

Stabilität! – Welche?

1. Der Ruf nach Systemumbau

Welche Gemeinsamkeit besteht zwischen dem sicheren Gang auf losem Geröll im Gebirge und Friedrich August von Hayek? Und was hat diese Gemeinsamkeit mit der gegenwärtigen Finanzkrise zu tun? Was könnte, ja müsste der Anleger aus den Erkenntnissen folgern? – Das wäre ungefähr das Programm für den vorliegenden Anlagekommentar. Was wie blosser Schlagwort, scheinbar ohne jeden Zusammenhang hingeworfen, oder wie eine krampfhaftige Suche nach geeigneten Metaphern aussieht, führt unseres Erachtens direkt in den Kern der Kreditmarktproblematik beziehungsweise rührt an der bisherigen Funktionsweise des Finanzsystems.

Doch schön der Reihe nach. Wir wollen uns zunächst um den Stand der Dinge kümmern, nämlich fragen, welchen Verlauf die Krise bis heute genommen hat, welcher Schaden entstanden ist, wer ihn zu tragen hat, welcher Gefährdungen wir noch harren, welche Langfristkonsequenzen zu erwarten sind. Am liebsten würden wir selbstverständlich Entwarnung geben. Die Frage ist nur, ob wir das anhand der zur Verfügung stehenden Daten schon tun dürfen, und darüber hinaus, was „Entwarnung“ überhaupt heissen könnte.

Sodann kommen wir nicht darum herum, ein weiteres Mal auf die Ursachen der Krise einzutreten. Bekanntlich wird bereits eifrigst nach Rezepten gesucht, wie man künftig Ähnliches verhindern könnte. Zumeist melden sich, wie wir meinen vorschnell, jene zu Wort, die auf die eine oder andere Weise ursächlich mit dem Entstehen der Krise verbunden waren. Sie sollten eigentlich besser demütig schweigen. Blosser Retouche an der bisherigen Architektur des Finanzsystems werden nämlich nicht genügen; die Evidenz, dass die meisten Konzepte in sehr grundlegender Weise versagt haben, ist allzu erdrückend. Wenn nicht wirklich verstanden wird, welche ökonomische Funktion das Kapital und dessen Allokation zugunsten der Gesamtwirtschaft aufweisen und was die einzelnen Funktionsträger zu leisten haben, dann kann auch nicht sinnvoll über einen Systemumbau gesprochen werden.

In diesem Zusammenhang werden die nun zur Diskussion stehenden Forderungen nach Verbesserungen im Risikomanagement der Banken, nach Verschärfung der Eigenmittelvorschriften, nach Beschränkung der Produktkomplexität, nach Auferlegung einer Transaktionssteuer für derivative Produkte und ähnliches mehr genauer angeschaut werden müssen. Es versteht sich von selbst, dass solche und ähnliche Vorschläge zur Neugestaltung des Finanzsystems von hoher Relevanz für den Anleger sind. Im einen Fall wären direkte Bewertungskorrekturen (etwa für Bankaktien) die Folge, in den anderen Fällen hätte die erhöhte Regulierungsdichte erschwerende Auswirkungen auf die Kapitalallokation, würde also die Effizienz des Systems senken beziehungsweise die Renditeaussichten schmälern.

Wenigstens in der Zielsetzung scheint man sich allerdings einig zu sein: dass man das Finanzsystem sicherer machen sollte. Indem man Übertreibungen, wie sie alle fünf bis zehn Jahre anscheinend fast zwangsläufig entstehen, künftig durch Frühwarnsysteme im Keim ersticken möchte. Oder indem man den wesentlichen Mitspielern mehr Mässigung auferlegt, sie besser kontrolliert und zu erhöhter Transparenz zwingt. Wir werden im folgenden nicht darum herumkommen, auch diese scheinbar unbestrittene Zielsetzung zu hinterfragen. Weshalb? Weil man das alles schon bisher gewollt hat. Erfolglos. Ob es sich vielleicht um eine unmögliche Zielsetzung handelt? Womit wir bei Hayek und dem Wandern wären. Doch mehr darüber später.

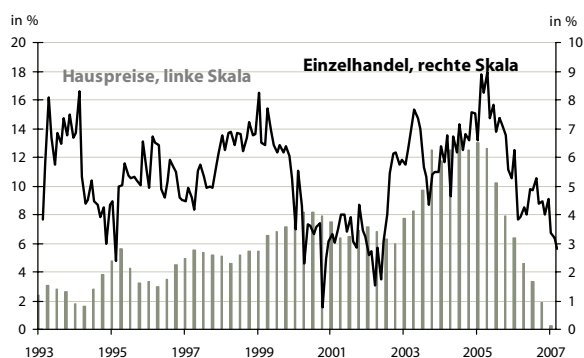
2. Das Ende absehbar?

Bei einer früheren Lagebeurteilung im vergangenen Spätherbst unterschieden wir drei mögliche Szenarien für den weiteren Verlauf der Kreditmarktkrise, nämlich

