



WEGELIN & Co.

PRIVATBANKIERS SEIT 1741

Anlagekommentar Nr. 262 vom 16. März 2009

Die Agenda für die G20

1. Vor entscheidenden Weichenstellungen

Es können keine Zweifel bestehen: Die Welt befindet sich in einer tiefen *Wirtschaftskrise*, und wenn nun die Weichen nicht richtig gestellt werden, dann folgt daraus eine *Krise der Staaten*, und als Folge dessen, wie die Geschichte leider in gnadenloser Konsequenz zeigt, eine *Krise zwischen den Staaten*. Die Phase unrichtiger oder unvollständiger Analysen, unscharf definierter Rettungspakete, euphemistischen Wunschdenkens und populistischer Kraftmeierei müsste einer Besinnung auf das wirklich Belangreiche weichen. Wir machen uns diesbezüglich allerdings keine Illusionen. Mit dem vorliegenden Kommentar wollen wir wenigstens zweierlei erreichen: Erstens im Sinne einer Klärung der eigenen Gedanken bei uns selber Ordnung im Geiste schaffen. Zweitens vielleicht, ja, ganz vielleicht, mit der einen oder anderen Überlegung zum politischen Prozess, der anfangs April in London über die Bühne geht, doch ein klein wenig beitragen.

Unrichtige oder unvollständige Analyse: Allzu lange war die Krise im Bankensystem als Liquiditätsproblem betrachtet worden. Die Beobachtung, dass innert kurzer Zeit ein Marktsegment nach dem andern sozusagen austrocknete, verleitete dazu, das Symptom zur Ursache des Problems zu erheben. Erinnern wir uns: In der ersten Hälfte des Jahres 2007 zeigten sich erste Anspannungen im Bereich von verbrieften amerikanischen Zweitklasshypotheken; danach frass sich das vermeintliche Liquiditätsproblem in immer weitere Bereiche verbriefter Kreditderivate und -produkte. Wir erklärten damals dieses Phänomen mit der „Bratwurstmetapher“ und dem „Gammelfleisch“: die in den letzten Jahren in grosser Menge entstandenen Finanzprodukte als in Strukturdärme abgepacktes Wurstgemenge von nicht ausschliesslich einwandfreier Fleischqualität, die Ahnung, dass es darunter echt verdorbene Ware haben könnte, als Grund für den Käuferstreik in diesen Marktsegmenten.

Bis Ende 2007 trockneten dann aber auch die Finanzierungsmöglichkeiten für Banken ein. Namentlich der Markt mit sogenannten „Commercial Papers“, bis anhin Inbegriff für liquide Verhältnisse,

zeigte praktisch über Nacht enorme Stresserscheinungen. Spätestens dann hätte man, das heisst Notenbanken, Aufsicht und Marktteilnehmer, erkennen müssen, dass die ungute Gammelfleisch-Ahnung nicht nur einzelne Finanzprodukte und schon gar nicht nur das Subprime-Problem in den USA betrifft, sondern gewisse, das heisst sehr grosse, zumeist systemrelevante Banken als Ganzes. Man war während der ganzen Krise – bis heute! – nie ehrlich genug, das Problem bei seinem richtigen ökonomischen Namen zu nennen: Insolvenz. Pleite. Bankrott. Als einzige der eminenten Ökonomen wagte es die über neunzigjährige Anna Schwartz, diese Unworte auszusprechen und den Fed Gouverneur Bernanke darauf hinzuweisen, dass er, der Spezialist für die Wirtschaftsgeschichte der Dreissigerjahre, die falsche Krise mit den falschen Mitteln am bekämpfen sei. Es lohnt sich, das Interview mit Anna Schwartz vom 20. Oktober 2008 im Wall Street Journal noch einmal genau zu lesen.

