

## Die Wiedergeburt des Eigentums

### 1. Beklemmend konsequente Orestie

Mitten im Schlachtengetümmel, wenn Doppelälxte geschwungen werden und abgehackte Körperteile durch die Luft fliegen und sehr viel Blut fliesst, ist es alles andere als einfach, die Aktualität vom zugrundeliegenden Muster zu trennen. Genau das wollen wir jedoch versuchen, möglichst so, wie in Aischylos' Tragödie zwar momentbezogene Dramatik die Aufmerksamkeit des Zuschauers aufrechterhält, das Wesentliche, die Unaufmerksamkeit des Unglücks nämlich, aber zu jedem Zeitpunkt durchzuscheitern vermag. Die Orestie endet bekanntlich versöhnlich; bei der Finanzmarktkrise sind wir uns darin noch nicht so sicher.

Das zugrundeliegende Muster: Am Anfang stand, wie so oft, eine gutgemeinte Absicht. Die zunächst unverdächtige und im Prinzip auch irgendwie unangreifbare Idee nämlich, das Finanzsystem müsse so konstruiert sein, dass es nie mehr zu so verheerenden Situationen wie in den Dreissigerjahren kommen würde, als Kollapse von amerikanischen Banken und Brokern die Weltwirtschaftskrise einläuteten. Sukzessive wurde in den folgenden siebenzig Jahren an der Systemstabilität gearbeitet, gewerkelt und gebastelt, Behörde um Behörde eingesetzt und aufgestockt, Vorschrift auf Vorschrift getürmt, Kontrollnetze enger und enger gezogen. Dabei verwischte sich allerdings die Zielsetzung, dass vom Finanzsystem nie mehr eine ernsthafte Gefährdung für die Realwirtschaft *ausgehen* dürfe, mit der Idee, dass *innerhalb* des Finanzsystems kein Unfall mehr passieren darf. Das ist der Kern- und Ausgangspunkt der Tragödie. Über Jahrzehnte hinweg wurde systematisch an einem Gebilde gearbeitet, das man – in Anlehnung an F. A. von Hayeks „The Mirage of Social Justice“ („Das Trugbild der gesellschaftlichen Gerechtigkeit“) – als „The Mirage of a Risk-free Game“ nennen könnte.

Es liegt auf der Hand, dass nebst den mit dieser angeblich hehren Zielsetzung betrauten und sich zu diesem Zwecke gehörig vermehrenden Instanzen der Öffentlichkeit auch die privatwirtschaftlichen Teilnehmer im Finanzsystem alles daran

setzten, das Trugbild zu einer tatsächlichen Gegebenheit zu verwandeln, denn in dem Masse, als dies gelänge, würden sich ihre Finanzierungskosten verringern. Es gelang, das heisst: wenigstens für eine gewisse Zeit.

In den Episoden von 1987, 1991, 1998 und 2001 wurde unter Zuhilfenahme des monetären Instrumentariums der Notenbanken, vorab der amerikanischen, der Welt systematisch mitgeteilt, dass es so etwas gebe wie eine ultimative Versicherung gegen Grossunfälle. Ein Auffangnetz für jene, die zu gross sind, um zu fallieren, oder so stark vernetzt, dass ihr Untergang unweigerlich andere mit hineinziehen würde. In der Folge sanken die Risikoprämien auf den Finanzierungskosten für grosse und grösste Teilnehmer im System auf praktisch 0 Prozent, und dieser Zustand dauerte bis 2007 ununterbrochen an. Man wähnte sich in den besten aller Zeiten, gewiss, dass das Ziel der Unfallfreiheit im wesentlichen erreicht worden sei.

Weshalb war diese vom früheren Fed-Gouverneur Allan Greenspan betriebene monetäre Akkommodation überhaupt möglich, ohne inflationäre Folgen nach sich zu ziehen? Es entspricht einer besonderen Hinterlist der Weltgeschichte, die in dieser Orestie eben auch ihren Part spielt, dass sich just in dieser Phase die Welt öffnete und darüber hinaus durch einen Technologieschub ohnegleichen die Kapazitäten der globalen Wirtschaft erweitert wurden. So konnte, als Folge der immens grossen Lücke zwischen effektiver und potentieller Kapazität („Output Gap“), zu keinem Zeitpunkt Teuerungsdruck entstehen. Ohne die exogenen geografischen und technologischen Schocks wäre Greenspans monetäre Grosszügigkeit schon 1998 zu Ende gewesen. So konnte die akkomodative Beruhigungspolitik aber quasi folgenlos weitergeführt werden. Die Signale an das Finanzsystem waren so teuflisch süß wie abgründig gefährlich: „Was immer Ihr tut und lasst, wir werden es schon wieder richten, und ausserdem haben wir Euch ja über unsere ausgeklügelten Risikomess- und -kontrollverfahren schon im Griff.“

Ökonomisch gesehen resultierte in der Vorwirkung einer solchen angenommenen ultimativen Rückversicherung (der impliziten Staatsgarantie) eine grossangelegte und langanhaltende *Subventionierung des Finanzsystems*, wie gesagt in Form

zu tiefer Risikoprämien beziehungsweise von niemandem berappter Garantiestellung. Und wie immer, wenn Subventionen Platz greifen, wird zuviel produziert und im Übermass gepresst. Es war keine Tomatenschwemme und kein Butterberg, vielmehr eine Riesenkloake von übermässiger Verschuldung, die über die letzten fünf Jahre entstand. Und das ging, wie könnte es anders sein, einher mit Auswüchsen der übelsten Sorte, angefangen bei den halb- bis ganzkriminellen „goldenen Fallschirmen“ für abtretende Topmanager bis hin zu den nicht weniger fragwürdigen Vertriebsstrukturen für Hypotheken an zahlungsschwache amerikanische Familien.

Es wurde und wird viel über die ethischen Aspekte des Finanzgeschäfts diskutiert. Gewiss, man kann viel Verantwortungslosigkeit oder auch nur Gedankenlosigkeit in den verschiedensten Teilaspekten und spezifischen Verrichtungen des Systems orten; die wirkliche Problematik besteht jedoch im *unethischen Axiom*, auf das das Finanzsystem in den letzten Jahren baute: in der Illusion nämlich, dass es sich bei der Risikolosigkeit um eine Gewissheit handle. Die Finanzmarktkrise mit ihren wehenartig über die Welt einbrechenden Episoden ist ein Prozess, in welchem diese axiomatisch akzeptierte Illusion ausgehebelt, die Gewissheit zum Trugbild gewandelt wird. Die Tragweite dieses Prozesses kann in keiner Weise überschätzt werden. Die Orestie wird erst ein Ende haben, wenn der Prozess abgeschlossen ist.