- a) den aktivistischen und zur Eindämmung der Krise weitgehend erfolgreichen Einsatz von geldpolitischen und fiskalischen Mitteln, namentlich in den USA, mit dem Effekt, dass die angeschlagenen Banken Zeit gewinnen, um Eigenmittel beschaffen und allmählich ihre Bilanzen in Ordnung bringen zu können,
- b) das Fehlschlagen solcher Versuche mit der Folge, dass die eine oder andere Grossbankensolvenz nicht zu verhindern ist,

c) das Überschätzen der ganzen Problematik, namentlich was deren Auswirkungen für die amerikanische oder die Weltwirtschaft betrifft, sowie die unterschätzten Möglichkeiten des Bankensystems, sich weitgehend aus eigener Kraft zu helfen. In den seither vergangenen fünf Monaten sind wir laufend zwischen dem ersten und dem zweiten Szenario hin- und hergeworfen worden. Szenario drei können wir hingegen definitiv streichen. Die Zahlen aus Amerika zeigen ein allzu deutliches, düsteres Bild; alles weist auf eine Kontraktion bzw. eine möglicherweise länger andauernde Rezession hin. Die folgende Grafik gibt das Stimmungsbild ziemlich umfassend wieder: Die Konsumtätigkeit und der Immobilienmarkt sind über die letzten Quartale in sich zusammengefallen. Entsprechend wird auch kaum mehr gebaut – die Baubewilligungen haben einen Tiefststand seit 1991 erreicht, und die Hauseigentümer bezahlen in immer höherer Zahl keine Hypothekarzinsen mehr. Die Zahlungsrückstände greifen nun leider auch im sogenannten „Prime“-Segment um sich. Die kürzlich gemeldeten Zahlen über einen erhöhten industriellen Ausstoss im ersten Quartal 2008 vermögen das Bild nur wenig und lediglich vorübergehend aufzuhellen, denn der damit verbundene erhöhte Lageraufbau wird sich in den folgenden Quartalen negativ auf das Wachstum auswirken. Wo es hapert, ja hapern muss, ist klar: bei der Konsumtätigkeit. Die Amerikaner müssen auf den ungewohnten Verhaltensmodus „Sparen“ umstellen.

Das sieht nach Rezession aus



Quelle: Bloomberg

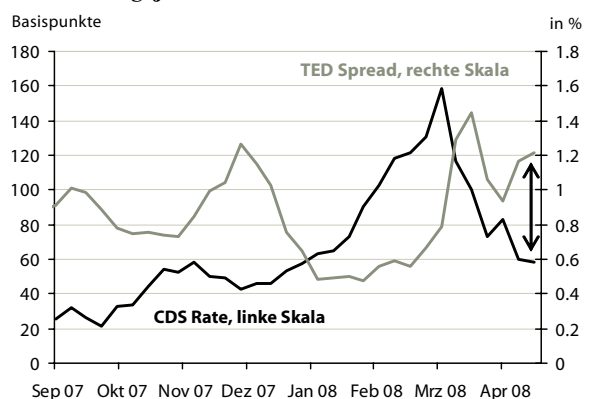
Bemerkung: jährliche Veränderungen der US-Hauspreise sowie des US-Einzelhandelsabsatzes

Während also Szenario drei hinfällig ist, müssen Szenario eins und zwei aufrechterhalten bleiben. Zwar sieht es momentan danach aus, als ob sich die ganze Angelegenheit etwas beruhigt hätte. So haben sich beispielsweise die Volatilitäten an den Aktienbörsen etwas zurückgebildet. Die Risikoprämien im eigentlichen Kreditgeschäft grosser Banken, gemessen an den sogenannten „Credit Default Swaps“ (CDS; gleichbedeutend mit einem securitisierten Abschieben von Delkredere

aus den Bilanzen an Dritte gegen Bezahlung einer Prämie) haben sich deutlich verringert. Auch die Industrieschuldner kommen mittlerweile wieder zu etwas moderateren Konditionen an Geld, wenngleich 7 Prozent über Libor (für einen Single B-Schuldner) natürlich immer noch viel bedeutet. Die Marktberuhigung trat ein, als die amerikanische Notenbank mit Hilfe der stabilen Bank JPMorganChase die schwer angeschlagene Investmentbank Bear Stearns rettete und Bereitschaft signalisierte, für absehbare Zeit auch „Sicherheiten“ minderer Qualität als Pfand für Liquiditätszuschüsse entgegenzunehmen.

Interessanterweise scheint die gewisse Entspannung jedoch das Vertrauen der Banken untereinander noch nicht verbessert zu haben. So verharret der sogenannte TED-Spread, das heisst die Differenz zwischen dem „risikolosen“ Satz für Schatzanleihen und dem Libor, also dem Ausleihungssatz zwischen den grossen Banken, auf unverändert hohem Niveau. Vermutlich muss man zusätzlich in Rechnung stellen, dass der Ausleihungssatz zwischen den Banken in Form des Libor ohnehin zu tief rapportiert wird. Die involvierten Banken möchten nämlich – wie dies kürzlich vom „Wall Street Journal“ moniert wurde – allesamt nicht zugeben, dass sie sich gegenseitig eigentlich noch höhere Ausleihungssätze applizieren, um das Gesicht nicht zu verlieren! So sehr man geneigt wäre, das sehr ungute Szenario 2 definitiv zu verabschieden, so unvorsichtig wäre dies. Denn wenn jene, die ihre eigenen Bilanzpositionen am besten kennen und auch am ehesten einschätzen können, wie die Situation bei den Kollegen aussehen mag (schliesslich hat man sich ja bis vor recht kurzer Zeit all die famosen Positionen noch gegenseitig angedient), einander in so hohem Masse misstrauen, dürfen wir als etwas weiter entfernt stehende Beobachter nicht einfach zum Normalbetrieb übergehen.

Entwarnung: ja oder nein?



Quelle: Bloomberg

Bemerkung: TED Spread: 3 M EUR-Libor - 3 M T-Bill

3. Das Problem ist nicht die Menge allein

Die Schätzungen, um welchen Schaden es bei der Kreditmarktkrise wirklich geht, liegen weit auseinander. Der Internationale Währungsfonds sprach kürzlich von 1000 Milliarden Dollar, die OECD relativierte und kommt mit ihrer Schätzung auf ungefähr die Hälfte. Man tut gut daran, Skepsis walten zu lassen. Denn erstens haben just die genannten Organisationen *vor* der Krise, das heisst, als es noch etwas genützt hätte, nicht mit entsprechenden Aggregierungen aufgewartet, zweitens erfolgen solche Berechnungen nicht ohne Eigeninteresse. Der IMF wittert die Möglichkeit, sich mittels der Krise als unentbehrliche Institution des Finanzsystems wieder ins Spiel zu bringen, die OECD möchte sich als verlängerter Arm von Finanz- und Wirtschaftsministern der Mitgliedsländer nicht die Steuereinnahmen generierende Weltkonjunktur vermessen lassen.