Denn die *Wirkungslosigkeit* der bisher getroffenen Massnahmen ist frappant. Tausende von Milliarden Dollar, Euro und Schweizer Franken haben Notenbanken und Regierungen seit Mitte 2007 losgetreten. Der Effekt ist, gelinde gesagt, gering, oder vielleicht etwas brutaler ausgedrückt: katastrophal. Denn nicht nur hat sich der globale Bankensektor dadurch nicht erholt, vielmehr haben sich die Möglichkeiten der Wirtschaft, bei den Banken Kredite zu finden, dramatisch verengt. Zudem haben sich die Staaten in noch nie dagewesenem Masse zusätzlich verschuldet und damit entscheidend an finanzieller Handlungsfreiheit eingebüsst.

Es ist wichtig, dass man den Unterschied zwischen einer Liquiditätsklemme und einer Insolvenz kennt. Die erstere betrifft eine an sich gesunde Bilanz, gesund in dem Sinne, als die Werthaltigkeit der Aktiva nicht zur Diskussion steht und angezweifelt wird. Das Problem betrifft „lediglich“ die Finanzierungsseite: Zu viele Ausstände werden zum gleichen Zeitpunkt fällig und können aus bestimmten Gründen nicht bedient werden. Bei einer Insolvenz besteht demgegenüber ein Ungleichgewicht zwischen der Aktiv- und der Passivseite der Bilanz. Die Verschuldung ist typischerweise fixiert, währenddem die Aktiven Wertveränderungen ausgesetzt sind. Auffanggrösse ist das Eigenkapital. Wenn Wertverluste diese Residualgrösse verringern, geht man der Insolvenz, der Überschuldung, entgegen. Liquidität

tätsprobleme sind vorübergehender Art, eine Insolvenz ist existentieller Natur. Illiquidität muss nicht, aber kann eine Insolvenz nach sich ziehen; eine insolvente Bilanz wird zumeist aber auch ziemlich bald illiquid, weil niemand mehr da ist, der an die Bilanz glauben will. Eine Insolvenz führt zwingend zu einer tiefgreifenden Sanierung oder aber zum Ende der Unternehmung. Die noch werthaltigen Reste der Aktivseite werden unter den Gläubigern aufgeteilt. Für die Fortführung entscheidet man sich, wenn sie ökonomisch Sinn macht und man sich im Rahmen des Konkurses darüber einigt. Das Ende wird bevorzugt, wenn die Aussichten zu trübe und die Transaktionskosten für die Fortführung zu hoch sind. Soweit das Begriffliche.

Anna Schwartz behauptete in ihrem Wall Street-Interview nun also, die von der Krise betroffenen Banken, und wegen derer Grösse und Bedeutung das System als solches, seien *überschuldet*. Oder in unserer salopperen Ausdrucksweise gesprochen: Die Banken bewirtschafteten nicht nur, sondern seien selber von Gammelfleisch durchsetzte Bratwürste. Währenddem im Falle eines Liquiditätsengpasses die vielen Fazilitäten, wie sie von den Notenbanken zur Verfügung gestellt worden waren, Sinn gemacht hätten, sind bei tatsächlicher Überschuldung ganz andere und vor allem grundsätzlichere Massnahmen notwendig: Man kommt um eine glaubwürdige Sanierung oder aber um die Beendigung der Geschäftstätigkeit nicht herum. Kapazitätsreduktionen im ganzen Sektor sind unumgänglich; nach unseren Schätzungen müssten es zwischen 30 und 50 Prozent sein. Stattdessen wurden die Strukturen mit öffentlichen Mitteln bisher um jeden Preis erhalten. Die Finanzkrise ist nach wie vor im Gange, weil die wenig attraktive Arbeit der Sanierung und der kreativen Zerstörung nach wie vor kaum oder nur sehr zögerlich vonstatten gegangen ist.

