankbilanzen, kollektive Finanzierungskonglomerate, werden abgelöst durch dezentral emanzipierte, individuelle Portefeuilles, individuelle Finanzierungskonglomerate also. Das ist Securitisation. *Jeder Bürger* ist sozusagen eine *kleine Bank* geworden.

Dabei handelt es sich selbstverständlich um einen Prozess, der vielerorts, namentlich in den noch bis vor kurzer Zeit von „Volkshem“-Vorstellungen geprägten Ländern wie Deutschland oder Japan, erst am Anlaufen ist. Die Entwicklung ist aber aus zwei Gründen unaufhaltbar. Erstens, weil die

Rendite- und Risikosteuerung individueller Finanzierungskonglomerate, durch die enorm gesunkenen Informations- und Transaktionskosten auch für relativ kleine Vermögen möglich gemacht, der kollektiven Bewirtschaftung haushoch überlegen ist. Das Sparerkollektiv ist letztlich ein grobschlächtiges und ökonomisch ineffizientes Gebilde, weil es auf seiner Finanzierungsseite von Durchschnittspräferenzen (aller Sparer zusammen) ausgehen muss und weil es dadurch auf seiner Aktivseite kaum eine optimale Rendite-/Risikobewirtschaftung erreichen kann.

Zum offensichtlichen volkswirtschaftlichen Gewinn durch die Securitisation kommt als zweiter Grund für deren Siegeszug der individuelle Gewinn an Unabhängigkeit. Der Umstand, dass man nicht mehr sparen muss, sondern allenfalls noch kann, dass man aber heute investieren kann, wie man will, entspricht einem hohen Gewinn an individueller Freiheit, an „Autarkie“, wenn man will. Genauso, wie es eine bis vor ganz kurzer Zeit noch völlig unvorstellbare Vielfalt von verschiedenen Mobiltelefonen gibt, hat in den letzten Jahren bekanntlich eine Unzahl neuer, vielfältigster Instrumente die Finanzmärkte überschwemmt und ganz offensichtlich Abnehmer, vielleicht nicht gerade bis auf Stufe Kindergärtler hinunter – oder doch? – gefunden.

## 6. Braucht es noch Banken?

Konsequent zu Ende gedacht, bräuchte es in einer völlig securitisierten Welt eigentlich keine Banken im klassischen Sinn mehr. Vielmehr wären lediglich noch Arrangeure für Finanzprodukte am Werk, die ihre Instrumente an Distributeure – Vermögensverwalter, Broker, Internetplattformen – weitergäben, und das wär's dann.

Schöne neue Welt? Ja und nein zugleich. Ja, weil, wie beschrieben, ein immenser volkswirtschaftlicher Effizienzgewinn und eine deutliche Besserstellung des ganzen Publikums auf individueller Ebene resultiert. Nein, weil es so extrem wohl nicht stattfinden kann und wird. Denn erstens stellt sich in einer dermassen arbeitsteiligen Finanzierungsstruktur das Problem der Schuldnerbetreuung bzw. -kontrolle. Arrangeure und ihre Handlanger sind nicht zwingend die besten Kreditspezialisten und unterliegen, falls sie nach Umsatz entschädigt werden, auch gefährlichen Anreizen. Je mehr, desto besser: Das genau waren (und sind noch!) die Anreizstrukturen, wie sie sich im amerikanischen Hypothekenmarkt breitgemacht hatten, weshalb die Drückerkolonnen von Countrywide quasi vorbehaltlos jedem auch nur entfernt zahlungsfähigen Amerikaner Hypotheken und Zusatzfinanzierungen aufs Auge

drückten. Es sind die Anreizstrukturen, die dazu führten, dass praktisch alle Investmentbanken der Versuchung erlagen, aus ganz, ganz vielen miesen Krediten salonfähige Finanzinstrumente angeblich höherer Bonität zu basteln. Es sind die Anreizstrukturen, durch die Ratingagenturen sich hingaben, solche auf Pseudostatistik beruhende, dem gesunden Menschenverstand aber widersprechende Ergebnisse zu zertifizieren. Es sind die Anreizstrukturen, in welchen es der Verwaltungsrat einer ganz grossen Schweizer Bank als richtig erachtete, zugunsten eines vermeintlich problemlos lukrativen Geschäfts seine wirklich problemlosen übrigen Konglomeratsteile ins Risiko zu setzen.

Ganz offensichtlich funktioniert eine arbeitsteilige Bewirtschaftung von Schuldnern und Schulden nicht, wenn die Anreize nicht so gesetzt sind, dass der dem Schuldner am nächsten Stehende nicht selber, das heisst zum Beispiel mit seinem eigenen Vermögen, an der Risikonahme beteiligt ist. Und genau deshalb werden auf hautnahe Schuldnerbewirtschaftung ausgerichtete Spezialinstitute auch künftig ihre hohe Berechtigung und Existenzgrundlage haben.