Letztlich ist die Gesamtsumme von Problempositionen auch gar nicht so entscheidend. Denn „Problem“ ist in hohem Masse dynamisch zu verstehen, erstens in zeitlicher Hinsicht – was heute Problem ist, kann morgen oder viel später auch wieder werthaltiger sein – und zweitens wegen der Abhängigkeit von anderen Faktoren wie zum Beispiel der Frage, wie schlimm die Rezession in den USA wirklich sein wird. Wichtiger ist vielmehr, in welcher Konzentration die möglichen oder tatsächlichen Problempositionen auftreten und welche unmittelbaren Gefährdungen eine solche Konzentration auszulösen imstande ist. Im Klartext: Wir sprechen von Bankbilanzen und, nachgelagert, ähnlichen Strukturen im Hedge Fund und Private Equity-Bereich. Nicht die Masse als solche ist gefährlich, sondern deren Kombination mit einem hohen Verschuldungsgrad.

So weist die Grossbank UBS, um ein in verschiedener Hinsicht naheliegendes Beispiel zu wählen, nominell betrachtet, das heisst gemessen an den nicht um irgendwelche Risikofaktoren bereinigten Bilanzpositionen, einen Verschuldungsgrad von etwa 50 auf. Den Aktiven von fast 2300 Milliarden Schweizerfranken stehen Eigenmittel in der Höhe von 42.5 Milliarden oder 1.9 Prozent gegenüber (Stand Ende 2007). Das ist wenig, beziehungsweise: Der Leverage ist enorm hoch. Nun konnte man bis vor kurzer Zeit argumentieren, eine nominelle Betrachtung von Bankbilanzen sei unsinnig. Denn Aktiven, die mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit nicht nur werthaltig bleiben, weil sie von höchster Bonität sind, sondern darüber hinaus auch jederzeit handelbar sind, da diese Bonität im Markt stets Anerkennung findet, dürften nicht gleich betrachtet werden wie Aktiven von fraglicher Qualität. Deshalb, so die Argumentation, dränge sich eine Abstu-

fung der erforderlichen Eigenmittel nach Art und Wesen der Aktiven auf. Die ständige Verfügbarkeit über Aktiven und Passiven am Markt erlaube es jederzeit, auf Bewertungsverschiebungen zu reagieren, so dass die Eigenmittel eigentlich aller Voraussicht nach gar nie angetastet werden müssten.

Die Kreditmarktkrise der letzten Monate hat dieser einseitig risikoorientierten Sicht auf Bankbilanzen und mithin dem Prinzip von Fair Value ein vorläufiges und schmerzhaftes Ende bereitet. Als absolut sicher gewählte Finanzvehikel erlebten sozusagen über Nacht eine (tiefere) Neubewertung, und ihre Handelbarkeit verschwand innert kürzester Frist. Die betroffenen Banken waren plötzlich in ihren riesigen Bilanzpositionen gefangen. Rekapitalisierungen mit zum Teil markanten Veränderungen in der Eigentümerschaft waren die Folge. Noch ist angesichts der sich ankündigenden Rezession in den USA nicht absehbar, inwieweit weitere tektonische Verschiebungen, beispielsweise im „Prime“-Bereich des Hypothekengeschäfts, zusätzliche Aktiven von Banken in Mitleidenschaft ziehen und weitere Abschreibungen bzw. Kapitalerhöhungen notwendig machen.

Bis auf weiteres interessieren also die nominellen Posten, zumal die der risikoorientierten Sicht zugrundeliegenden Ratings ohnehin nur beschränkt brauchbar sind: Während die bewährten Unternehmensbeurteilungen weitgehend unbestritten blieben, hat sich tiefe Skepsis gegenüber Ratings für Finanzvehikel breitgemacht. Die nominelle Sicht ist ernüchternd: Bei einer 50-fach gehebelten Bilanz braucht es unter besonderen Bedingungen an den Finanzmärkten nur ganz geringe Wertveränderungen zwischen Aktiven und Passiven, und schon geht die Bombe hoch. Solche „besonderen Bedingungen“ erweisen sich als weit weniger unwahrscheinlich, als man anhand der statistischen Normalverteilung annehmen könnte. Der Mathematiker Benoit Mandelbrot hatte längst und eindringlich darauf hingewiesen (Fraktale und Finanzen; Märkte zwischen Risiko, Rendite und Ruin, München 2005); seine Ermahnungen blieben ungehört.

Entwarnung von der Kreditmarktkrise ist erst dann berechtigt, wenn nicht nur die Kapitalerhöhungen der betroffenen Banken als Sofortmassnahme (im Sinne eines Schnellverbandes) erfolgreich durchgezogen worden sind, sondern wenn man sieht, dass die immens aufgeblähten Bilanzen tatsächlich verkürzt werden und der Verschuldungsgrad dabei ebenfalls deutlich reduziert wird. Nominell. Und das nicht nur bei einigen wenigen Banken, sondern im Sinne einer generellen Bereinigung querbeet im Finanzsystem. Die seit einigen Monaten deutlich erhöhten

Finanzierungskosten werden gewiss das Ihre zu dieser Bereinigung beitragen. Denn es ist ein schlechtes Geschäft, auf der rechten Seite der Bilanz mehr bezahlen zu müssen, um damit unsichere oder unattraktive Positionen auf der Aktivseite zu bewirtschaften.