Gemäss Anna Schwartz stand am Beginn der grossen Depression der Dreissigerjahre zunächst eine veritable Liquiditätskrise von Banken; man hätte sie mit einem kräftigen Mittelzufluss von Seiten der Notenbank erfolgreich bekämpfen können. Unrichtige Analyse und fehlende geldtheoretische Kenntnisse führten dann aber ins Desaster. Das weiss Bernanke in- und auswendig. Die Finanzkrise von 2007 ff. ist allerdings, anders in den Dreissigerjahren, eine Solvenzkrise von Banken, weil das Finanzsystem während Jahrzehnten zuviel Kredit gewährt hat. Die *Aktivseite*, das heisst deren Werthaltigkeit, ist das *wirkliche Problem*. Die Schwierigkeiten zur Finanzierung der Passivseite erklären die Situation *nicht hinreichend*. Oder anders gesagt: Der kostspielige Umgang von Notenbanken und Behörden mit den beteiligten Banken lässt sich auf das logische Problem der mangelnden Unterscheidung

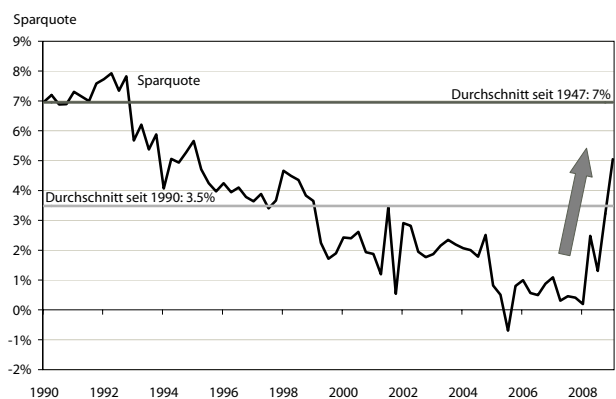
zwischen notwendigen und hinreichenden Bedingungen reduzieren.

Es brauchte eine grosse alte Dame, die angesichts ihres Alters nichts mehr zu verlieren und angesichts ihrer Bedeutung in der Wissenschaft niemandem mehr etwas schuldig ist, um uns diese sehr unangenehme Nachricht zu überbringen. Wenn nun die G20 zusammentreten, ohne sich der fragwürdigen analytischen Basis bezüglich der Krise bewusst zu sein, dann wird mit hoher Wahrscheinlichkeit an den bisherigen Rezepten herumgewerkelt und werden mit weiterhin dürrtigem Erfolg immense Mittel praktisch in den Sand gesetzt.

2. Mindestens drei Krisen auf einmal

Die beschriebene Problematik insolventer Banken wurde im Verlaufe der letzten 18 Monate zur Auslöserin für drei weitere krisenhafte Entwicklungen, welche die heutige Situation kennzeichnen. An erster Stelle steht dabei gewiss der Wechsel der Amerikaner vom Modus des Konsumierens zum Sparen. Das war an sich schon lange überfällig; das *Ungleichgewicht* in der *Handelsbilanz* zwischen China und den USA und die ständig steigende Aussenverschuldung Amerikas wiesen schon lange auf eine Verhaltensweise hin, die nicht von Bestand sein konnte: „Vendor Financing“ durch die Chinesen, Überkonsum auf Pump durch die Amerikaner. Allen Stimulierungsmassnahmen und präsidialen Beschwörungsversuchen zum Trotz scheinen die Amerikaner von ihrem Beschluss, auf individueller Ebene für finanzielle Ordnung und mithin für weniger Risiko zu sorgen, nicht mehr abzubringen sein. Was an Zahlen bisher greifbar ist, spricht eine deutliche Sprache:

Amerikanische Sparquote: Paradigmawechsel



Quelle: FED St. Louis

Die Welt macht sich nun daran, sich auf die neuen Verhältnisse einzustellen. Die Chinesen sehen sich plötzlich mit Absatzproblemen konfrontiert und investieren angesichts der entstandenen Unsicherheit kaum mehr in ihre Produktionsstätten, die Europäer als deren Lieferanten stehen vor einem Scherbenhaufen ihrer eben noch so gerühmten In-

