

## Ein Jahr Kreditmarktkrise – wo stehen wir?

### 1. Weshalb es Eigenmittel braucht

In jener Zeit, da die Eidgenossenschaft noch wohligh eingebettet war in das bipolare Spannungsverhältnis des Kalten Krieges, ermahnte die schweizerische Regierung ihre Mitbürger regelmässig und eindringlich, einen Notvorrat an Lebensmitteln anzulegen. „Kluger Rat – Notvorrat!“ hiess der Slogan. Zweierlei frappt aus geschichtlicher Distanz: Erstens, dass man so einprägsam texten konnte, damals, als es die Unzahl von Kommunikationsbeauftragten in der Verwaltung und die vielen nachgeschalteten, im Solde des Staates stehenden PR-Agenturen noch nicht gab. Zweitens und wichtiger aber: Mit welcher unverblümter Ehrlichkeit die Landesregierung von damals zu möglichen Unzulänglichkeiten der staatlichen Vorsorge stand. Denn wer einen Notvorrat auf privater Ebene propagiert, gibt auch zu, dass die öffentliche Versorgung in Engpässe geraten, ja zusammenbrechen könnte.

Tempi passati. Heute wird auch dann noch „Normalität“ deklariert, wenn Krisen längstens sichtbar, alle denkbaren Verankerungen gelöst sind, das Schiff am Schlingern ist und niemand mehr weiss, was oben oder unten ist. In der heutigen Denkweise des euphemistischen Machbarkeitswahns darf es die Krise als solche eigentlich gar nicht geben, und wenn sie dennoch eintritt, dann muss sie „völlig unvorhersehbar“ gewesen sein, und selbstverständlich darf zu keinem Zeitpunkt der Eindruck entstehen, sie könnte gar aus dem Ruder laufen, in einen Zustand der Nichtbeherrschbarkeit ableiten. Die Eigenpropagandamentalität von heute verbietet eine Sichtweise, dass Krisen in der Natur der Sache liegen; „zero accident“ ist nicht nur die verquere Vision unseres Verkehrsministers für den Strassenverkehr, sondern die allgemeine Erwartungshaltung gegenüber der Leistungsfähigkeit der öffentlichen Institutionen und ihrer Exponenten überhaupt.

Die Realität ist natürlich eine völlig andere. Wohin der Blick auch schweift – nebst vielem Anderem, auch durchaus Erfreulichem – sind im

wesentlichen Krisenherde, Eruptionen, eiternde Geschwüre, nichtweggeräumte Trümmer zu sehen. Es kann keine Rede davon sein, dass irgendjemand oder irgendeine Institution etwas „im Griff hat“. Die meisten Zustände sind fragil, das Eis ist enorm brüchig, die Leistungsfähigkeit von Systemen und jenen, die diese anwenden sollen, begrenzt. Die Welt ist komplex, unser Wissen dagegen höchst bruchstückhaft. Technokratisch erzeugte Beherrschbarkeit ist eine mit Blick auf die Realität lächerliche Vorstellung.

Das gilt auch und insbesondere fürs Finanzsystem. Nur ganz wenige sahen die tiefe Krise, mit welcher sich Banken und Finanzmärkte seit einem guten Jahr herumquälen, vorher. Ja, schlimmer noch, die grosse Allgemeinheit begann, die Unfallfreiheit während der letzten fünf Jahre als Normalzustand zu erachten. In einem gedanklichen System, das keine Unfälle im Sinne tiefer Krisen einschliesse, wäre die Existenz von „Notvorräten“, das heisst von residual vorhandener Zehrung, selbstverständlich nicht notwendig. Die zum Teil drastische Verringerung der Eigenmittelquote grosser Banken im Vorfeld zur Kreditmarktkrise war mit Sicherheit Ausfluss einer solchen irrigen Vorstellung von „Normalität“. Warnungen, die als selbstverständlich angesehenen Verhältnisse liessen sich nicht ad infinitum extrapolieren, wurden in den Wind geschlagen.

Genau darum geht es, wenn nun, im Verlaufe der realexistierenden Krise, über die Notwendigkeit von genügend Eigenmitteln bei Banken debattiert wird. Die – nicht nur idealistische, sondern durchaus auch von Eigennutz getragene – Vorstellung der völligen Beherrschbarkeit des Finanzsystems steht einer realistischeren Einschätzung gegenüber, dass die Systemteilnehmer nicht erwarten können und dürfen, alles werde zu jedem Zeitpunkt (von wem denn eigentlich?) „im Griff“ sein, und dass es folglich richtig sei, auf Ebene der individuellen Systemteilnehmer über genügend Eigenmittel zu verfügen. Wie immer dann die gewiss diskutablen regulatorischen Details ausformuliert werden – wer sich im Grundsatz gegen genügend „Notvorrat“ stemmt, steht mentalitätsmässig auf derselben Ebene mit all denjenigen, die von den hoffungslos überforderten öffentlichen Institutionen Vorsorge für alles und jedes, selbst für pri-

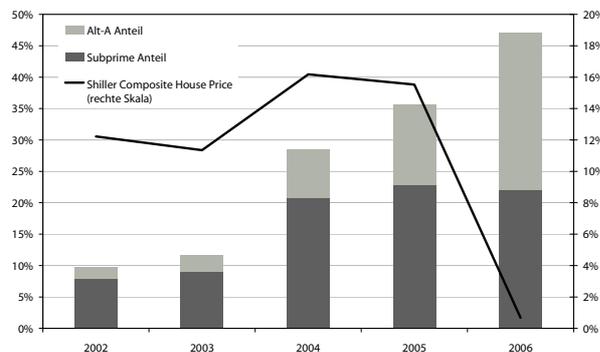
vateste Belange erwarten. Dies alles entspricht der typischen Denkweise der Achtundsechziger, jener Generation, die die Autorität der Väter durch die Erwartung an eine grenzenlose Leistungsfähigkeit der Öffentlichkeit ersetzte. Erstaunlich ist lediglich, dass diese Denkweise vor Führungsetagen kapitalistischer Unternehmungen nicht haltmacht.