4. Ursachenforschung

Wenngleich Szenario 2, im schamlosen Finanzfachjargon „Black Swan“ oder „Harmagedon“ genannt, zwar unwahrscheinlicher geworden, aber dennoch für die kommenden Monate noch nicht auszuschliessen ist, müssen wir uns der direkten und indirekten Schäden bewusst sein, welche die Krise hinterlassen wird. Zu den direkten Schäden gehören die Verwässerungseffekte, denen die Aktionäre von Banken ausgesetzt sind und vermutlich im einen oder andern Fall noch sein werden. Bei der UBS geht es um rund 40 Prozent, falls man bei den Kapitalerhöhungen nicht mitzieht. Die Aktionäre von Bear Stearns gingen praktisch leer aus. An die Stelle der früheren Eigentümer treten neue, zum Teil gewichtige Grossaktionäre, aus anderen Kulturkreisen, mit vorläufig noch unbekanntem Kalkül. Direkten Schaden haben selbstverständlich auch die betroffenen Unternehmungen als solche genommen, zunächst rein betriebswirtschaftlich gesehen, darüber hinaus aber auch im immateriellen Bereich ihrer Reputation und Marke.

Die indirekten Schäden sind vermutlich noch gravierender. Zum einen kann man sich kaum vorstellen, dass sich ohne den immens übertriebenen Geldfluss in Richtung fragwürdiger amerikanischer Immobilieninvestments eine veritable Rezession angekündigt hätte. Das ist ein hoher, ein zu hoher Preis für ein Problem, das rein endogener Natur ist, das heisst vom Finanzsystem selber induziert und aufgebaut wurde. Es kann doch nicht sein, dass ausgerechnet jene Funktionsträger im Wirtschaftsgefüge, welche für die effiziente Allokation der notwendigen Mittel, des Kapitals eben, verantwortlich sind, in beinahe regelmässigen, viel zu kurzen Zeitabständen eine ernstliche Gefährdung des ganzen Systems verursacht! So war der Kapitalismus wirklich nicht gemeint.

In der Konsequenz ergeben sich daraus zwei noch schlimmere Auswirkungen, nämlich einerseits die schon angetönte Erhöhung der Regulierungsdichte, andererseits eine aus den geldpolitisch keineswegs neutralen und somit auch keineswegs unschuldigen Rettungsaktionen der Notenbanken resultierende weitere Aufblähung der Geldmenge, bereits deutlich sichtbar am Wertverlust des Dollars und an den drastisch gestiegenen Preisen für Erdöl und andere Rohstoffe. An allen Ecken und Enden kündigt sich Inflation an. Ein über die

letzten 20 Jahre nicht mehr bekanntes Phänomen, mit dem nur noch die wenigsten umgehen können, das als Geissel der älteren Generation aber noch im Nacken sitzt. Mittel- und langfristig kann bezüglich der Kreditmarktkrise also keinesfalls von „Entwarnung“ die Rede sein; wir werden noch lange an deren Folgen zu leiden haben.

Gründe genug, nicht einfach zur Tagesordnung überzugehen und nun einen Schicksalsschlag nach dem andern hinzunehmen. Unseres Erachtens sind die Ursachen der Kreditmarktkrise weitgehend klar, und deshalb wäre es auch nicht so schwierig, über Alternativen zum bisherigen System nachzudenken. Angelpunkt war der Verschuldungsgrad, den das Finanzsystem aufbauen konnte, und *der Verschuldungsgrad im Finanzsystem war, ist und bleibt eine Frage des Preises für Geld.* Punktum.

Wer sind denn die Hauptverantwortlichen gewesen? Die kleinen Mitspieler im Finanzsystem, deren Kapazitäten sowohl finanziell wie physisch bald einmal erschöpft gewesen wären? Mitnichten. Vielmehr die ganz Grossen, die über sehr lange Zeit Geld praktisch zum Nulltarif und ohne physische Limitierung aufnehmen konnten. Oder staatsnahe Institute wie die deutsche IKB, von denen man um die direkte oder indirekte Staatsgarantie wusste. Eigenmittelvorschriften wurden, solange und weil das Geschäft gut lief, aufgeweicht oder umgangen, indem man Bilanzteile in „Vehikel“ auslagerte. Das Risikomanagement wurde auf den – relativ uninteressanten – Fall der Gauss'schen Normalverteilung beschränkt, Datenreihen so gewählt, dass sie gegenüber Aufsichtsbehörden zum unheiligen Zweck der Geschäftsausweitung zurechtgebogen werden konnten. Die eigene Unternehmensstruktur wurde so verändert, dass sämtliche Teile dem Ziel, zu möglichst tiefen Preisen eine möglichst hohe Lagerhaltung in der Bilanz herbeizuführen, dienen konnten.

In früheren Kommentaren haben wir bereits eindringlich auf die verheerende Rolle der impliziten Staatsgarantie hingewiesen, derer sich vorab sehr grosse Institute seit spätestens 1998 (Asienkrise, LTCM) erfreuen. Die Krise von 2007/2008 ist eine direkte Folge der Instrumentalisierung dieser Staatsgarantie, woraus sich eine unglückselige Verkettung von unlimitiert produzierenden Investmentbanken mit unlimitiertem Drang nach noch mehr Kommissionseinnahmen (und Boni) und quasi unlimitiert aufnahmefähigen, unlimitiert risikofähigen Bankenkonglomeraten ergab.