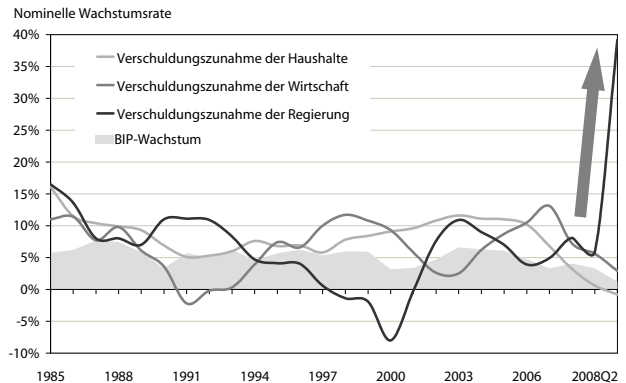
vestitionsgüterindustrie: Die Exporte nach Fernost sind buchstäblich zusammengebrochen. Es herrscht grosse Verunsicherung bezüglich der Frage, wie lange diese traurige Nachfrageflaute dauern wird. Nur kurz? Dann wird man angesichts der zumeist gesunden Bilanzen der Industrieunternehmungen und mittels einiger akkommodierender Instrumente wie der Kurzarbeit über die Runden kommen. Wenn die Angelegenheit aber länger dauert, dann werden Betriebsschliessungen en masse die Folge sein. Denn das europäische Business Model ist ziemlich einseitig von der ultimativen Nachfrage aus Fernost abhängig. Zwischen der unumgänglichen und andauernden Korrektur des amerikanischen Überkonsums und dem in Europa wirksam werden den Nachfrageeinbruch für Investitionsgüter gibt es leider einen Multiplikator: Ein Prozent weniger amerikanischer Konsum bewirkt mehrere Prozent tiefere Exporte in Europa.

Die zweite krisenhafte Entwicklung betrifft die *Finanzierung der Wirtschaft*. Auf die Schwierigkeiten der Banken im Verkehr untereinander haben wir schon hingewiesen. Wer hat schon gerne mutmasslich insolvente Gegenparteien? Ohne Interbankgeschäft gibt es aber auch kein Ausleihungsgeschäft an die Industrie und den Handel, denn alle drei volkswirtschaftlichen Funktionen von Banken, nämlich Risiko-, Fristen- und Losgrössentransfer, funktionieren nur, wenn die Banken ihre Bilanzen und Risiken untereinander ausgleichen können. Die rezessive Entwicklung in der Realwirtschaft akzentuiert nun das Kreditschöpfungsproblem des Bankensektors noch zusätzlich. Auf der Aktivseite steigen die Debitorenverluste, auf der Passivseite steigt der Bedarf für Delkredere. So attraktiv die Kreditzinsen infolge stark gestiegener Risikoprämien auch scheinen mögen – aus der Situation der finanziellen Schwäche heraus wird man sich von Seiten der Banken nicht so schnell wieder zu exponieren wagen. Unsicherheit bezüglich der Werthaltigkeit von Bankbilanzen und Unsicherheit aufgrund der rezessiven realwirtschaftlichen Entwicklung: Das ist ein todsicheres Rezept zur Verschärfung und Vermehrung der bereits zuhauf vorhandenen Probleme.

Kommt dazu, dass der „credit crunch“ auf eine – durch die eben beschriebene Rezession – ohnehin geschwächte Wirtschaft trifft, die sich im Zuge der Globalisierung so eingerichtet hatte, als ob es den Engpass, sei es real in Bezug auf die Verfügbarkeit von Materialien und Komponenten, sei es finanziell hinsichtlich der unterbruchsfreien Erhältlichkeit von Kapital und Krediten, gar nie mehr gäbe. So solide die Eigenmittelsituation von vielen Unternehmungen auch scheint, so besorgniserregend sind da und dort die Finanzbedürfnisse, die noch in diesem Jahr abgedeckt werden müssen. Nach unserer Berechnung wird beispielsweise General Electric, das viel-

dimensionale Technologie-Konglomerat mit angegliederter Pseudobank, den Kapitalmarkt im Jahr 2009 mit 193.7 Milliarden US Dollar belasten müssen.