Der vorliegende Kommentar geht nach einer Beurteilung der aktuellen Lage auf die angesprochene Problematik von Liquiditätsschocks sowie auf die Frage ein, welches Mass an Eigenmitteln für den Bankensektor gefordert werden müsste.

## 2. Schlimmer und länger als gedacht

Auch wenn wir im Kommentar kontinuierlich und auch mit genügender Insistenz auf die Gefährlichkeit der sich zusammenbrauenden Unwetterfront hingewiesen hatten und wir seither eher dem Lager der Pessimisten beziehungsweise Realisten zuzurechnen sind, gibt es viele Elemente der Krise, die wir uns so übel und so hartnäckig andauernd nicht vorgestellt hätten. Um es vorwegzunehmen: Das Hauptproblem der Kreditmarktkrise besteht darin, dass nach wie vor ein Ende überhaupt nicht absehbar ist. Der Grund für diese hoffnungslos stimmende Persistenz liegt darin, dass kein Verfahren sichtbar ist, wie die angehäuften Probleme dauerhaft entsorgt werden könnten.

### Fehlallokation trotz Warnzeichen



Bemerkung: 100 % (linke Skala) = gesamter US-Hypothekarmarkt, d.h. inkl. Prime-Segment

Quelle: Bloomberg, IMF; eigene Darstellung

Doch lassen wir, schön der Reihe nach, erst einmal den Krisenverlauf nochmals Revue passieren. Der Ursprung des Übels lag gewiss in einer Fehlallokation immenser finanzieller Mittel zwischen den Jahren 2002 bis 2007 in Richtung qualitativ immer fragwürdiger werdender amerikanischer Schuldner. Die obige Grafik zeigt die Problematik der Entwicklung deutlich auf: Erstens den Trendbruch im Mix von höherwertigen und minderwertigen amerikanischen Hypotheken. Ab 2003 stieg die Mittelvergabe an sogenannte Subprime- und

Alternative-A-Schuldner deutlich an, und sie erhöhte sich, zweitens, auch dann noch, als die Beschleunigung des Preisanstiegs am Immobilienmarkt den Höchstpunkt (2005) bereits überschritten hatte. Geld floss in Richtung eines sich verschlechternden Substrats.

In der Zwischenzeit wurden bekanntlich viele Schätzungen vorgenommen, wie hoch der Schaden ungefähr zu beziffern wäre. Das Resultat der Bemühungen ist ernüchternd; die Schätzungen liegen weit auseinander. Verharmlosten anfänglich offizielle Stellen wie das Fed und das US Treasury die Angelegenheit als eine kleine Episode im Umfang von etwa 50 Milliarden Dollar, kamen nach nicht mehr zu leugnendem Ausbruch die Euphemisten, darunter selbstverständlich in erster Linie die betroffenen Gläubigerbanken sowie die zwangsoptimistische OECD, zunächst auf „wenige“ hundert Milliarden, der Internationale Währungsfonds dann auf rund 1'000 Milliarden. Ernstzunehmende Vertreter der Wissenschaft wie die Ökonomen Shiller und Roubini bewegen sich heute im Bereich von 2'000 Milliarden. Die Problematik der Schätzungen liegt zunächst einmal in der Frage, was „Schaden“ überhaupt bedeutet: die – vielleicht nur temporäre – Differenz zwischen dem damaligen Belehnungswert von Immobilien und deren heutigem Marktwert, oder aber den Betrag, der voraussichtlich unwiederbringlich verloren ist und der deshalb definitiv abzuschreiben ist? Aufgrund des Umstands, dass sich bis anhin noch kaum eine nennenswerte Nachfrage für den Aufkauf notleidender Kredite gebildet hat, müssen wir annehmen, dass die Beurteilung zum heutigen Zeitpunkt eher in Richtung „unwiederbringlich“ beziehungsweise „verkonsumiert, verpufft oder verbrannt“ gehen muss.

Unsere – ebenfalls hohe – Schätzung (1'000 bis 1'500 Milliarden Dollar) basiert zum einen auf der Überlegung, dass die Differenz zwischen dem, was üblicherweise in die verschiedenen Qualitätssegmente des amerikanischen Hypothekarmarkts floss, und dem, was ab 2003 übermässig in Richtung Subprime und Alternative-A gebuttert wurde, dieser Art Schaden zuzurechnen ist. Dies entspricht einer in ihrer Art einmaligen Umverteilung des Finanzsystems zugunsten eines Teils der amerikanischen Gesellschaft, der weder Zinsbetroffene noch Rückzahlungen in genügender Höhe zu leisten vermag. Zum andern zeigt sich immer mehr, dass nun auch weitere Segmente des US-Kreditmarkts wie Studentendarlehen und Kreditkartenschulden notleidend werden. Zur Debatte steht mit anderen Worten mehr und mehr die gesamte übertriebene Verschuldung des amerikanischen Privatsektors.

Über die institutionellen Ursachen dieser gigantischen, freiwilligen (!) Umverteilungsübung haben wir uns in früheren Kommentaren in extenso geäußert. Im wesentlichen wurde mit Gratisgeld – infolge zu tiefer Risikoprämien für implizit staatlich garantierte Grossbanken – eine Verschuldungsmaschinerie betrieben, die ihre Antriebskräfte aus dem kommissionsorientierten Investmentbanking und ebenso kommissionsorientierten Vertriebskanälen sowohl auf der Schuldner- als auch auf der Gläubigerseite (Anleger!) schöpfte. Die Verschuldungsmaschinerie war und ist zu einem erklecklichen Teil selbstreferentiell tätig. Als Beleg für diese erstaunliche und durchaus auch beängstigende These mag das Beispiel der „Credit Default Swaps“ (CDS) genannt werden. Der Bestand an CDS beträgt rund 45'000 Milliarden Dollar, das effektive Substrat von Corporate Bonds aber lediglich 5'700 Milliarden; das System hat sich mit anderen Worten achtfach überversichert.