## 2. Mehr als ein Subprime-Problem

Wenn man das aufgezeigte Grundmuster des Gangs ins Desaster, die jahrelange Subventionierung des Finanzsystems eben, als analytisch richtig anerkennt, dann wird einem auch klar, dass die Krise eine umfassende, globale Krise sein muss und sein wird und nicht lediglich ein relativ lokales amerikanisches Problem mit viel zu hoch verschriebenen Gartenhäuschen. An den Subprime-Hypotheken entzündete sich zwar das Feuer, Zunder liegt hingegen überall herum. So darf es eigentlich nicht erstaunen, dass das Feuer nun auf Europa übergegriffen hat und dass nun auch vermeintlich so sichere Anlagen wie Pfandbriefe plötzlich keinen liquiden Markt mehr haben. Die zu tiefen Risikoprämien für die Finanzierung waren ja nicht auf die USA beschränkt, sondern galten global. Deshalb gab es, und gibt es, soweit noch nicht durch die Krise eliminiert, auch ein globales Übermass an Verschuldung.

Was heisst „Übermass“? In aller Konsequenz zu Ende gedacht bedeutet es, dass zu viele Projekte realer oder virtueller Art durch die Zurverfügungstellung von Kapital ermöglicht worden sind. Zum Beispiel zu viele Ferienhäuser an der Costa Brava in Spanien. Oder zu viele Internet-

Boutiquen. Oder zu viele Finanzprodukte mit Lotteriecharakter. „Zu viel“: Eine Fremdfinanzierung unterstellt immer eine sehr hohe Wahrscheinlichkeit der Rückzahlung, also eine sehr hohe Wahrscheinlichkeit des Erfolgs, oder umgekehrt eine sehr tiefe Wahrscheinlichkeit eines gravierenden Fehlers, einer Täuschung, einer Enttäuschung. Zu tiefe Risikoprämien sind süßes Gift. Sie kurbeln, auf illusionärer Basis zwar, aber in sehr wirksamer Weise, mehr oder weniger alles an, was anzukurbeln ist, und deshalb passen sie sowohl dem öffentlichen als auch dem privaten Sektor so gut in den Kram.

„Zu viel“ Leverage bedeutet, dass die mit solch fröhlichem Aktivismus zwangsläufig verbundene Tendenz zu mehr und mehr Fehlern und Enttäuschungen mit dem Mass der Verschuldung multipliziert wird. Da die Rückzahlung zu hundert Prozent erfolgen sollte und darüber hinaus auch noch zeitgerecht, besteht kaum Möglichkeit, die Fehler noch auszubügeln. *Verschuldung* hat eine *absolute Charakteristik*, sowohl in sachlicher als auch in zeitlicher Hinsicht; betriebswirtschaftlich resultieren daraus Fixkosten, die je nach Ertragslage gefährlich werden können. Übermässige Verschuldung bedeutet irgendwann deshalb auch ein übermässiges Auftreten von totalem Projektsterben. Gift bleibt nämlich Gift, auch wenn es süß war.

Es braucht solches Grundwissen über das Wesen der Verschuldung, um abschätzen zu können, welche Teile des globalen Bankensystems im Zuge der Krise gefährdet sein werden, wo die künftigen Hot Spots zu orten sind. A priori verdächtig erscheinen muss ein über die letzten zwei, drei Jahre erfolgter abrupter Anstieg der Bilanzsummen von Banken. Denn dort trifft mit Sicherheit die Aussage zu, dass die Fehler- und Enttäuschungsquote überproportional zum Volumen gestiegen ist. An erster Stelle steht in dieser Hinsicht gewiss Island mit seinen völlig überdimensionierten drei Grossbanken Landsbanki, Kaupthing und Glitnir. Das Schicksal hat die schöne Inselrepublik im Polarmeer bereits ereilt; sie musste die Institute verstaatlichen und ihre Währung durch eine Kreditusage aus Russland (!) stützen lassen.

Sorgen bereiten wegen ungezügelmtem Binnenwachstum aber auch Länder wie Spanien oder Irland. Die Globalität des Überschuldungsproblems widerspiegelt hingegen am treffendsten die Situation im Vereinigten Königreich: Banken wie die Halifax Bank of Scotland (HBOS), die Royal Bank of Scotland und Barclays haben einen grossen Schuh voll im Subprime-Bereich herausgezogen, sind im während langer Zeit überhitzten englischen Immobilienmarkt exponiert und haben zudem ein grosses Rad im eigentlichen Finanzgeschäft gedreht. Die einzige grosse britische Bank,

die sich in dieser zweiten Phase der Finanzkrise vom Strudel fernhalten kann, scheint HSBC zu sein. Zwar musste sie im Jahr 2007 happige Subprime-Verluste hinnehmen und Kapital aufnehmen. Sie verfügt nun aber offenbar über ein genügend diversifiziertes internationales Portefeuille und damit über das notwendige Mass an Glaubwürdigkeit.

Etwas differenzierter ist das deutsche Bankenproblem zu sehen. Auch dort wurde zum einen übermässig Verschuldung produziert. Deutsche Banken haben bekanntlich einen überraschend grossen Anteil am gesamten amerikanischen Subprime-Problem zu tragen gehabt; eine „Hors-Rayon“ - Betätigung in solchem Ausmass lässt allein schon auf eine überproportionale Fehlerquote schliessen. Erschwerend kommt aber hinzu, dass das deutsche Bankensystem rekordverdächtig ineffizient ist. Der durchschnittliche Return-On-Equity, bei allen Vorbehalten doch ein informatives Mass für die Rentabilität des eingesetzten Kapitals, liegt bei nicht einmal 7 Prozent. Dies trotz einer gefährlich erscheinenden, tiefen Eigenkapitalausstattung von etwa 5 Prozent. Im Vergleich dazu beträgt der ROE in den Niederlanden etwa 20 Prozent. Deutschland hat seit je im Bankenbereich Strukturhaltung betrieben; in den Aufsichtsräten der rund 2000 Banken sitzen häufig mehr oder weniger wohlverdiente Politiker jeglicher Couleur, bar jeglichen Bankensachverständes, aber glücklich ob der saftigen Pfründe.