Es gibt aber noch einen zweiten Grund, weshalb die Banken, abgesehen von den genannten, auf Kreditbewirtschaftung spezialisierten Instituten, auch weiterhin eine grosse, ja eine übermässige Rolle spielen werden. Es ist nämlich viel zu schön, grosse Bank zu sein, als dass man im Zuge der Securitisation damit aufhören sollte. Ganz im Gegenteil.

Denn so, wie es noch Planetarien und Bibliotheken gibt, blieben die Strukturen im Finanzsystem im Zuge der Securitisation praktisch unbehelligt und in der Grundanlage unverändert. Die Grundanlage besteht darin, dass eine früher fast ausschliesslich von Banken finanzierte Wirtschaft dringend darauf angewiesen war, dass diese einzige Kredit-Pipeline nicht unterbrochen wird. Deshalb kam ab Mitte des 19. Jahrhunderts, zu Beginn der kapitalintensiven Gründerzeit, die Idee der Notenbanken als ultimative Gläubiger, „lenders of last resort“, auf. Öffentliche Anstalten, Vertreter der Allgemeinheit also, deren Zweck es unter anderem sein sollte, die Zahlungsunfähigkeit einer oder mehrerer Banken zu verhindern, um so einem möglichen Finanzierungskollaps der Wirtschaft zuvorzukommen. Im Gegenzug genossen die Notenbanken das territoriale Monopol zur Geldschöpfung.

Diese öffentliche Produktion von Vertrauen, von Vertrauen ins System und in die Banken, war vermutlich in einer Welt, die von bilanzschweren Geschäftsbanken geprägt war, richtig und auch

weitgehend unproblematisch. Ob oder inwieweit sie es in einer durch die Securitisation sich völlig verändernden Welt auch noch sein wird, ist jedoch diskutabel. Denn wenn infolge der Securitisation quasi die Allgemeinheit, jeder Einzelne also und alle Einzelnen als Kollektiv, zu Banken geworden sind, dann macht es nicht mehr viel Sinn, wenn ein Organ ebendieser Allgemeinheit, eine öffentliche Anstalt in Form einer Notenbank, als ultimativer Gläubiger fungiert. Es handelt sich dann um ein tautologisches Konstrukt.

Das Problem ist, dass dieses tautologische Konstrukt volkswirtschaftliche Verzerrungen nach sich zieht. Die Existenz von „lenders of last resort“, die in dieser Form in einer securitisierten Welt gar nicht mehr nötig wären, führt nämlich dazu, dass jene Gebilde, die – nicht aus Angst vor einem Finanzierungskollaps, sondern weil sie stark in die Infrastruktur des Finanzsystems eingebunden sind – gratis und franko zu einer Art Überlebensgarantie kommen, zu einer impliziten Staatsgarantie. „Too big to (let) fail“ lautet die Devise für die Citigroup, für Morgan Stanley, für Barclays, für die Deutsche Bank, für die UBS, für die CS. Eine Versicherung, die man gratis erhält, gibt man nicht so schnell und gerne auf. Deshalb durfte man bis vor kurzer Zeit mit Fug und Recht die Prognose wagen, dass sich an der obsolet, weil tautologisch gewordenen Idee und Struktur des „lenders of last resort“ nichts ändern wird und der Wettbewerbsvorteil der grossen Player in alle Zukunft hinein zementiert bleibt.

Wäre da nicht der grobe Unfall der Hypothekarkrise passiert. Weil es allzu lange allzu schön war, sich zu den tiefen Sätzen risikoloser Anlagen finanzieren zu können, und weil es allzu lange allzu sehr danach aussah, als verfügten gewisse Kreditsubstrate über praktisch unbegrenzte Aufnahme-fähigkeit, erhöhte das System der grossen Investmentbanken und nachgelagerten Vehikel den Verschuldungsgrad für Immobilien, Fahrzeuge, Konsumkredite in unermessliche Höhen, einem kollektiven Irrlauf gleich. Nun droht eine Rezession, und nun ist es auch an der Zeit, aufgrund der faktischen Sichtbarkeit, wie schädlich die obsoleten Strukturen sein können, die intellektuelle Arbeit einer Strukturdiskussion zu absolvieren. Es geht nicht um harmlose Planetarien und Bibliotheken, sondern um Kernfunktionen kapitalistischer Wohlstandsproduktion.