### 3. Erster Exkurs: eine Goldgräbergeschichte

Nehmen wir einmal an, im Jahre 1840, also lange vor Einführung des Telegraphen oder der Telephonie, hätte in New York ein mit Überzeugungskraft bestückter Abenteurer einer Anzahl von reichen Leuten weisgemacht, er hätte im fernen Kalifornien eine möglicherweise fast unerschöpfliche Goldader gefunden. Er bräuchte nun lediglich noch ein wenig Kapital, um seinen Stake nutzbar zu machen. Aber rasch, um vor allen anderen Goldgräbern da zu sein. Als Beleg für seine Geschichte weist er eine Handvoll Nuggets vor. Ausserdem hat man selbstverständlich den sagenhaften Aufstieg von „General“ Johann August Sutter vor Augen. Man leiht dem Abenteurer Geld, und nicht nur diesem, sondern auch allen anderen, die ihm auf den Fersen nachfolgen und sich ebenfalls an der Goldader gütlich tun wollen.

Daraufhin wird New York von einem regelrechten Goldader-Fieber erfasst: Längst sind die Privatleute als Geldgeber von der Bildfläche verschwunden, die Szene wird nun von professionellen Vermittlern von Goldgräber-Anleihen, Optionen auf zusätzliche Stakes, Aktien von Goldgräberhämmerfabriken beherrscht. Diese Vermittler organisieren sich bald einmal in Firmen, deren Aktien man selbstverständlich auch kaufen kann und denen man beste Kursaussichten voraussagt, weil das Goldgräber-Finanzierungsgeschäft zu einer regelrechten Normalität in New York geworden ist. Jeder will mit dabei sein, jeder gibt jedem Geld für diesen Zweck. Die Goldader selbst wird bald einmal vergessen, man sieht nur noch die eigene erfolgreiche Geschäftigkeit. Der Big Apple erblüht im Wohlstand der Gold-

Community. Die ersten Wolkenkratzer werden geplant.

Irgendwann trifft die Kunde aus Kalifornien ein, es könnte sich bei der Gesteinsformation um Pyrit, also Katzensgold handeln. Später, als sich die Gerüchte verdichten, hört man auch, die Goldgräber hätten sich hingegen in der Zwischenzeit verflüchtigt. In New York gibt's lange Gesichter und vorläufig keine Wolkenkratzer.

### 4. Was ist angemessen, was zuviel?

Weshalb hat diese Geschichte auf diese Weise nie stattgefunden? Aus zwei Gründen. Erstens, weil bei aller zeitweiligen Sympathie für Goldgräber sich wohl kaum jemand nicht der hohen Risiken bewusst gewesen wäre. Gold auf Distanz ist eine unsichere Sache. Auf ein solches Substrat würde man nicht einmal im Casino setzen. Es sei denn, man hätte, zweitens, den Einsatz quasi umsonst. Dann kommt's ja nicht wirklich drauf an.

Das ist der wesentliche Unterschied zu den Entwicklungen im Kreditmarkt. Das Risikobewusstsein bezüglich amerikanischer Immobilienanlagen war stark eingeschränkt beziehungsweise wurde von jenen gesteuert und bewirtschaftet, die im selbstreferentiellen System beschäftigt waren und ein Interesse daran hatten, dass über die Risiken nicht adäquat gesprochen wurde. Zweitens gab und gibt es die in diesen Spalten schon oft beklagte implizite Staatsgarantie für die wichtigsten Mitspieler in diesem System. In der Vorwirkung erzeugt diese Garantiestellung für all jene, die als „zu gross um unterzugehen“ („too big to fail“) beurteilt werden, das gefährliche Gratisgeld, das zum Begehen von Irrtümern und zum Aufbau selbstreferentieller, de facto aber weitgehend leerer Gebilde einlädt.

Es ist in diesem Zusammenhang allerdings wichtig zu verstehen, dass das Finanzsystem aus der Natur der Sache heraus immer bis zu einem gewissen Grade selbstreferentiellen Charakter haben muss und dass mithin diese Struktur nicht per se des Teufels ist. Denn jede Finanzierung – ob Exploration einer Goldader oder Hypothek für ein amerikanisches Häuschen oder Wandelobligation für Nestlé – zielt auf *künftige* finanzielle Leistungsfähigkeit ab, ist somit (mehr oder weniger) risikobehaftet, spekuliert darauf, dass die Rechnung dereinst einmal aufgehen wird. Jede Fremdfinanzierung und damit jeder Leverage ist für den Schuldner angesichts der postnumerando zu erbringenden Leistung eine Art von Zeitgewinn, der Gläubiger ist dagegen in Vorleistung und kann enttäuscht werden. Jede Finanzierung einer Finanzierung verlässt sich darauf, dass im Durchschnitt und in der grossen Zahl Einzelirrtümer – Katzensgold hie, Subprime-Baracke da – praktisch