Die Ausweitung der Subprime-Krise in Richtung einer allgemeinen Finanzkrise mit zu erwartenden Ausfällen in weiteren Kreditsegmenten, und dies vor allem dann, wenn auch Europa in eine Rezession hineinschlittert, wird die deutschen Banken in einer Phase ausgesprochener Schwäche treffen. Der Zusammenbruch der Hypo Real Estate war unseres Erachtens erst ein Vorgeschmack für das, was noch folgen könnte. Es gibt mindestens eine Grossbank mit fragwürdigen Strukturen und karger Ausstattung, es hat mindestens zwei Landesbanken mit wenig Überlebensberechtigung, und daneben könnte gewiss die Hälfte der Sparkassen von der Bildfläche verschwinden, ohne dass die Versorgung des deutschen Marktes mit Bankdienstleistungen darunter zu leiden hätte. Im Gegenteil.

USA, Island, Irland, Spanien, UK, Deutschland, (vielleicht) die Schweiz: Worum geht es alles in allem? Um die Entsorgung nicht mehr werthaltiger Aktiven einerseits. Darüber hinaus, andererseits und bedeutend belangreicher: Um die *Beseitigung* von schätzungsweise 30 bis 50 Prozent *Überkapazitäten* im Finanzsystem. Auch wenn nun das System erneut und in ungekanntem Ausmass subventioniert wird – die Kapazitätsfrage wird sich dennoch stellen. Wir stehen am Übergang von intensiver

Landwirtschaft zu extensiver. Die gegenwärtig ablaufenden Blutbäder in der Orestie sind mehr als berechtigt.

### 3. Nicht mehr kommunizierende Röhren

Nachdem der erste Teil der Tragödie sukzessiven Abschreibungen und Kapitalerhöhungen global tätiger Bankinstitute galt, könnte man den zweiten Teil als verzweifelten Kampf um Liquidität bezeichnen. Seit März 2008 ist es für grosse und in der ersten Phase der Krise angeschlagene Institute kaum mehr möglich, freiwillige Kapitalgeber, seien es private Investoren oder weit entfernt liegende Staatsfonds, zu finden. Zu happig waren die Kursverluste nach dem ersten Teil der Orestie ausgefallen.

Eigenkapital ist zwar nach wie vor das wichtigste, aber nicht mehr das drängendste Problem. Vielmehr kämpfen seit Sommer dieses Jahres mehr und mehr Banken damit, die kurzfristigen Verbindlichkeiten erfüllen zu können. Eine Bankbilanz entspricht einem nie versiegenden Fluss von eingehenden und ausgehenden Zahlungen; die Finanzierung der täglich anfallenden Verbindlichkeiten ist eine der wesentlichen Funktionen innerhalb eines Bankbetriebs. Wer von sich aus nicht über einen genügenden Liquiditätsfluss verfügt, weil ihm zum Beispiel treue Sparer fehlen, der muss sich Liquidität andernorts besorgen, beispielsweise bei anderen Banken. Normalerweise funktioniert das völlig reibungslos, das heisst ohne Rückfragen und häufig auch, bis zu einem gewissen Rahmen selbstverständlich, ohne die Hinterlegung von Sicherheiten. Als Sicherheiten dienen, wenn nötig, fungible Guthaben mit späterer Fälligkeit, Positionen also, die für den gerade aktuellen Liquiditätsbedarf nicht benützt werden können. Im Geschäft zwischen den Banken werden normalerweise Zinsen mit nur geringem (bzw. zu lange viel zu tiefem) Risikoaufschlag verrechnet. Bei Lichte besehen mussten sich die Banken über sehr lange Zeit hinweg gar nicht wirklich um die Mittelbeschaffung kümmern. Die diesbezüglichen „Skills“, das heisst die im Bankgeschäft eigentlich entscheidenden Fähigkeiten zur Bewirtschaftung der Passivseite, fehlen deshalb weitestgehend.

Der Geldfluss zwischen den Banken gleicht einem riesigen Netz kommunizierender Röhren, durch welche je nach Bedarf ohne grosses Zutun von aussen Geld fliesst. Die Banken gleichen jenen vielen Hochhäusern in New York, auf deren Dächern Wasserreservoirs stehen und bei denen männiglich davon ausgeht, sie seien stets gefüllt. Das Problem in dieser zweiten Phase der Finanzmarkt-Orestie liegt darin, dass rundum Zweifel bezüglich der Dichte dieser Reservoirs und ihres Füllungszustands herrschen, ja, dass man zurecht

vermutet, manche Röhren innerhalb der Wolkenkratzer seien leck, oder schlimmer noch, in bestimmten Räumen könne man die Sprinkler nicht mehr abstellen.

Was tut der kluge Hausverwalter im Nachbarwolkenkratzer? Er kappt die Verbindungen nach aussen, auf dass sein Reservoir sich nicht übers Nachbarhaus entleere. Er lässt sich nicht einmal durch Zusagen seines Nachbarn erwärmen, morgen, übermorgen und danach klappe die Wasserversorgung dann schon wieder und überhaupt sei man daran, die Lecks abzudichten. Nichts da – Solidarität zur falschen Zeit könnte teuer zu stehen kommen! Das Wasser von heute ist mehr wert als alle Zusagen für künftige Wasserlieferungen zusammen.