Von der Zunahme zum Tsunami



Bemerkung: Wachstumszahlen beziehen sich auf die USA

Quelle: FED

Die dritte krisenhafte Entwicklung betrifft schliesslich den *Staat*. Den Verlust an finanzieller Handlungsfreiheit als Folge der stupend grosszügigen Rettungs- und Stimulierungspakete haben wir bereits erwähnt. Die beispiellose Zunahme der Verschuldung (vgl. obige Grafik!) muss in jeder Hinsicht zu denken geben. Mindestens so ernst ist in unseren Augen das gestiegene Mass an *Komplexität*, welches sich durch das sehr weitgehende Engagement der Staaten in privatwirtschaftlichen Belangen ergeben wird. Weshalb soll es ein (künftig zu regulierendes!) Höchstmass an Komplexität bei Grossbanken und Grossversicherungen geben und weshalb soll ausgerechnet der Staat mit seinen zumeist eher schwachen Führungsorganen der Komplexitätsfalle entrinnen können? Politik bedeutet unter anderem den Versuch der Befriedigung aller denkbaren Wählersegmente und Interessengruppierungen. Je weiter sich der Staat von der eigentlichen öffentlichen Aufgabe der allgemeinen Wohlfahrtsförderung (dem Aufbau von *Common Wealth*) entfernt, umso mehr ganz oder teilweise enttäuschte Bürger wird er zurücklassen. Unsicherheit über die dereinst einmal zu erwartenden Leistungen, gepaart mit der Unsicherheit, wer in aller Welt für die Kosten aller zusätzlichen Staatstätigkeiten aufkommen soll: Das ist Gift für einen raschen Aufschwung aus der Rezession. Denn die Unsicherheit erzeugt Angst, Hoffnungslosigkeit und schlimmerenfalls auch Wut. Wut über nicht eingehaltene, wohl kaum je einhaltbare Versprechungen, wie sie derzeit bekanntlich Hochkonjunktur haben.

3. Durcheinander

Das Leitmotiv der Finanz-, Wirtschafts- und Staatskrise heisst mit anderen Worten „*Unsicherheit*“. Die mehrdimensionale Krise und die erfolgten Interventionen im *Finanzsektor* haben zu einem enormen

Durcheinander geführt. Überall liegen noch die Überbleibsel von Beinahekonzursen herum: toxische Anlagen hier, SPVs und CDOs da; überall, sowohl dies- als auch jenseits des Atlantiks, kämpfen Grossbanken und Grossversicherungen nach wie vor um ihr Überleben. Soeben musste die Citigroup Vorzugsaktien des Staats in gewöhnliche Stammaktien tauschen, um damit rund 1.25 Milliarden Dollar fixe Dividenden einzusparen. Vor wenigen Tagen musste der Versicherungsriese AIG zu den bereits zugesprochenen rund 140 Milliarden weitere 30 Milliarden Dollar von der US-Regierung erbitten. Ebenfalls vor wenigen Tagen wurde Lloyds definitiv verstaatlicht, was den britischen Steuerzahler mit Garantien für „risikobehaftete Vermögenswerte“ in der Höhe von 215 Milliarden Pfund belasten wird. Das Bankgeschäft wird heute von völlig verstaatlichten, von teilweise im Staatsbesitz befindlichen, von explizit staatlich garantierten und von mutmasslich implizit garantierten Banken gekennzeichnet sowie auch noch von solchen, die sich frei von jeglichen Staatskrücken wähnen. Wer hat welchen Wettbewerbsvorteil? Und zu welchem Preis? Wie wird, wenn überhaupt, die staatliche Risikoprämie entschädigt? Man spricht von der Notwendigkeit, infrastrukturnahe Anbieter wie Börsen und Clearingorganisationen verstaatlichen zu müssen. Dies, obwohl ausgerechnet diese in der Krise völlig stabil geblieben sind. Nach wie vor bleiben dagegen die beiden riesigen, unüberblickbaren, die Krise hauptverursachenden Hypothekendarfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac in den USA nicht nur unangestastet, sondern erhalten munter frisches Kapital (so per 12. März 2009 erneut 46 Milliarden US Dollar...).