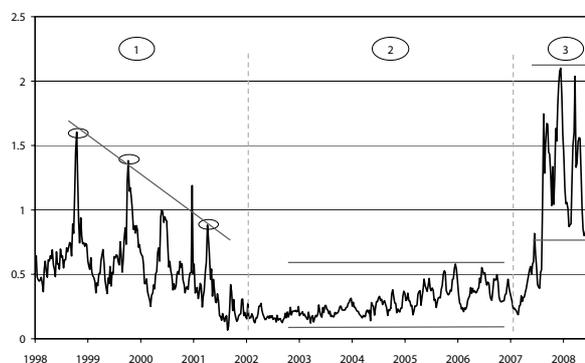
eliminiert werden. Kumulierte Misserfolge sind zwar unwahrscheinlich, aber auch nicht unmöglich. Die Grösse des Finanzsystems und der von ihm produzierte Verschuldungsgrad müsste in einer mehr oder weniger direkten Abhängigkeit stehen zur Anzahl bekannter Goldader-Projekte und zur Frage, wie wahrscheinlich deren Realisierung sein wird. Dass das System im Verhältnis zur Realwirtschaft eigentlich immer als überdimensioniert erscheint, liegt aufgrund des *inhärent spekulativen Charakters* aber, wie gesagt, in der Natur der Sache. Man kann das Reale nicht einfach mit dem Wahrscheinlichen gleichsetzen – das Wahrscheinliche braucht mehr Raum als das Reale. Aber es gibt auch eindeutig ein „Zuviel“. Das ist das Problem.

Eine einzige Goldader, in der sich schliesslich nicht mehr viel Besseres als Katzensgold findet, ist eindeutig zu wenig für ein ganzes, grosses, globales Finanzsystem. Die im nachhinein frappierende Konzentration des Geschäfts auf die „Goldader“ des amerikanischen Hypothekengeschäfts lässt sich erklären durch die vermeintlich tiefe Komplexität des Substrats und die daraus während langer Zeit resultierende hohe Liquidität in den auf das Substrat lautenden Instrumenten. Auf diesen Aspekt wird noch zurückzukommen sein.

Nun wird man möglicherweise einwenden, von Gratisspielgeld könne keine Rede sein. In der Kreditmarktkrise habe sich ja gezeigt, dass die Risikoprämien namentlich im Interbanksystem auch ansteigen können, dass mithin das Finanzsystem nicht von einer impliziten Staatsgarantie ausgehe und somit die Mär vom „Moral Hazard“ einem haltlosen, unberechtigten Vorwurf an die Investmentbanken entspreche. Es lohnt sich deshalb, die Daten etwas genauer anzuschauen. Anhand des TED-Spreads, das heisst der Differenz zwischen dem Zinssatz für Ausleihungen zwischen Banken und dem Zinssatz für Staatstitel mit entsprechender Laufzeit, kann man die Risikoprämien im Interbankgeschäft ablesen. Unseres Erachtens sind über die letzten zehn Jahre drei Phasen unterscheidbar: Erstens die Etablierung des „Moral Hazard“ in den Jahren zwischen 1998 und 2001, als mit jeder Aktion der Notenbanken, vorab des amerikanischen Fed, deutlicher wurde, dass man keine systemwesentliche Institution untergehen lassen wird. Zweitens dann die Phase der Gewissheit zwischen 2002 und 2007, in welcher sich die Banken des monierten Gratiggeldes bedienen konnten und während der sich die Aktiven und Passiven von Banken wie Barclays, Deutsche Bank, UBS oder Credit Suisse teilweise verdoppelten. Schliesslich, drittens, die Kreditmarktkrise mit den extrem hohen Ausschlägen im TED-Spread – de facto kam das Interbankgeschäft zeitweise zum Erliegen – und der nach wie

vor höchst angespannten Liquiditätssituation, ablesbar an den nach wie vor hohen Prämien und den enormen Beträgen, welche die Notenbanken den Geschäftsbanken zu Verfügung stellen.

### Eine unheimliche Geschichte



Bemerkung: TED Spread = 3M US-Libor – 3M US-T-Bill  
Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Unsere Interpretation dieser dritten Phase der Entwicklung im Interbankgeschäft läuft darauf hinaus, dass im Finanzsystem Zweifel bestehen, ob es möglich sein wird, eine Krise von dieser Grössenordnung zu bewältigen, ohne dass der eine oder andere Ausfall zu beklagen sein wird. „Too big to rescue“, zu gross, um gerettet zu werden, spricht unseres Erachtens aus diesen Daten. Wenn die Märkte an ein „too big to fail“ glauben würden, müssten die Risikoprämien tiefer liegen.

### 5. Immobilien: von der Blase zur Baisse

Als nächstes sollte man die besagte „Goldader“, den während langer Zeit vermeintlich so unproblematischen amerikanischen Immobilienmarkt, doch noch etwas genauer unter die Lupe nehmen. Was zwischen 2003 und 2007 zuviel in die qualitativ fragwürdigeren Segmente „Subprime“ und „Alternative-A“ gepumpt worden war, ist das eine. Wir vermuten, wie schon dargelegt, dass ein grosser Teil dieser Fehlinvestition im wahrsten Sinne des Wortes verloren ist. Die Zahlungsrückstände haben im Subprime-Bereich mittlerweile 20 Prozent erreicht. Das bedeutet, dass jedes fünfte Häuschen auf den Markt kommen müsste. Die früheren Eigentümer haben keine Veranlassung, die Schulden irgendwann zu begleichen, denn amerikanische Hypotheken lauten ja auf das Objekt und nicht auf die Eigentümer. Bereits gibt es einen Fachausdruck für diese Verhaltensweise: „Jingle Mail“ – ein Brief an die Bank mit dem Hausschlüssel als Beilage. Wenn schon, dann kauft man sich später lieber ein frisches, billigeres Objekt.