Bleibt nichts anderes übrig, als dass die öffentliche Wasserversorgung Notleitungen legt und ihre Lieferungen an einzelne, besonders wichtig erscheinende Wolkenkratzer erhöht. Nach gängiger Auffassung bezüglich der Funktion von Notenbanken in Krisen soll dies erfolgen, wenn sich eine Notversorgung überhaupt noch einigermaßen rechtfertigt, das heisst die Röhren und Reservoirs und Spülkästen im Wolkenkratzer nicht schon hoffnungslos löchrig sind, sprich: eine Bank überschuldet ist. – Vergleiche hinken immer, sind aber unvermeidlich, wenn es darum geht, einen hochkomplexen Vorgang in einem sich der Vorstellungskraft weitgehend entziehenden System wenigstens teilweise darstellen zu wollen. Die Wolkenkratzer-Parabel erklärt bei weitem besser als der dämliche Dominostein-Vergleich, weshalb den Zentralbanken soviel daran liegt, dass das Bankensystem genügend liquide bleibt: In einem System mit unüberschaubar vielen kommunizierenden Röhren kann der plötzliche und unkontrollierte Ausfall eines Reservoirs zu Druckverlusten an anderen Orten führen und alle klugen Hausverwalter an die Schieber treiben.

Die letzten Wochen waren gekennzeichnet von einem so noch nie gesehenen Vertrauensverlust zwischen den Banken. Die Risikoprämien im Interbankgeschäft, im Kapitel 1 dieses Kommentars wegen ihrer nachhaltigen (beinahe) Nichtexistenz als Ursache des Desasters bezeichnet, schnellten in den letzten Tagen auf über 4 Prozent empor. Einzelne Banken mussten für Overnight-Geld deutlich über 10 Prozent Zins bezahlen. Das kommt teuer zu stehen, wenn man an die über die letzten Jahre dermassen aufgeblasenen Bilanzen denkt.

In den USA hat diese sehr gefährliche zweite Phase der Orestie zu einer Konsolidierung im Bankensektor geführt, wie man sie sich bis vor kurzem auch im schlimmsten Alptraum nicht hätte vorstellen können. Und schon gar nicht in dieser Geschwindigkeit. Es gibt nun keinen echten Investmentbankenstatus mehr – Bear Stearns wurde

der Geschäftsbank JP Morgan als Zwangsnahrung einverleibt, Merrill Lynch wurde von der Bank of America konsumiert, Morgan Stanley und Goldman Sachs wurden zu Geschäftsbanken umfunktioniert, Lehman Brothers ging unter. Die Illusion, dass man sich zu jeder Zeit in genügendem Ausmass aus dem Markt finanzieren könne, mithin über kein eigenes Reservoir von genügender Grösse verfügen muss, aber unbesehen davon einen quasi unbeschränkt hohen Wolkenkratzer betreiben kann, ist definitiv vom Tisch.

#### **4. Rettungstruppe der besonderen Art**

Dieser zweite Teil der Orestie ist, nebst der dramatischen Liquiditätsverknappung, zudem durch den lautstarken Auftritt einer sehr gewichtigen und ziemlich speziellen Schauspieltruppe gekennzeichnet: den Vertretern öffentlicher Instanzen. Selbstverständlich, es gab sie schon in Teil I, aber nun haben sie die Szene sozusagen in Beschlag genommen. Wir wollen an dieser Stelle nicht die (normative) Fragestellung behandeln, ob staatliche Intervention wünschbar oder notwendig sei oder nicht bzw. ob dadurch die Marktwirtschaft oder der Kapitalismus verraten werden (Welche Marktwirtschaft und welcher Kapitalismus, müsste man fragen, war denn das überhaupt, wenn man an dessen jahrzehntelange Subventionierung durch das öffentliche Gut einer vermeintlichen Risikolosigkeit denkt?!). Ein Anlagekommentar ist keine ideologische Streitschrift. Wir beschränken uns auf die wertfreie Feststellung, dass nun die staatlichen Akteure aktiv geworden sind und es voraussichtlich eine Weile bleiben werden. Darüber hinaus gilt es abzuschätzen, welche Folgen ihre Aktivitäten für den weiteren Verlauf des Dramas nach sich ziehen werden.

Zum Klima der möglichst weitgehend zu erreichenden Wertfreiheit mag zunächst eine gewisse Relativierung der effektiven regulatorischen Fähigkeiten vieler öffentlicher Instanzen beitragen. Die meisten Aufsichtsbehörden und die meisten Finanzminister und die meisten Notenbankgouverneure sind nämlich beim Entstehen der Krise, das heisst beim Aufbau des aggregierten Irrlaufs, mit dabeigewesen. Es gibt unzählige Gremien, deren Zweck in nichts anderem besteht als in der Vermeidung von Finanzkrisen. Sie tagten schon vor zehn, sie tagten vor fünf, sie tagten noch vor zwei Jahren und tagen immer noch. Es ist in keiner Weise wertend, wenn man feststellt, dass sie alle samt und sonders versagt haben und insofern unnütz sind. Was soll man beispielsweise von den Anstrengungen eines „Financial Stability Forums“ halten, wenn wir heute just die financial stability in solchem Masse gefährdet sehen? Was ist über „Basel II“ zu sagen, wenn im Gefolge seiner Einführung das Bankensystem nahe am Zusammen-

bruch ist? Welche Instanz hat je die zu tiefen Risikoprämien moniert und auf die sich gefährlich häufenden Carry Trades aufmerksam gemacht? Wer hat je vor der gehäuften Kreditvergabe an den schwächsten Teil des amerikanischen Liegenschaftensmarkts gewarnt, und wenn ja, wie wirksam? Die BIZ, die OECD, der IMF, die Weltbank?

Oder etwas konkreter zu einem der Hauptexponenten im gewichtigen Auftritt des Staats, Finanzminister Paulson. Er und Notenbankgouverneur Bernanke schätzten noch vor Jahresfrist das gesamte Kreditmarktproblem auf „höchstens 50 Milliarden US Dollar“. Wo stehen wir heute? Im Februar meinte Paulson: „Ich denke nicht, dass der amerikanische Steuerzahler mit mehr Steuermitteln einstecken muss. Wir sind so weit entfernt von so etwas wie einer Rettungsaktion, dass ich sie mir nicht einmal vorstellen kann.“ Im Juni 2008: „Die Dinge fühlen sich heute zweifellos besser an als im Monat März. Das Schlimmste liegt ziemlich sicher hinter uns.“ Im August 2008: „Das ist eine gut zu bewältigende Situation.“ Schliesslich vor zwei Wochen: „Wenn der 700-Milliarden-Rettungsplan im Kongress nicht durchkommt, dann helfe uns allen der Himmel.“ Ohne irgendwie zu werten – vielleicht hätten wir in seiner Position ja weit schlechter agiert und geredet – aber wer sagt uns, dass Finanzminister Paulson zum heutigen Zeitpunkt die Dinge korrekter sieht als damals im Februar und im Juni und im August?