Warum aber ausgerechnet amerikanische Hypotheken? Der Grund liegt wohl in der in diesem Segment und in dieser Weltgegend am weitesten fortgeschrittenen Securitisation beziehungsweise in der (nachträglich gesehen) trügerischen

Gewissheit, dass man sich in einem unlimitiert liquiden Markt bewegt. Was als Diversifikationsstrategie für eine einzelne Bank (vielleicht) noch Sinn gemacht hätte, erwies sich im Kollektiv als desaströs. Eine Spekulation, wenn sie kollektiv begangen wird, hebt das statistische Gesetz der grossen Zahl aus; die darauf beruhenden Risikomasse werden tautologisch sinnentleert. Die halbe Bankenwelt setzte letztlich also darauf, dass mit weiterhin steigenden Immobilienpreisen zu rechnen sei. Andere Faktoren wie die Fähigkeit, Zinsen zu zahlen oder gar Amortisationen zu leisten, blieben unberücksichtigt. Möglich war dies alles, weil, wie gesagt, zur Refinanzierung der spekulativen Tätigkeit quasi unbeschränkt Geld zu extrem günstigen Konditionen zur Verfügung stand. Wer auf dieses Gratisgeschäft verzichtet hätte, wäre als weltfremd und geschäftsuntüchtig taxiert worden.

Das Hinterherlaufen, die Anhäufung von vermeintlich risikoarmen oder gar risikolosen Geschäften, der kollektiv begangene Carry-Trade, ist als ein den Finanzmärkten zwingend innewohnendes Phänomen vom Stanford-Ökonomen Mordecai Kurz hinreichend beschrieben worden (Endogenous Economic Fluctuations: Studies in the Theory of Rational Beliefs, Stanford 1997). Vereinfacht ausgedrückt: Solange viele an eine bestimmte Marschrichtung glauben, ist es rational, dasselbe zu glauben, weil man damit Geld machen kann. Das Ende jedes Carry-Trades ist jedoch ein kleinerer oder grösserer Kollaps, und er produziert das, was man sinnvollerweise als „Risiko“ bezeichnen sollte: den bezüglich seines zeitlichen Eintreffens durch nichts und niemanden vorhersehbaren, unausweichlichen Verlust. Ihn wird es immer wieder geben – die Frage ist lediglich, wie hoch er sein soll oder darf. Im vorliegenden Fall war er eindeutig zu hoch.

5. Geldpolitisches oder strukturelles Problem?

Im Bestreben, die Schuld am kollektiv begangenen Irrlauf im nachhinein doch noch irgendwie zu personifizieren, wurde in den letzten Wochen immer mehr der frühere Chef der amerikanischen Notenbank, Alan Greenspan, ins Visier genommen. Seine Tiefzinspolitik nach 2001 sei die wahre Ursache der Liquiditätsschwemme und mithin der hemmungslosen Bilanzaufblähungen bei den grossen Banken gewesen. Diese Sicht der Dinge greift unseres Erachtens zu kurz und erscheint von ihrer Begründung her nicht hinreichend.

Gewiss, unter Alan Greenspan wurden in schwierigen Zeiten, das heisst 1998 und 2001, die Dollarzinsen teilweise dramatisch gesenkt. Man kann aber nicht behaupten, dass diese Geldpolitik nicht im Einklang mit der konjunkturellen Entwicklung gestanden wäre oder dass sie als solche inflationä-

rer Natur gewesen sei. Vielmehr muss attestiert werden, dass seit Ende 2002 ein quasi ideales makroökonomisches Klima herrschte, das ein weltweit breitabgestütztes Wachstum zulies. Nach dem Kollabieren der ersten Internetbegeisterung und nach dem Schock der Terroranschläge war das keineswegs selbstverständlich. Die Zeit seit 2002 konnte von den meisten Unternehmungen, von der Finanzbranche einmal abgesehen, dazu genutzt werden, um die Bilanzen in Ordnung zu bringen und die Finanzierung auf Eventualitäten vorzubereiten – nicht auszumalen, wenn sich zum heutigen Zeitpunkt der Unternehmenssektor nicht so gesund präsentieren würde!

Allenfalls liesse sich argumentieren, dass Greenspan einfach Glück hatte, und zwar insofern, als seine grosszügige Geldpolitik schlicht in eine Zeit fiel, die inflationären Kräften kaum eine Chance liess. Dies deshalb, weil enorme Produktivitätssteigerungen zu einer Art weltweitem „Output Gap“ geführt hatten, zu einer Kapazitätsausweitung in fast allen Teilen der Wirtschaft, was selbstverständlich eher deflationäre Wirkung hat. Glück oder Können – uns kann das eigentlich egal sein; in unserem Zusammenhang ist lediglich wichtig, dass die tiefen Greenspan-Zinsen keine geldpolitische Aberration darstellten und sich somit in dieser geldpolitischen Hinsicht auch keine Schuldfrage stellt, so gern das einige der gestrauchelten Bankenchefs nun auch haben würden.

Tiefe Zinsen als Folge übertrieben akkomodativer Geldpolitik erklären das „easy money“ für den Finanzsektor nicht wirklich. Das Bankensystem finanziert sich normalerweise ja nicht hauptsächlich (und ohnehin hinterlagenpflichtig) über die Notenbanken, sondern über das Publikum, das heisst über die Kapitalmärkte. Entscheidend sind deshalb nicht nur die (ganz kurzfristigen) Notenbanksätze, sondern vielmehr das, was am Markt über alle Laufzeiten hinweg zur Bankenfinanzierung verlangt wird. Je nach Qualität des Schuldners müsste der Preis verschieden ausfallen, es müsste eine sichtbare und wirksame Risikoprämie verlangt werden. Weiter oben haben wir dargelegt, weshalb dies immer weniger der Fall war: Im Finanzsystem, und da muss man nebst ganz vielen anderen Alan Greenspan nun als Mitverantwortlichen auch einschliessen, wird eine „Zero-Accident“-Strategie verfolgt, und das Bekenntnis zu dieser Null-Unfall-Politik wurde dermassen oft unter Tatbeweis gestellt, dass daraus die enorm tiefen, ja beinahe inexistenten Risikoprämien resultierten.