Kunststück, wird in einer solchen Situation nicht mehr viel gebaut. Die Anzahl Baubewilligungen („Building Permits“) haben sich seit 2005 ungefähr halbiert und stehen zurzeit auf dem Niveau

der frühen Neunzigerjahre, den Zeiten der Savings and Loan-Krise also. Das Wachstum der Hauspreise ist nun, nach dem steten Anstieg von mindestens fünf Prozent per annum, erstmals ins Negative gekippt. Dabei muss allerdings berücksichtigt werden, dass die Kreditmarktkrise noch keineswegs eine echte Verkaufswelle seitens der Gläubigerbanken ausgelöst hat. Ausverkaufspreise stehen also noch bevor.

Die grosse Frage lautet, ob und inwieweit das qualitativ höherwertige Prime-Segment in Mitleidenschaft gezogen wird. Die Bilanzprobleme der beiden grossen, staatsnahen Hypothekeninstitute Freddie Mac und Fannie Mae sowie die sich ankündigenden Schwierigkeiten grosser Hypothekargenossenschaften („Credit Unions“) – ihre Aktiven belaufen sich auf immerhin 800 Milliarden Dollar – weisen auf eine Kontamination des Prime-Segments hin. Was ausserordentlich schwierig zu beurteilen ist, sind die Praktiken, die in diesem Marktsegment geherrscht haben. Obschon nicht davon ausgegangen werden kann, dass aggressive Schuldenverkäufer ihr Unwesen auch bei den biedereren Besitzern von Mittelstandshäusern getrieben haben, muss dennoch damit gerechnet werden, dass auch im Prime-Segment in nächster Zeit vermehrt Umfinanzierungen fällig werden, und dies bei stagnierenden bis rückläufigen Hauspreisen und höheren Zinssätzen. Aber ein um sich greifendes „Jingle Mail“-Fieber kann man sich im Prime-Segment dennoch nicht wirklich vorstellen.

Diese letzte Frage einer zusätzlichen Instabilisierung des Hypothekengeschäfts und damit des Bankensystems steht in enger Wechselwirkung mit der Frage der weiteren konjunkturellen Entwicklung in den USA. Die Vorlaufindikatoren sagen uns eine deutliche Abschwächung, ja ein mögliches Abgleiten in eine Rezession vorher. Die Zahl der Stellenverluste („Jobless Claims“) ist angestiegen, und auch der Einkaufsmanagerindex nähert sich rezessiven Kategorien. Schlüssel ist und bleibt in den USA der Konsum. Der nun zwar etwas abgeschwächte, insgesamt aber doch deutlich spürbare Anstieg der Energiekosten wird gewiss auf die Konsumentenstimmung schlagen. All den negativen Indizien steht die robuste Industrieproduktion entgegen, was insgesamt zu einem ambivalenten Bild führt. Ein konjunkturelles Desaster voraussagen zu wollen, ist deshalb gewiss haltlos. Aber das Eis ist enorm dünn, sowohl was die konjunkturelle Entwicklung in den USA betrifft als auch was deren Auswirkung auf die Achillesferse des globalen Bankensystems, die amerikanische Hypothekarverschuldung, angeht.

## 6. Wieviel ist bewältigt?

Eines der spektakulärsten Phänomene der Kreditmarktkrise liegt bekanntlich im Umstand, dass die Securitisation des Bankgeschäfts nicht zu einer Entlastung der Bankbilanzen geführt, sondern genau das Gegenteil bewirkt hat. Während langer Zeit haben wir ja geglaubt, dass Securitisation, das heisst die Verbriefung von Schulden und das Verbringen dieser Schulden in liquide Märkte, zu einer Sozialisierung der Schulden querbeet über die Anlegergemeinschaft führen würde, was gleichbedeutend gewesen wäre mit einer besseren Verteilung der Risiken. Stattdessen hat sich lediglich der Bestand an ausstehenden Schulden vervielfacht, und im wesentlichen sind diese Schulden in Bankbilanzen geblieben oder gelandet.

Um Licht ins Dunkel der riesigen Bankbilanzen zu bringen, findet das sogenannte „Fair Value Measurement“-Verfahren nach dem Buchführungsstandard US GAAP Anwendung. Dabei werden im wesentlichen drei Bewertungsverfahren unterschieden, nämlich „marktpreisbewertet“, „aufgrund objektiver Marktpreise modellbewertet“ sowie „nicht objektiv bewertbar“, um einen einigermaßen vertretbaren Wert von Finanzprodukten für die Rechnungslegung bereitstellen zu können. Damit wird indirekt auch der künftige Abschreibungsbedarf abschätzbar. Die Crux des Verfahrens liegt im Umstand, dass infolge des um sich greifenden Versiegens der Liquidität an den Märkten objektivierbare Bewertungskriterien laufend Mangelware werden. Der zweite Unsicherheitsfaktor liegt in der Stabilität der verwendeten Bewertungsmodelle. Wer je mit solchen Modellen gearbeitet hat, weiss, wie sensitiv sie auf geringfügige Veränderungen von Annahmen (wie z.B. Zinssätze) reagieren können. Wo mit anderen Worten der „Fair Value“ der betreffenden Bilanzen liegen müsste, ist schwierig zu beurteilen; Schätzfehler von beispielsweise plus/minus 5 Prozent wären unter den gegebenen Umständen nicht überraschend. Wenn die Eigenmittel aber deutlich unter der resultierenden Schwankungsbreite von 10 Prozent liegen, dann kann man eigentlich zu keinem Zeitpunkt sagen, ob das eine oder andere Institut überschuldet sei oder im Gegenteil viel besser als vermutet dastehen könnte.

Je nach vorhandener Eigenkapitaldecke und des errechneten Abschreibungsbedarfs für die Aktiven mussten viele Institute über die vergangenen Monate frisches Kapital aufnehmen. Dabei erfuhren die Altaktionäre zum Teil schmerzhaftes Verwässerungen; im einen oder andern Fall hat sich die Eigentümerstruktur massiv verändert. Die neuen Eigentümer befinden sich hauptsächlich östlich des 35. Längengrades. Welche Auswirkungen das auf die Führung der betreffenden Insti-

tute haben wird, bleibt abzuwarten. Wir können uns aber nicht vorstellen, dass Investoren wie ein Staatsfonds aus Singapur nach der satten Halbierung des Aktienkurses von UBS oder Barclays seit der Kapitalinjektion einfach zur Tagesordnung übergehen werden.