Um es auf den Punkt zu bringen: Die mit Paukenschlägen aufgetretene Schauspieltruppe stammt vermutlich vom geblendeten Kyklopen Polyphem ab. Sie weiss so wenig, wie wir alle wissen. Wunder sind deshalb gewiss keine zu erwarten. Es ist wichtig, dass in dieser Krise einer zu Ende gegangenen Illusion nicht neue Illusionen entstehen.

##### **5. Interventionen: multioptional oder chaotisch?**

Eines muss man der Schauspieltruppe aber lassen: Die Vielfalt ihrer Interventionen ist enorm. Beispiele? Erstens die bereits erwähnte Zwangsheirat von Bear Stearns mit JP Morgan: Ein Unikum, wie es nur in den USA mit der seltsamen Trennung der Zuständigkeiten zwischen der Aufsichtsbehörde SEC und der Notenbank entstehen konnte. Dem Fed war es nämlich nicht möglich, Bear Stearns Liquidität zuzuhalten, und so musste die zwar möglicherweise noch durchaus solvente (d.h. nicht überschuldete), aber illiquid gewordene Investmentbank einer der Notenbank unterstehenden Geschäftsbank einverleibt werden. Diese bekam als Morgengabe eine Art Garantie des Fed in der Höhe von 28 Milliarden Dollar. Immerhin. Aber so unglaublich komplex strukturiert und an Bedingungen geknüpft, dass dies allein wieder zu

einem nächsten Problem werden könnte, diesmal aber für JP Morgan.

Beispiel 2, Lehman: Da fand sich offenbar, weil kurz zuvor die Investmentbank Merrill Lynch den ähnlichen, aber nicht gleichen Weg wie Bear Stearns gehen musste, nämlich unter die Fittiche der Bank of America, niemand mehr, der sich dieser potentiellen Braut hätte annehmen können, weshalb man Lehman in den Konkurs sausen lassen musste. Ob Lehman zu jenem Zeitpunkt tatsächlich überschuldet war und ob eine klassische Notenbanküberbrückung nicht auch hier berechtigt gewesen wäre, ist schwer zu sagen. Was aber deutlich erkennbar ist: Die Schauspieltruppe scheint Willkür- und Überraschungseffekte zu lieben; anders kann man die Ungleichbehandlung von Bear Stearns, Merrill Lynch, Lehman, Goldman Sachs und Morgan Stanley nicht erklären. Letztere zwei wurden dann, Beispiel 3, ja per Dekret zu Geschäftsbanken gemacht, um sie damit direkt an die Notleitungen des Fed anschliessen zu können.

Von anderer Qualität ist die direkte Involvierung öffentlicher Instanzen in die eigentliche Geschäftstätigkeit, so zum Beispiel (Nr. 4) geschehen bei der Quasiverstaatlichung der beiden amerikanischen Hypothekarinstitute Fannie Mae und Freddie Mac. Hier kann allerdings gesagt werden, dass die zwei als Garanten für US-Hypotheken operierenden Agenturen seit je sehr staatsnah waren, was sich unter anderem an ihren Lobby-Ausgaben zeigt (Fannie und Freddie schleusten zwischen 1998 und 2008 insgesamt 175 Millionen Dollar ins politische System hinein; was Wunder, dass man sie in Washington um jeden Preis erhalten will). Das neue Umfeld der Unterstellung unter ein „Conservatorship“ der Federal Housing Finance Agency (FHFA) ist so neu nun auch wieder nicht. Inwieweit halbkriminelle Organisationen durch den Eigentümerwechsel geläutert werden, bleibe dahin gestellt.

Völlig neu ist dagegen die Situation für das Versicherungs- und Finanzkonglomerat AIG (Beispiel 5), das nun ebenfalls dem amerikanischen Steuerzahler gehört. AIG gleicht, wir bleiben der griechischen Mythologie treu, einer Hydra mit unüberschaubar vielen Tentakeln und Köpfen. Deshalb wagte man es ja auch nicht, sie in den Konkurs gehen zu lassen. Inwiefern sich in der – wie auch immer gefärbten – künftigen Administration ein Herkules findet, der sich das Unding zu zerschmetzeln traut, ist schwer vorauszusagen. Eine sehr gewichtige Hypothek wird AIG auf alle Fälle bleiben. Zur Stunde darf das Fed den gesprochenen Überbrückungskredit von 85 auf 123 Milliarden Dollar erhöhen.

Europa (Beispiel 6) scheint nun ebenfalls den Weg der direkten staatlichen Involvierung zu gehen.

Auf die entscheidende Frage, wie stark das Engagement mit der Erhaltung unberechtigter Strukturen und Kapazitäten verbunden sein wird, ist noch zurückzukommen. Einstweilen zählt ohnehin nur der Einsatz der Feuerwehr.

Eine weitere Spielart staatlicher Intervention stellt, siebtes Beispiel, der sogenannte Rettungsplan der amerikanischen Regierung dar. Er läuft auf einen – optionalen oder erzwungenen? – Aktivtausch zwischen angeschlagenen Banken und der Tresorerie hinaus. Dies in der Idee, damit wieder eine „saubere“ Bankenlandschaft herrichten zu können, mit Instituten, von denen man weiss, dass sie mit grösster Wahrscheinlichkeit keine unmittelbar gefährlich werdenden Aktiven mehr in ihren Bilanzen aufweisen und denen man deshalb wieder Vertrauen schenken kann. Die Tresorerie, ausgestattet mit einem langen Atem, kann dann über die kommenden Jahre hinweg die erworbenen Aktiven – vorab Subprimemortgages – bewirtschaften und „abarbeiten“.