Die Kausalität entspricht mit anderen Worten einem Teufelskreis: Man wollte quasi um jeden Preis Unfälle im Finanzsystem vermeiden, und

weil man das während langer Zeit mit grossem Erfolg tun konnte, führte das zu einer Preissituation für Banken, die es erst recht ermöglichte, unfallträchtige Positionen aufzubauen. Die „Zero-Accident“-Strategie läuft in ihrer faktischen Wirkung auf eine enorme Umverteilung zugunsten des Bankensystems hinaus: Je grösser (und somit unentbehrlicher) der Systemteilnehmer, desto mehr profitiert er davon. Darin liegen die vielgepriesenen Skaleneffekte und Synergien von Grossbankenkonglomeraten. „Zero Accident“ ist gleichbedeutend mit „Zero Cost“ für Geld; Kostenträger ist, da es ja keinen „Free Lunch“ geben kann, die Allgemeinheit. Die Kosten fallen sowohl direkt an wie im Fall der Übernahme von Northern Rock, IKB und Bear Stearns, oder aber und schlimmer noch in indirekter Form durch die übermässig auftretenden und letztlich überflüssigen Finanzkrisen, tiefe oder gar negative Realzinsen für die Sparer und möglicherweise Inflation oder gar Stagflation. Mit anderen Worten handelt es sich bei der verzerrenden Struktur des Finanzsystems um ein klassisches Problem, wie es die Politökonomie umschreibt: Ein spezifischer Sektor verschafft sich mittels asymmetrischen Anreizstrukturen einseitig Vorteile zulasten einer grossen Allgemeinheit – eine der extremsten Subventionierungen überhaupt, die es unter anderem den grossen Banken erlauben, ein viel grösseres Rad zu drehen, als dies der Fall wäre, wenn der richtige Preis für die eingegangenen Risiken bezahlt werden müsste.

„Zero Accident“: (möglicherweise) gut gemeint, aber fatal in den Auswirkungen. Wie gesagt, ein Teufelskreis. Dass er sich in Zeiten geldpolitisch induziert tiefer Zinsen schlimmer auswirkt, als er es sonst tun würde, ist kein Argument dafür, den Systemfehler in der Geldpolitik zu suchen. An der Strukturdiskussion führt kein Weg vorbei. Mit der unentgeltlichen impliziten Staatsgarantie, die dem Finanzsystem zur Verfügung gestellt wird, lassen sich unschwer die meisten verzerrenden Effekte wie überrissene Boni und Managerlöhne, unverhältnismässig grosszügige Bürogebäude und dergleichen mehr erklären. Im Rest der Wirtschaft, das heisst ausserhalb des Finanzsystems, gibt es sie kaum. Die Differenz zwischen Realwirtschaft und Finanzsystem ist deshalb nicht, wie vielfach behauptet, primär moralischer, sondern struktureller Natur.

6. Keine Alternative?

Nun hören wir selbstverständlich den Einwand, zur „Zero Accident“-Struktur im Finanzsystem gebe es gar keine Alternative. Denn das reibungslose Funktionieren des Systems sei viel zu wichtig, als dass man auch nur einen einzigen Gedanken in Richtung eines für Zwischen-, Zu- und Unfälle

offeneren Modells verlieren sollte. IKB, Northern Rock, Bear Stearns und zuvor LTCM, ja der ganze daraus resultierende „Moral Hazard“, seien der Preis, den es zu entrichten gelte, wenn man die ganze Weltwirtschaft unterbruchsfrei mit Kapital bedienen wolle. Was es brauche, seien lediglich die richtigen Regulierungen, um die negativen Nebenwirkungen im Zaum zu halten, und es sei zuzugeben, dass man angesichts der gehabten Krise diesbezüglich weiterdenken müsse. Aber am Grundsatz der Unfallvermeidung könne und dürfe nicht gerüttelt werden.

Diese Position ist in weiten Kreisen unbestritten. Aufsichtsbehörden, Finanzministerien, die Notenbanken vertreten diese Meinung, aber auch praktisch die ganze Bankenwelt denkt so. Ohne etwas Ungebührliches unterstellen zu wollen – aber man denkt primär natürlich einmal so, wie es den eigenen Vorteilen entspricht. Die Interessenlage scheint uns im vorliegenden Fall ziemlich gleichgerichtet zu sein. Behörden neigen nun einmal zu Strukturen, welche dem eigenen Apparat tendenziell mehr Bedeutung gewähren. Die „Zero-Accident“-Struktur kommt dieser Interessenlage sehr entgegen. Dass man sich bei den grossen Teilnehmern im Finanzsystem nicht so schnell von der Gratisgarantie trennen möchte, liegt auf der Hand. Es geht um sehr viel Geld und um sehr viel Macht. Das Finanzsystem, so wie es bis heute funktioniert, wird von einem zumindest impliziten Meinungskartell verwaltet. Dass Alternativen zu „Zero Accident“ nicht gefragt sind, liegt deshalb auf der Hand.

Es gibt sie allerdings, und es wäre zu wünschen, dass sie im Gefolge der Kreditmarktkrise nun wieder ernsthafter diskutiert würden. Nach unserem ersten Anlauf in diese Richtung vom Juli letzten Jahres (Anlagekommentar Nr. 250) wurden wir auf einen Aufsatz aufmerksam gemacht, der genau in diese Richtung zielt und bereits 2004 an einer Konferenz von Aufsichtsbehörden in Chicago vorgelegt worden war. Die Verfasserin, Eva Hüpkens, Leiterin Regulierung bei der Eidgenössischen Bankenkommision, setzte sich unter dem Titel „Protect functions, not institutions“ für eine auf die systemrelevanten Aufgaben beschränkte Schutzfunktion von Bankenaufsichtsbehörden ein (Financial Regulator, Vol. 9 Nr. 3). Das ist bemerkenswert.