Die nachfolgende Tabelle gibt einen Überblick über den gegenwärtigen Status von Abschreibungen und Kapitalerhöhungen. Die Beurteilung der Zahlen fällt ambivalent aus. Einerseits war es offensichtlich möglich, im Verlaufe der Krise rasch und massiv Geld für Kapitalerhöhungen zu mobilisieren. Andererseits stellt sich just wegen diesen sehr hohen Beträgen und nach den Buchverlusten seit den Kapitalerhöhungen die Frage, welcher Spielraum für künftig notwendige Rekapitalisierungen bestünde.

#### Die Schadensbilanz

	Abschreibungen	Kapitalerhöhungen
Amerika	252.5	178.5
Europa	227.8	152.9
Asien	22.7	20.8
Total	503.0	352.2

Bemerkung: Zahlen in Milliarden US-Dollar

Quelle: Bloomberg

Denn gemessen an unseren Schätzungen von 1'000 bis 1'500 Milliarden „unwiederbringlichen“ Schadens und angesichts der Einsicht, dass sich dieser nach wie vor in erster Linie auf Bankbilanzen konzentriert, wird aus unserer Sicht die Möglichkeit, über die nächsten Monate zusätzliches Kapital finden zu können, zur Überlebensfrage. Der Handlungsspielraum ist sehr gering: Man wollte, man müsste die Aktivseite der Bilanzen reduzieren. Ein Verkauf gewisser Aktiven ist unter gegebenen Umständen aber nicht möglich. Weitere Wertverminderungen führen zu einem fortgesetzten Abschreibungsbedarf, was die Ertragsrechnung und die Eigenmittelsituation belastet. Gleichzeitig sind wegen der Krise bisherige Geldströme versiegt, müssen ganze Abteilungen geschlossen werden. Bis heute wurden in direkter Konsequenz aus der Kreditmarktkrise rund 100'000 Arbeitsstellen gestrichen. Es ist naheliegend, dass sich diese Tendenz noch verschärfen wird. Denn überlebensnotwendige Glaubwürdigkeit erzielt nur jene Bank, die angesichts stagnierenden, rückläufigen oder gar wegbrechenden Geschäftsvolumens rigoros die Kosten senken kann und die mit einem sehr schlanken Geschäftsmodell künftige Kapitalgeber zu überzeugen in der Lage ist.

#### 7. Wenn Pools zufrieren

Zwei gewichtige Lehren kann man heute schon aus der Kreditmarktkrise ziehen. Die eine betrifft die Funktionsweise von Liquidität (bzw. die Voraussetzungen für deren Versiegen), die andere die Struktur des Bankensystems. Beide Fragen hängen eng zusammen, da das Zurverfügungstellen von Liquidität ja just eine der Kernfunktionen des Bankensystems darstellt. Wenden wir uns zunächst der Liquidität zu.

Was Liquidität bedeutet, ist zumindest intuitiv klar und eigentlich auch einfach zu erklären. Denn jeder Gang durch den Supermarkt führt uns das Phänomen Liquidität täglich vor Augen: Es hat genügend Ware, und diese Ware kann man zu einem bestimmten Preis erwerben. Der Inhaber des Supermarkts sorgt für genügend Nachschub und räumt unverkäufliche Ware weg. Für den Kapitaleinsatz, den das Zurverfügungstellen der Ware in genügender Menge erfordert, für die Risikonahme, auf Ware sitzenzubleiben sowie für den logistischen Aufwand erhält der Supermarktbesitzer eine Entschädigung, nämlich eine Marge zwischen seinem Ankaufspreis und dem Verkaufspreis. Nach diesem Prinzip funktioniert nicht nur der Supermarkt, sondern jeder andere Markt auch.

Was einfach scheint, ist bei näherer Betrachtung aber alles andere als einfach. Worin bestehen denn die notwendigen und hinreichenden Bedingungen, dass Liquidität entstehen kann? Was heisst Ware? Was heisst Preis? Wie entsteht die Zuordnung von Preis zu Ware? Oder umgekehrt: Unter welchen Umständen funktioniert diese Zuordnung nicht mehr? Zunächst zur Ware: Tomaten können rot, grün, gross, klein, saftig, fleischig sein. Wir sind in der Lage, diese Qualitätsdimension einigermaßen abzuschätzen. Tomaten können aber auch infolge unsichtbarer Spritzmittel gesundheitsgefährdend sein. Oder sie könnten auch gestohlen worden sein. Diese zusätzlichen Qualitätsdimensionen können wir nicht abschätzen. Wenn Unklarheit herrscht über komplexe medizinische Qualitätsfragen oder über die rechtliche Gewähr, dann meiden wir den Supermarkt.

Entsprechende Transparenz fordern wir auch in finanzieller Hinsicht. Selbstverständlich versucht jeder Supermarktbesitzer, mit Rabattsystemen, Werbung und anderen Aktionen die Nachfrage zu manipulieren. Der Komplexität sind dennoch enge Grenzen gesetzt. Wenn im wesentlichen nicht mehr klar ist, welcher Preis für welche Ware gilt, dann gehen wir zur Konkurrenz.