Das Rettungspaket hatte es bekanntlich schwer, breite politische Abstützung zu finden. Wahltaktische Überlegungen paarten sich im Kongress mit grundsätzlichen Bedenken. In der Zwischenzeit ist der Rettungsplan beschlossene Sache, nachdem ein paar politisch motivierte Verschlimmbesserungen angebracht worden sind. Der – nicht aus politischer, sondern aus ökonomischer Sicht – wesentliche Mangel des Pakets ist allerdings immer noch vorhanden: Finanzminister Paulson war bisher noch nicht in der Lage, die absolut wesentlichste Frage zu klären, zu welchen Preisen nämlich der Aktivtausch stattfinden soll. Nicht einmal die denkbaren Verfahren sind wirklich definiert. Unter solchen Umständen ist es schwierig, dass sich Vertrauen wieder einstellt. Zum „Chefauktionator“ hat Paulson den 35-jährigen früheren Goldman Sachs-Mitarbeiter Neel Kashkari berufen. Nichts gegen die Jugend, aber wenn Vertrauen geschaffen werden soll, dann braucht es Persönlichkeiten, die nicht bis vor kurzem noch mit bunten Hosenträgern in Downtown New York herumgelaufen sind.

Beispiel Nr. 8 wären sodann die von der britischen Regierung vorgesehenen Kapitalaufstockungen für angeschlagene oder gefährdete Banken. Die vom Staat gezeichneten Aktien sollen, als Zückerchen für den Steuerzahler, mit einem Vorzugsrecht gegenüber den Altaktionären ausgestattet sein und ausserdem an die Bedingung geknüpft werden, dass die so geretteten Institute sich aktiv im Finanzierungsgeschäft für die Realwirtschaft betätigen.

Bleibt schliesslich die in Kontinentaleuropa um sich greifende Hektik, staatliche Garantieerklärungen zugunsten des Bankensystems bzw. deren

Kunden abzugeben. Bestehende Einlageschutzsysteme werden verbal aufgestockt, wobei der Wortlaut zum Teil sehr diffus ist und vermutlich mehr Verwirrung schafft denn Vertrauen stiftet. Am Beispiel (Nr. 9) Deutschlands gezeigt: Was meinte nun Frau Merkel wirklich mit ihrer pauschalen Garantieerklärung von Anfang Oktober? Die Spareinlagen bei allen deutschen Banken? Sie machen gut 500 Milliarden Euro aus. Oder zusätzlich auch die Sichteinlagen, mithin die für die Wirtschaft so wichtige Lebensader? Das wären dann noch zusätzliche 875 Milliarden. Und wie steht es mit den kurzfristigen Termineinlagen (645 Milliarden) oder allenfalls auch mit den längerfristigen Termingeldern (800 Milliarden)? Die Merkel'sche Garantieerklärung könnte beinahe 3'000 Milliarden „wert“ sein. Ein Betrag, der sämtliche anderen Hilfspakete auf der Welt in den Schatten stellen würde. Steht es mit den deutschen Banken denn derart schlecht, dass ein solches nötig werden könnte? Oder wird darauf spekuliert, dass der schlimmste Fall ohnehin nicht eintreffen wird und dass die Garantie deshalb substanzlos bleiben wird? Darf man das in einer so gefährlichen Krise aber tun? Vermutlich haben Frau Merkels Einflüsterer versagt, oder Frau Merkel hat in der Wahl ihrer Einflüsterer versagt. Culpa in eligendo.

Schliesslich (Beispiel 10) werden im Schnellzugtempo die rechtlichen Strukturen auf den Kopf gestellt: So wurde in den USA faktisch der Investmentbankstatus abgeschafft, es werden Rechnungslegungsstandards aufgeweicht, und es wird über staatliche Auflagen für die künftige Geschäftstätigkeit der Banken nachgedacht.

Wie auch immer: Wir glauben zu erkennen, dass die hohe Vielfalt der geschnürten Hilfspakete bestenfalls Versuch und Irrtum entsprechen, eher aber eine *tiefe Hilflosigkeit* der involvierten Instanzen zum Ausdruck bringt. Empirisch scheint diese Erkenntnis richtig zu sein, denn die Finanzmärkte haben noch auf kein einziges der Konzepte positiv reagiert. Vielmehr scheint uns, dass die Orestie sich seit dem Eintritt der etwas speziellen Schauspieltruppe öffentlicher Instanzen eher beschleunigt hat. Den Gegenbeweis, dass dies ohne Interventionen nicht geschehen wäre, kann aber niemand erbringen. Als Beobachter bleibt uns nichts anderes übrig, als die Interventionen als „gegeben“ hinzunehmen.

Zum Zweck des Ordnen der eigenen Gedanken haben wir versucht, eine kleine Typologie der staatlichen Interventionen während der Kreditmarktkrise zu fabrizieren. Die grafische Darstellung sollte selbsterklärend sein. Sie findet sich auf einem Beiblatt zum Anlagekommentar.

## 6. Kurzfristiges Überleben vs. langfristiges Absterben?

Eines ist schon heute klar: Das Eingreifen des Staats im Zuge der Finanzkrise, ob unvermeidlich, notwendig oder (hoffentlich) sogar einmal noch nützlich, wird immense Folgekosten haben. Man argumentiert zwar, dass beispielsweise das Rettungspaket von Finanzminister Paulson dereinst einmal mit einem Gewinn für die Tresorerie beendet werden könnte. Nämlich dann, wenn sich der Liegenschaftsmarkt in den USA wieder erholt haben werde, was angesichts des Bevölkerungszuwahses irgendwann einmal der Fall sein müsse. Mag sein, beziehungsweise, hoffen wir's. In der Zwischenzeit werden die zusätzlichen 700 Milliarden Schulden aber vom Schatzamt am Kapitalmarkt aufgenommen und dann verzinst werden müssen. Die Tresorerie steht auf dem Kapitalmarkt in Konkurrenz zur Privatwirtschaft, die ebenfalls finanziert werden müsste. Besonders dann, wenn eine Rezession ins Haus steht. Dieser als „Crowding Out“ bezeichnete Effekt wurde bisher noch kaum diskutiert. Die notwendigen Zinszahlungen werden das Haushaltsbudget belasten und den finanziellen Spielraum künftiger Administrationen einengen.

Cum grano salis gilt das für sämtliche Typen der aufgezeigten staatlichen Interventionen: Sie verdrängen und sie kosten. Das ist der Preis, der für die Aufrechterhaltung der Funktionsfähigkeit des Finanzsystems offensichtlich bezahlt werden muss. Der Preis wird sich aber vervielfachen, wenn die staatlichen Interventionen nicht nur der Aufrechterhaltung der Funktionsfähigkeit, sondern darüber hinaus der Strukturierung gelten. Wenn wir recht haben mit unserer Analyse, dass das Finanzsystem um ein Drittel schrumpfen müsste, weil es über die letzten fünf Jahre in dieser Grössenordnung zu stark gewachsen ist, dann wäre jeder Dollar, jeder Euro und auch jeder Franken, der für Strukturierung ausgegeben wird, falsch investiertes Geld.