Wer Institutionen – Bear Stearns etc. – notfalls dem Untergang preisgeben würde, geht implizit davon aus, dass es Unfälle geben darf. Unfälle in dem Sinne, dass am Ende auch Gläubiger zu Schaden kommen. Die *Gläubiger bestimmen*, und darin liegt der springende Punkt, aufgrund der Ausfallwahrscheinlichkeit den *Preis für Geld*. Ist die Ausfallwahrscheinlichkeit künstlich, das heisst infolge der impliziten Garantie, praktisch gleich

null, dann ist auch der Preis für Geld zu tief. Müssen die Gläubiger künftig immer damit rechnen, auch bei Finanzschuldnern Schaden erleiden zu können, müssten sie den Preis für Geld anheben. Und dieser höhere Preis, zu dem sich die Teilnehmer im Finanzsystem dann ihre Deals finanzieren müssten, würde künftig den Spielraum für Carry Trades, für komplexe Finanzinstrumente, für stark gehebelte Hedge Funds entscheidend verringern. Durch das Einschliessen der Möglichkeit kleiner Unfälle würde das Risiko von Super-GAUs, wie wir sie mit der Kreditmarktkrise erleben, deutlich verringert.

Stellt sich selbstverständlich die Frage, ob eine solche „funktionale“ Vorgehensweise überhaupt erfolgversprechend sein könnte. Schwer zu sagen. Denn die Abgrenzung zwischen „systemrelevant“ und „nicht schutzwürdig“ ist heikel und würde, wenn nicht zum vornherein klipp und klar kommunizierbar, dauernde Auseinandersetzungen zwischen den Banken und den Aufsichtsbehörden nach sich ziehen. Einfacher wäre es möglicherweise, zur etwas grobschlächtigeren Trennung zwischen Investmentbanking und der Tätigkeit von Geschäftsbanken zurückzukehren, wie es der 1999 abgeschaffte Glass Steagall Act in den USA vorgeschrieben hatte. Vielleicht müsste man, selbstverständlich lediglich für die systemrelevanten Teile des Bankings, sogar zu einem Konzept des „Narrow Banking“ (einer Vorschrift zur strikten Fristenkongruenz beider Bilanzseiten) zurückkehren, wie es Milton Friedman vor gut 50 Jahren vorgeschlagen hatte.

Man wird bezüglich alternativer struktureller Konzepte gewiss nicht gescheitern, wenn man die Diskussion darüber nicht führen will. Vorschnelle Reparaturvorschläge für das bestehende System sind Gift für eine solche Debatte. Unseres Erachtens ist es eigentlich unsinnig, mit dem „Zero Accident“-Ansatz überhaupt weiterzufahren. Denn es ist nicht einzusehen, weshalb es überall sonst in der Wirtschaft laufend Unfälle gibt, geben soll!, und weshalb sie ausgerechnet im Finanzsystem ausgeschlossen sein sollen.

7. Statische vs. dynamische Sichtweisen

Womit wir beim Kernpunkt der Diskussion über die Frage angelangt sind, was denn Stabilität ist beziehungsweise was sie als Zielsetzung überhaupt bedeuten könnte. Wenn wir die Unmenge an Literatur über dieses Thema einigermaßen richtig überblicken, so herrschen vielfach statische Konzepte vor. Das heisst, unter Stabilität wird häufig das Nichteintreten von Folgen durch externe und interne Schocks, ja konsequenterweise die Vermeidung solcher Schocks ganz allgemein, verstanden. Bezogen auf das Finanzsystem – eben – die Verhinderung von Bankeninsolven-

zen, bezogen auf die Wirtschaft die Vermeidung von Rezessionen. Im Auftrag der amerikanischen Notenbank ist eine solche konjunkturpolitische Zielsetzung sogar explizit vorgegeben.

Kann eine Notenbank, können Aufsichtsbehörden das überhaupt? Friedrich August von Hayek wurde nicht müde darauf hinzuweisen, dass das Erreichen einer derart absoluten Zielsetzung eine umfassende Kenntnis aller Gegebenheiten voraussetzen würde, dass eine solch umfassende Kenntnis aber selbst für die mächtigste Instanz unerreichbar sei. Wer, um ein paar Beispiele zu nennen, hätte vor knapp 20 Jahren die Relevanz des Internets und die damit verbundenen Produktivitätssteigerungen voraussagen können? Eine Behörde ganz sicher nicht. Wer hätte, wer hat vor drei, vier Jahren ein derartiges Hypothekarschlamassel prognostiziert? Wer kann heute mit genügender Gewissheit sagen, ob der Erdölpreis in den nächsten zwei Jahren eher bei 200 Dollar oder bei 20 Dollar per Barrel liegt? Aber wenn man das und vieles andere mehr nicht weiss, und darüber hinaus die Kenntnisse zur Steuerung der wesentlichen Systemparameter weitgehend fehlen, wie soll man dann für Stabilität im Sinne der absoluten Schockvermeidung sorgen können?

Vorzugeben, man könne etwas bewerkstelligen, was letztlich aber unmöglich zu erreichen ist, führt zu gefährlichen Verzerrungen, wie die „Zero-Accident“-Strategie im Finanzsystem aufgezeigt hat. Wir können uns des Eindrucks nicht erwehren, dass die gegenwärtig grassierende Gesundheitsbetriebe, wie sie namentlich die Bank of England betreibt, und die seit Aufbrechen der Kreditmarktkrise nun wirklich grosszügige Geldpolitik des Fed genau in diesem Kontext der unmöglich zu erreichenden absoluten Zielsetzung der Schockvermeidung liegen. Völlig zurecht bemerkte der „Economist“ vor ein paar Wochen, ohne Rezession seien die Amerikaner wohl nie vom Konsumieren zum Sparen zu bewegen. In unserer Logik gesprochen: Eine auf Rezessionsvermeidung ausgerichtete inflationäre Geldpolitik des Fed würde also darauf hinauslaufen, dass die Vermeidung des – insgesamt geringer zu veranschlagenden – Rezessionsunfalls den bei weitem grösseren Inflationsunfall nach sich ziehen wird.