Nebst den notwendigen Bedingungen des Kapitaleinsatzes für die Ware, der Risikonahme für die Rücknahme und der Bereitstellung der logis-

tischen Plattform ent- und besteht Liquidität mit andern Worten nur unter der Bedingung tiefer Komplexität bezüglich der Qualität der gehandelten Güter und genügender Transparenz bezüglich der Preisstellung. Weshalb ist der Markt für amerikanische Schatzanleihen so liquid? Weil man mit den Treasuries ein denkbar wenig komplexes Gut erwirbt, nämlich ein Zinsrisiko. Bonitäts- oder Gewährleistungsfragen stellen sich keine, und die Preisstellung ist zu jedem Zeitpunkt transparent. Genauso verhielt es sich bis vor Ausbruch der Kreditmarktkrise mit vielen Liquiditätspools, von denen man nie im Leben vermutet hätte, dass sie einmal zufrieren könnten. Grosse Banken wie UBS oder Merrill Lynch und Citi müssen heute in Milliardenhöhe „Auction Rate Securities“ (ARS) zurückkaufen. Es handelt sich um ein Substrat, das bis Mitte 2007 ähnlich unkomplex war wie Treasuries oder Tomaten. Dasselbe gilt für CDOs und CDS und für viele andere der famosen Buchstabenkombinationen, welche wir über die letzten Monate in unseren Wortschatz aufnehmen mussten.

Das Problem liegt darin, dass „Komplexität“ offensichtlich nicht stabil ist, und vor allem, dass die Veränderung von „Komplexität“ kein stetiger Prozess ist. Plötzlich ruft jemand in den Supermarkt hinein: „Die Tomaten sind vergiftet!“ Und schon ist der Tomatenmarkt illiquid und bleibt es für eine Weile, selbst wenn die Tomaten von einwandfreier Qualität gewesen wären. Hätte er gerufen: „Die Tomaten sind grün!“, dann wäre nichts passiert.

Komplexitätsveränderungen sind nicht das einzige unstete Element im Prozess um Liquidität und Illiquidität. Es sind die Pools selbst, die Kippeffekte erzeugen. Liquidität zieht nämlich Liquidität an, und da kann es zu übersättigten Situationen kommen. Ob wir noch einmal unser Goldgräber-Beispiel bemühen wollen oder ob wir den Run auf immobilienbezogene Finanzinstrumente vor Mitte 2007 betrachten: Auch bei der Liquidität gibt es Blasenbildungen und Übertreibungen, die auf einer vermeintlich stabilen Nichtkomplexität beruhen. Es wurde schon viel über angebliche oder tatsächliche Blasen an den Aktienmärkten geschrieben; das Thema übertriebener und letztlich illusorischer Liquiditätsbildung hat sich unseres Wissens bis anhin systematischer Untersuchung entzogen.

## 8. Zweiter Exkurs: übersättigte Lösungen

Aus unserer Gymnasialzeit, als wir mit wichtiger Miene, Schutzbrille und weissem Mantel bestückt praktische Naturkunde im Labor betreiben durften, können wir uns vielleicht noch an jene Experimente mit übersättigten Lösungen erinnern, bei denen wir just einen solchen nichtstetigen Prozess

auslösten. Wir „impften“ die Flüssigkeit nämlich mit einem Kristall, und schwups, war das Reagenzglas vor uns mit Kristallen gefüllt. Wer unvorsichtig war, liess das Glas sodann aus den Händen fallen, denn Kristallisationsprozesse sind exotherm; man kann sich dabei die Finger verbrennen.

Übersättigung, ja, in gewisser Masse Übertreibung, gibt es also auch in der Natur. Sie rührt vom Zusammenwirken zweier gegensätzlicher Kräfte, nämlich dem molekularen Bedürfnis zur Kristallisation einerseits und der gegenläufigen Oberflächenspannung andererseits. Je reiner (unkomplexer!) die Lösung, desto höher die mögliche Übersättigung (Übertreibung). Je höher der Übersättigungsgrad war, desto heftiger fällt die Kristallisation aus.

Faszinierend an diesem Vergleich ist sicherlich zum einen die Übersättigung also solche, das heisst die Annäherung eines „normalerweise“ stabilen Mediums an einen kritischen Punkt. Zum anderen fasziniert aber auch die Funktionsweise des Impfkorns. Kleiner, unbedeutender als ein Senfkorn, bringt er dennoch eine ganze, perfekt stabil erscheinende Welt zum Einsturz. Weder sieht man der Lösung äusserlich ihren kritischen Zustand an, noch würde der Laie dem Impfkorn eine derartige Potenz zumessen. Der Impfkorn bewirkt das, was irgendeine zusätzliche Information an den Finanzmärkten auszulösen vermag: eine plötzliche Komplexitätserhöhung. Ohne die (mögliche) Parallelität von übersättigten Lösungen und übertrieben benutzten Liquiditätspools überstrapazieren zu wollen, eines scheint uns klar: Unser Wissen über das Funktionieren dessen, was wir als „stabiles“ Finanzsystem bezeichnen, ist äusserst gering.