## **7. Was es zu schützen gälte und was nicht**

Der Megatrend zur dezentralen Emanzipation hin, zur erhöhten Autonomie, ja gewissermassen Autarkie, des Bürgers und der Haushalte auf der ganzen Welt beruht allerdings auf dem reibungslosen Funktionieren einer allgemein zugänglichen

Infrastruktur. So reizvoll das „Personal Planetarium“ auch ist – ohne funktionierendes GPS, das heisst ohne das System, das die Amerikaner über ein teures Satellitennetz betreiben, um ihre Soldaten in der afghanischen und irakischen Wüste nicht zu verlieren, wäre der Spass vorbei. Ohne all die vielen Sendeanlagen auf allen möglichen Dächern, Türmen und Bergen gäbe es keine Mobiltelefonie. Ohne Glasfaserkabel und Grossrechner und Netzprovider gäbe es kein Internet. *Stabilität* und *Leistungsfähigkeit der Infrastruktur* ist *entscheidend*, wie auch immer sie im spezifischen Bereich organisiert ist. Die einzelnen Provider sind dagegen alles andere als entscheidend. Denn, vorausgesetzt, man hat zuvor für genügend Wettbewerb gesorgt, sind sie ja allesamt innert kürzester Frist ersetzbar. Von Vodafone auf Orange ist schnell umgestiegen.

Dasselbe gilt für ein modern ausgelegtes, der Securitisation Rechnung tragendes Finanzsystem. Entscheidend sind die Stabilität und die Leistungsfähigkeit der Infrastruktur. Zahlungsverkehr, Clearing und Settlement dürfen unter keinen Umständen zusammenbrechen. Nur schon ein stundenweiser Ausfall würde in einem kaum mehr entwirrbaren Chaos hängiger Transaktionen resultieren, nicht zu reden von den Risiken, die eine vorübergehend ungeklärte Eigentümerschaft nach sich ziehen würde. Obrigkeitliches Handeln müsste sich auf diese Kernfunktion im Finanzsystem konzentrieren, währenddem man die einzelnen Provider, Citigroup oder UBS oder wen auch immer, aus dem Privileg der impliziten Staatsgarantie und dazugehörigen Pflichten entlassen würde. Zu tiefe Risikoprämien würden dann der Vergangenheit angehören, und die dem Investmentbanking zwingend innewohnende Zyklik hielte sich in ihren realen Auswirkungen in tolerablen Grenzen.

Wird diese Frage angegangen werden? Vermutlich nur unter Zwang. Denn zwischen hochriskanten, zyklischen und damit zeitweise hochprofitablen Aktivitäten, wie das Investment Banking sie zum Beispiel darstellt, und teilweise obsolet gewordenen, teilweise im unverzichtbaren Infrastrukturbereich befindlichen Strukturen gibt es eine logisch begründbare Anziehungskraft. Genau aus diesem Grund wurde 1999 das Konglomeratsverbot des Glass-Steagall-Acts aufgehoben. Der Drang des volkswirtschaftlich absolut wichtigen, aber hoch spekulativen Investmentbanking nach stabilen Cash Flows aus anderen

Konglomeratsgesellschaften, sein Engagement in der unverzichtbaren Infrastruktur des Finanzsystems und die daraus resultierende implizite Staatsgarantie, die unverkennbare unkritische Nähe vieler Akteure zu den staatlichen Strukturen, umgekehrt aber auch die zu beobachtende anbiederungsähnliche Attitüde von Amtsträgern gegenüber jenen, die „too big to (let) fail“ sind, weist auf ein Problem hin, das man wohl am besten mit „Selbstrechtfertigungskartell“ bezeichnen würde. Beide Seiten treffen sich nämlich in ähnlich gelagerten Anreizen: Die einen, weil sie verständlicherweise ihre lukrative Sinekure nicht preisgeben möchten, die andern, weil sie ihre teilweise obsolet gewordene Struktur verteidigen wollen.

Mit der Bankenkrise von 2007/2008 sind wir nahe an den Punkt gekommen, bei dem sich dieser gefährliche Umzug selber in den Abgrund stürzt. Wenn nach der Überwindung der akutesten Gefahr grundlegende strukturelle Bereinigungen einmal mehr ausbleiben, dann ist der nächste Unfall – in fünf, sieben oder zehn Jahren - vorprogrammiert. Das aktuelle Überleben genügt nicht; es wird Zeit, intensiv nachzudenken.

Vielleicht hilft ein anderes Phänomen, die Debatte zu erzwingen: Der Drang östlicher Staatsfonds, sich an westlichen Banken zu beteiligen, beziehungsweise die gegenwärtige Notwendigkeit, solche Mittel willkommen zu heissen. Es gibt nämlich bei solchen Engagements, denen sonst nichts entgegenzusetzen wäre, einen einzigen kritischen Bereich: den Griff nach den unerlässlichen, nur schwer ersetzbaren Infrastrukturen. Durch die namhafte Beteiligung von Staatsfonds an westlichen Banken steht teilweise die immens wertvolle Finanzinfrastruktur der westlichen Welt zur Disposition. Ungemütliche Gedanken plagen einen. Denn wenn es noch angehen mag, dass eine staatsnahe Camorra die neapolitanische Müll-Infrastruktur dirigiert, dann wird es einem definitiv weniger wohl, wenn Ausläufer von Regimes mit unbekannter, historisch noch nicht bewiesener Stabilität das Sagen über die Finanzinfrastruktur erlangen.

KH, 14.01.2008