Hayek unterschied zwischen der Verfolgung von abstrakten Regeln – im Fall einer Notenbank etwa denjenigen zur Erhaltung des Geldwertes – und dem auf einen spezifischen Zweck ausgerichteten Eingriff. „Nomos“ versus „Thesis“. Die abstrakte Regel benötigt keine umfassende und die ganze Komplexität verstehende Vorkenntnis, führt aber auch nicht zu konkret vorhersehbaren Resultaten. Unfälle, Rezessionen können passieren. Aber weil sich niemand darauf verlassen wird, dass sie nicht passieren können, werden sie

vergleichsweise glimpflicher ablaufen als im Falle einer illusionären Garantie für „Zero Accidents“. Nicht nur das Fed, nicht nur das Finanzsystem, in der westlichen Welt ganz generell beginnt das Übermass an illusionären Garantien negative Auswirkungen zu zeitigen. Es gibt zu viele Instanzen, die, anstatt abstrakten Regeln zu folgen, von einer konkreten Massnahme in die andere stolpern und bald nur noch negative Nebenwirkungen produzieren. Die „Anmassung“ (Hayek) illusionärer Garantien übersteigt am Ende jegliche finanzielle Leistungsfähigkeit. Das Finanzsystem kam nun an diese Grenze; die nicht mehr finanzierbaren Strukturen des Wohlfahrtsstaates, ausgedacht, damit keine sozialen Unfälle entstehen können, stehen aber gewiss an noch prominenterer erster Stelle.

Wir vermuten, dass wir insofern an einem Wendepunkt stehen, als wir beobachten müssen, wie der westlichen Welt nun die Felle davonschwimmen. Unsere stolzen Grossbanken müssen sich aus Asien und Arabien rekaptalisieren lassen, ein wesentlicher Teil unserer industriellen Produktion ist eh schon weg, was dem Westen vorderhand noch zu verbleiben scheint, sind die Markennamen von Produkten, die allerdings längst irgendwo auf der Welt hergestellt werden. An die Stelle der auf absolute Schmerzvermeidung und statische Sicherheit ausgerichteten westlichen Systeme treten nach und nach Menschen und Denkweisen mit wesentlich dynamischerer Sichtweise.

8. Aktien: risikoreich, dynamisch und – sicher!

Wie kommt es, dass im Zuge einer der gefährlichsten Krisen des Finanzsystems überhaupt und im Hinblick auf die sich abzeichnende, sehr unwillkommene Wirtschaftsabschwächung in den USA die Aktienmärkte insgesamt relativ moderat reagieren – einmal abgesehen von den unmittelbar betroffenen Bank- und Versicherungsaktien? Seit Juli 2007 hat der Schweizer Marktindex SMI ganze 11 Prozent, seit anfangs 2008 knappe 7½ Prozent eingebüsst. In Amerika stehen wir seit Mitte 2007 bei minus 1½, seit anfangs Jahr bei minus 3½ Prozent (in US Dollar gerechnet). Sind die Märkte, was die Einschätzung der Krise betrifft, einfach optimistischer als die Cassandra aus St. Gallen, oder sind möglicherweise andere Kräfte am Werk?

Wir vermuten, dass das Zweite zutrifft. Es hat sich in den letzten Monaten nämlich gezeigt, dass das Parkieren von Geld bei Banken oder im Fi-

nanzsystem ganz generell eine gefährliche Angelegenheit werden könnte. Szenario 2, die „Black Swan“ genannte Möglichkeit, dass es zu einer Situation kommen könnte, in der es nicht mehr „too big to fail“, sondern „too big to rescue“ heissen könnte, in der also grosse Finanzdienstleister in ernsthafte Zahlungsschwierigkeiten geraten würden, war (und ist bis zu einem gewissen Grad immer noch) real. Wahrscheinlicher als unwahrscheinlich und brandgefährlich. Was aber wäre die richtige „Währung“ in einer solchen Situation?

Es ist völlig logisch, dass die Anleger den Anteil an einem soliden Sachwert als durchaus sinnvolles Instrument zur Bewältigung der Krise ins Kalkül miteinbezogen haben. Die Unternehmungen ausserhalb der Finanzbranche sind, wie bereits angetönt, insgesamt sehr robust finanziert, das heisst gering verschuldet, weisen gesunde Ertragszahlen aus und sind vergleichsweise tief bewertet. Die Unternehmungen werden, jede einzelne für sich, von Leuten geführt, die mit all ihrer Intelligenz und Schaffenskraft das Beste für den Betrieb und für sich erzielen wollen.

Aktien sind mit anderen Worten die dynamische Alternative zu den auf der Illusion einer statisch ausgerichteten Unfallfreiheit basierenden Anlagen im Finanzsystem und zu den dieses Konzept der illusionären Unfallfreiheit verkörpernden Währungen, allen voran dem US-Dollar. Bei Aktien weiss man, dass sie risikobehaftet sind, bei Bankkonten meinte man, sie seien es nicht. Zudem bieten Aktien auch einen gewissen Schutz vor Inflation, was längerfristig gewiss von Bedeutung sein wird. Das sind die Unterschiede.

Was aber hat das alles mit dem sicheren Gang auf Geröllhalden zu tun? Wer sich je auf eine der unzähligen Geröllhalden in den Schweizer Bergen verirrt hat, der weiss, dass Stillstehen gefährlicher ist als der Versuch, dem Abbröckeln des Berges durch rascheren Schritt zuvorzukommen. Die Wirtschaft ist bedeutend stärker in Bewegung als alle Gebirgsmassen zusammen. Wer auf statische Konzepte setzt, liegt falsch. Deshalb bleiben wir bei unserer Vorliebe für Aktien. Sie werden überleben.