## 9. Nochmals: Weshalb es Eigenmittel braucht

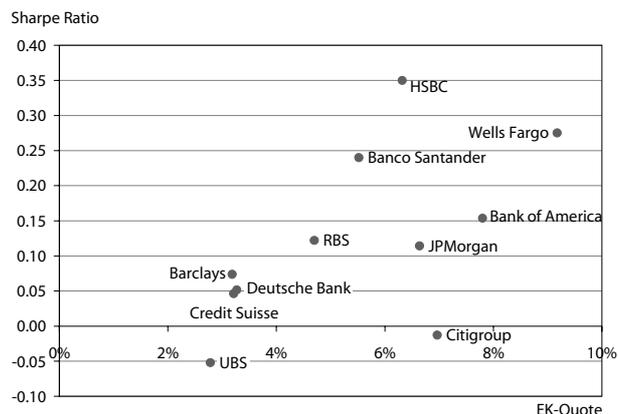
Wenn wir diese Einsicht ernst nehmen, dann ist auch klar, dass von Vorstellungen Abschied genommen werden muss, mit einer auf „Normalität“ ausgerichteten Architektur des Systems könne so etwas wie „Unfallfreiheit“ erreicht werden. Basel II, das vor relativ kurzer Zeit eingeführte Eigenmittelkorsett für das globale Bankensystem, beruht auf der Vorstellung einer solchen Normalität. Ihr steht die Sicht des Mathematikers Benoit Mandelbrot diametral entgegen, der aufzeigt, dass im Finanzsystem „schlimme“ wie auch überaus positive Ereignisse bedeutend häufiger sind, als dies nach den Regeln der Normalverteilung der Fall sein sollte. Die praktische Erfahrung des Finanzmarktteilnehmers (1987, 1991, 1998, 2001-2003, 2007-200?) weist ebenfalls in diese Richtung. Extremereignisse kommen bei weitem zu häufig vor.

Basel II ist ein Regelwerk, das für die Banken nominelle Eigenmittelreduktionen in Instrumenten und für Positionen zulässt, wo Marktliquidität herrscht. Wenn es nun aber zutrifft, dass es so etwas wie Liquiditätsübertreibungen gibt und wenn es zudem noch zutrifft, dass solche Übertreibungen nicht in einem stetigen Prozess zu Ende gehen, sondern fast zwangsläufig schubartig, ähnlich wie die Kristallisation übersättigter Lösungen nicht langsam, sondern plötzlich erfolgt, dann müsste die Angelegenheit grundsätzlich überdacht werden. Wenn wir es richtig sehen, dann waren sämtliche der aufgezählten Krisen von solchen Kristallisationsprozessen grosser Liquiditätspools geprägt.

Die ökonomische Antwort darauf müsste in der Einsicht bestehen, dass der Drang zu immer geringeren Eigenmitteln nicht zwingend zum Erfolg führt. Klar, wer eine höhere Eigenmittelrendite erwirtschaftet hat, steht zunächst einmal gut da. Das Return On Equity-Denken beherrscht denn auch die Führungsetagen der meisten Banken und die Köpfe von Finanzanalysten. Auf den ROE sind letztlich die meisten Bonus-Schemen ausgerichtet. Er ist leicht messbar, und er ist sowohl auf der Gewinn- als auch auf der Eigenmittelseite in der kurzen Frist leicht beeinflussbar, wenn nicht manipulierbar. Eine ideale Bezugsgrösse für das Management, mit anderen Worten.

Wenn man die Rendite einer Firma, zum Beispiel einer Bank, allerdings aus Sicht des Aktionärs anschaut, dann interessiert eigentlich ja nicht die buchhalterische Grösse des ROE, sondern vielmehr die Performance der Aktie. Und Performance ist für den Aktionär stets der um das eingegangene Risiko bereinigte, langfristige Erfolg. Wenn man nun eine Anzahl von Bankaktien unter diesem risikobereinigten Performance-Aspekt betrachtet und in Beziehung zur durchschnittlichen Eigenkapitalquote setzt, dann zeigt sich, dass eine zur Maximierung des ROE tief angesetzte Eigenkapitalquote keinesfalls ein Erfolgsfaktor ist. Die nachfolgende Grafik zeigt diese Nicht-Beziehung auf, ja, mit etwas statistischem Mut liesse sich aus der Grafik möglicherweise sogar das Gegenteil herauslesen: je tiefer die Eigenkapitalquote, desto schlechter die Performance. Ohne weitere und eingehendere Untersuchungen wollen wir das aber nicht behauptet haben. Vermuten tun wir es aber schon.

## Eigenkapitalisierung und wirtschaftlicher Erfolg



Bemerkungen: Sharpe Ratio = (Total Return – risikoloser Zinssatz) / Volatilität. Die Sharpe Ratio und die Eigenkapitalquote beziehen sich auf die letzten 10 Jahre.

Quelle: Bloomberg; Factset; eigene Darstellung

Es liegt auf der Hand, dass solche Überlegungen wichtige Implikationen nach sich ziehen. Denn es würde unter anderem bedeuten, dass die Aktienmärkte eine vorsichtiger Vorgehensweise des Managements belohnen würden. Die Geschäfts- und Entschädigungsmodelle vieler Banken wären unter diesem Titel sehr revisionsbedürftig.

## 10. Nachtrag für den Anleger

Ein Anlagekommentar kann nicht auf sämtliche aktuell interessierenden Fragen eintreten. Wir sind uns bewusst, dass wir keine Antwort darauf geben, wie es denn nun mit den in diesem Jahr arg gebeutelten Aktienmärkten weitergehen könnte. In aller Kürze: Wir sehen noch keinen Grund, die vorsichtige Haltung aufzugeben. Zu viele Unsicherheiten im internationalen Währungsgefüge, bezüglich Teuerung und rezessiven Tendenzen beherrschen das Bild. Einerseits. Aber: Andererseits handelt es sich bei der Krise 2007-2009 um eine echte Bankenkrise und nicht um eine Bewertungskorrektur allfällig übertriebener Aktienkurse. Zurzeit stehen die Aktienindizes ungefähr auf dem Niveau von 1998. Von einer markanten Überbewertung kann also keine Rede sein. Selbst bei weniger berauschenden Gewinnverhältnissen sind viele Aktien nicht wirklich teuer.

Schliesslich: Aktien stellen unseres Erachtens ein ideales Diversifikationsmittel dar in einer Krise, in welcher Cash und andersgeartete Guthaben bei bestimmten Banken nach wie vor als gefährdet betrachtet werden müssen. Uns ist mit Eigentumsanteilen an grossen Glace-Maschinen und Pharma-Retorten und Stromgeneratoren nicht unwohl.

KH, 18.08.2008