Alles, was jetzt zur Strukturierung im Finanzsystem unnötigerweise ausgegeben wird, wird als Wachstumsbremse die sich ankündigende Rezession verlängern. Dann werden wir zwar kurzfristig weiterhin überlebt haben, aber während langer Zeit wenig Freude am Leben haben. Nicht auszudenken, was das auf dem zum politischen Radikalismus neigenden europäischen Kontinent bedeuten wird.

Bei allen Vorbehalten, dass auch dies unter anderem Strukturierung bedeuten wird, scheint uns einzig die Rekapitalisierung von Banken durch den Staat ein einigermaßen taugliches Rezept zu sein. Zusätzliches Kapital, zusätzlicher Cash vor allem!, verschafft Handlungsfreiheit und hilft möglicherweise mit, dass sich wieder ein Hauch von

Vertrauen einstellt. Vor allem aber gibt man so den Banken Zeit, die selbstverschuldeten Probleme selber zu lösen. Um die strukturierende Komponente wenigstens teilweise auszuschalten, stellen sich allerdings immense Herausforderungen an die Governance solcher Staatsbeteiligungen. So müsste beispielsweise das Stimmrecht für den Staat ausgeschaltet sein. Denn der Staat ist ja gleichzeitig Aufsichtsbehörde. Ferner müsste darauf verzichtet werden, die Kapitalerhöhungen an geschäftspolitische Bedingungen zu knüpfen. Sonst werden wir uns in ein paar Jahren statt zweier Fannie Mae/Freddie Mac einem globalen Netz von halbstaatlichen Bankagenturen mit mutmasslich nicht weniger halbkriminellen Qualitäten gegenübergestellt sehen.

Politik, scheinbar unbeschränkt ergiebige Staatskassen, lauthals und unbedacht geäusserte Garantieerklärungen hin oder her – die grundsätzliche Problemstellung eines teilweise wertlosen Haufens von Aktiva und überrissener Kapazitäten muss so oder so gelöst werden, wie hoch auch immer die Involvierung des wehrlosen Steuerzahlers ausfällt und gross die zusätzliche Komplizierung durch Exponenten der Öffentlichkeit sein wird.

## 7. Debt to equity

De-Leveraging, Entschuldung, Kapazitätsverringierungen sind angesagt. Was heisst das aber konkret? Können, sollen, dürfen die übermässig eingegangenen Verpflichtungen einfach verschwinden? Sich in Luft auflösen? Werden wir zu einer Generation, die von Konkursdividenden zu leben hat? – Nein, gewiss nicht. Die Ausfallrate im amerikanischen Subprime-Bereich liegt nicht bei hundert, sondern „lediglich“ bei 20 Prozent. Und die beschlagnahmten Häuser von diesen 20 Prozent zahlungsunfähigen oder -unwilligen Hauseigentümern sind auch nicht einfach wertlos. Sie werden, wohl zu einem bedeutend geringeren Preis zwar, auch wieder einmal einen Eigentümer finden.

Eine Verschuldungskrise löst sich auf, indem das Pendel von der absoluten, scheinbar sicheren Verpflichtung zum relativen, im Erfolg lediglich wahrscheinlichen Eigentumsanteil zurückschlägt. Je nach Art der Überführungsmodalitäten, die gegenwärtig organisiert werden, wird dies rascher, schleppend, schmerzvoll, vollständig oder auch nur teilweise erfolgen. Dennoch: Der Weg ist vorgezeichnet. *Vermeintliche Sicherheit* wird gegen *offenkundige Unsicherheit* getauscht werden müssen. Eigentum kann sich entwickeln, kann verbraucht werden, kann untergehen; bei Eigentum ist auf nichts Verlass. Aber weil man das weiss, verursacht Eigentum auch keine aus Illusionen genährten Krisen. Das ist der Paradigmawechsel, den wir zurzeit erleben.

Die Aktienmärkte in ihrer besonders brutalen Geschwindigkeit nahmen diesen Prozess bereits vorweg. Ein Lernprozess ohne Gleichen. Die als historisch zu bezeichnenden Kursabschläge der Kalenderwoche 41 waren auf die Glattstellung von Positionen zurückzuführen. „Glattstellung“ bedeutet die Auflösung von Aktienpositionen, die in irgendeiner Weise fremdfinanziert worden waren. Am Ende blieb ein – ziemlich viel tiefer bewerteter – Aktienmarkt übrig, in welchem es praktisch nur noch echte Eigentümer hat.

Man ist heftig am Lernen. Die in Anlegerkreisen so beliebte Idee, es gäbe so etwas wie eine Überrendite ohne entsprechendes Risiko, wird gegenwärtig im Blutbad unter den Hedge Fonds an der Wurzel zerstört. „Absolute Return“ wird zum müde belächelten Konzept einer vergangenen Welt degradiert werden. Zurecht. Denn „absolute return“ ist ideell nichts anderes als das Anspruchsdenken an gesellschaftliche Verschuldungsstrukturen. Mit dem einen Unterschied vielleicht, dass es eher von finanziell potenten „High Net Worth Individuals“ denn von potentiellen Sozialhilfeempfängern gedacht wurde.

Man ist heftig am Lernen. Die namentlich bei institutionellen Anlegern so beliebte Idee, das in ihrem Eigentum (!) stehende Portefeuille für ein paar Basispunkte (absoluter!) Zusatzrendite an die Depotbank auszuleihen, fand ihr abruptes Ende mit dem Konkurs von Lehman, der zu einer hektischen Suche nach weiter- und nochmals weiterverleihen Wertschriften geführt hat. Das angelsächsische Recht schützt das Eigentum offensichtlich nur sehr ungenügend, insbesondere im Konkursfall. „Eigentum“ als rechtliche Institution wurde in der Leverage-Phase des Finanzsystems mit Füßen getreten. Nicht nur im angelsächsischen Rechtskreis. Im Gefolge der Finanzkrise werden sich die Lücken im Rechtssystem, vor allem was die Wertschriftenleihe betrifft, mit Sicherheit schliessen müssen.

Vielleicht, und das entspräche im Sinne eines Lernprozesses dann wirklich der berühmten „Kri-

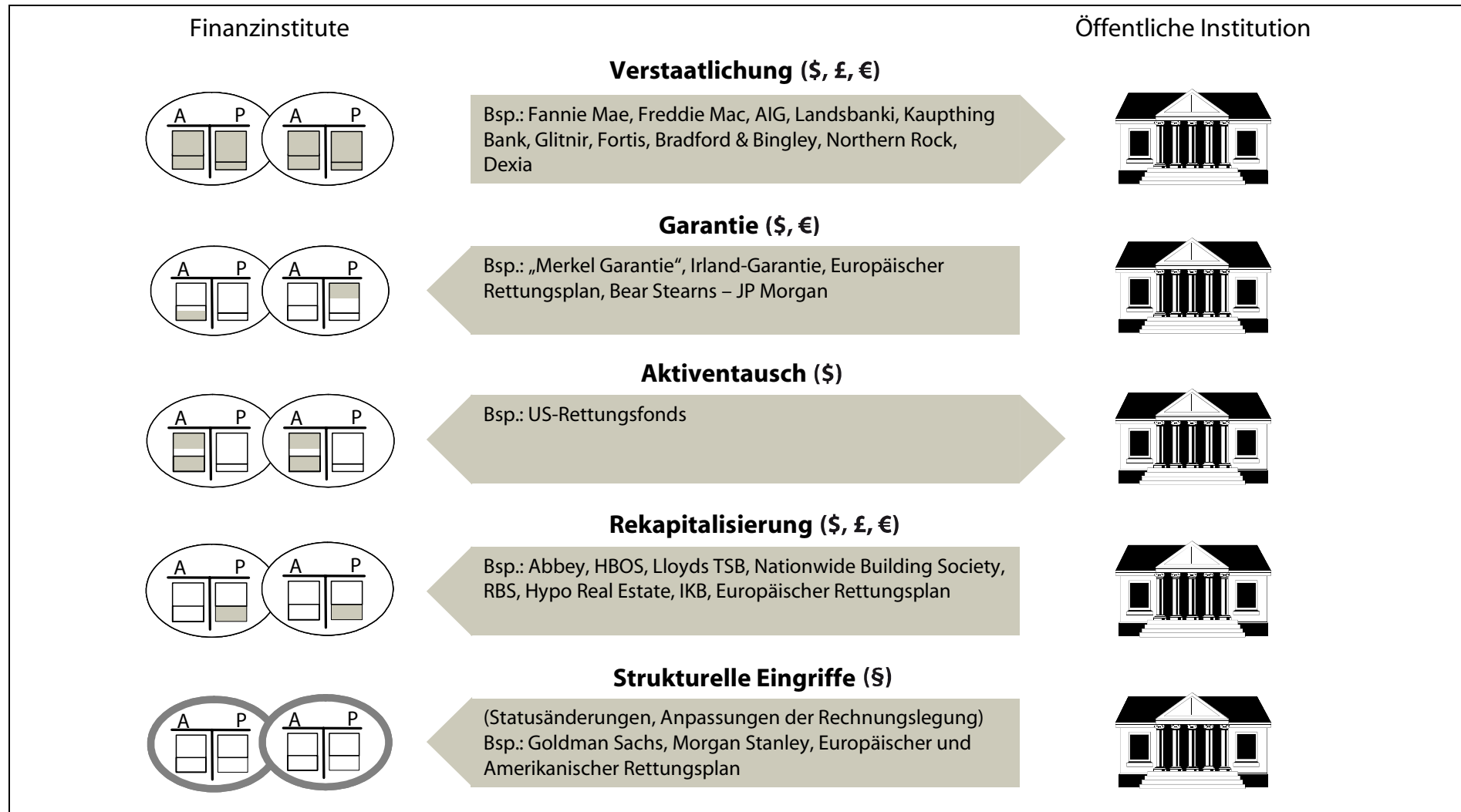
se als Chance“, wird sich die Welt in der Einsicht, dass die Idee der Risikolosigkeit grundsätzlich ein Trugbild ist, auch gesamthaft dazu durchringen, den intrinsischen Verschuldungsgrad abzubauen. Sozialversicherungen, Pensionskassen mit staatlich festgelegten Mindestrenditen, Ansprüche an die Leistungsfähigkeit öffentlicher Institutionen: Das sind ja eigentlich allesamt geleveragte Systeme, das heisst Strukturen, denen man eine Gewissheit der (künftigen) Leistungsfähigkeit unterstellt. Ökonomisch könnte man sie als eine Art Obligation darstellen. Nicht nur das Finanzsystem hat über die letzten Jahre bei weitem zu viele solche „Obligationen“ produziert; die gesellschaftlichen Verpflichtungssysteme sind mindestens so gefährlich überschuldet. Der Staat, den man gegenwärtig als ultimativen Auffangtopf für die Ausfälle im Finanzsystem verwendet, ist derselbe ultimative Rettungsanker auch für die genannten gesellschaftlichen Verschuldungsstrukturen. Wenn nicht schon in dieser Krise (Island lässt grüssen) die Einsicht wächst, dass auch die *Schuldfähigkeit des Staats an Grenzen stösst*, dann ist die nächste, noch viel gravierendere Krise vorgezeichnet: Der Zusammenbruch der westlichen Staaten als überforderte ultimative Rettungsanker.

Man ist heftig am Lernen. Not lehrt Denken. Die Orestie endet mit dem Gnadenerlass Athenes gegenüber dem blutbefleckten Orest aus der Einsicht, dass Rache kein Dauerzustand sein kann. Die Finanzkrise wird enden in der Einsicht, dass absolute Konzepte immer zur unerfüllbaren Überforderung führen müssen. Die Zukunft wird dem bescheideneren „Anspruch“ auf eine relativ unsichere Rendite gehören.

KH, 13.10.2008



## Eine kleine Typologie der Staatsinterventionen



Bemerkung: Die grauen Schattierungen in den Bankbilanzen stellen den Effekt des Staatseingriffs dar.

Quelle: Analyse