Doch auch im *realwirtschaftlichen Bereich* haben sich Durcheinander und Unsicherheit breitgemacht. Es gibt neuerdings Automobilhersteller mit und solche ohne staatlicher Unterstützung. Parallel zur Subventionierung der sich in sehr delikater wirtschaftlicher Lage befindlichen Autohersteller verfolgt die neue US-Regierung mit Hoch- und Nachdruck Ziele für den verbesserten Emissionsschutz. Der Konsument hält sich zurück, weil er (in seiner ebenfalls delikaten wirtschaftlichen Lage) keinen Fehleinkauf riskieren möchte. Durcheinander herrscht auch bei den Millionen von Hausbesitzern mit Subprime-Hypotheken: Werden sie ihren Besitz verlassen müssen oder nicht? Wer profitiert von den zugesagten Erleichterungen, wer nicht? Unsicherheit auch bei den korrekt ihre Betreffnisse bezahlenden Angehörigen des Mittelstands: Ihnen gelten die politischen Zusagen zur Neuhypothekierung gewiss nicht; gleichzeitig sind sie aber die Hauptopfer der Rezession oder werden, so sie noch Geld verdienen, jene Steuerzahler sein, die mit grosser Wahrscheinlichkeit zur Kasse gebeten werden müssen. Unsicherheit auf Seiten der Realwirtschaft

aber auch diesseits des Atlantiks. Gebeutel ist vorab die exportorientierte Investitionsgüterindustrie. Die Stimulierungspakete, in Deutschland in Vorwirkung des Wahltermins vom Herbst besonders grosszügig ausgefallen, betreffen aber vor allem die Bautätigkeit. Wer bekommt etwas, wer nicht, wer muss es bezahlen, wer nicht? Fragen über Fragen.

Durcheinander und Unsicherheit auch beim *Staat*: So sind Zuständigkeiten und Verantwortlichkeiten in der Regulierung des Finanzsystems gehörig durcheinandergewirbelt worden. Was hat, nach allen Versäumnissen, in den USA die Securities and Exchange Commission (SEC) noch zu melden? Wie soll mit dem regulatorischen Machtzuwachs der Notenbank umgegangen werden? Der frühere Notenbankgouverneur Volcker, Berater von Präsident Obama, warnt davor, der amtierende Fed-Gouverneur Bernanke pocht auf noch grössere Regulierungs- und Überwachungskompetenzen des Fed und fordert vom Kongress einen „Superregulator“. Was wird in England künftig die FSA, was die Bank of England regeln? – Welchen Einfluss soll der Staat bei seinen neuerworbenen Beteiligungen nehmen? Von der Bank of America hört man, sie habe als Folge des Rettungsplans („TARP“) die Beantragung von H-1B-Visa für hochbegabte Immigranten zugunsten der Einstellung gebürtiger Amerikaner eingestellt. In Deutschland beschränkt man die Vorstandsbezüge sozusagen auf Prokuristenniveau. In der Schweiz wollte man die Bankenaufsicht zwingen, zur Bonusfrage bei der UBS Stellung zu nehmen. – Wie zurückhaltend oder aggressiv soll der Staat mit den erworbenen toxischen Anlagen umgehen? Soll er mit der Verwertung warten, allenfalls bis zum Sankt Nimmerleinstag? Oder soll man, unter Hinnahme von Verlusten, eine schnellere Gangart einschlagen? – Wie möchte man, falls sich die Bonitätsfrage von Staaten und ganzen Staatengruppen weiter zuspitzt, mit den entstandenen Vertrauensdifferenzen umgehen? Wie soll sich Italien, immerhin ein zur Euro-Zone gehörendes Land, in diesem Jahr refinanzieren? Werden die anderen EU-Länder dabei helfen? Welche Governance wird diese Hilfe regeln? Fragen über Fragen über Fragen.

Es darf nicht verwundern, dass angesichts dieser Anhäufung von offenen Fragen die in solchen Situationen empfindlichsten Sensoren, die Aktienmärkte nämlich, von hoher Nervosität geprägt sind. Die Volatilitäten sind nach wie vor extrem hoch und widerspiegeln die sehr unterschiedlichen Erwartungen der Marktteilnehmer bezüglich der künftigen Entwicklung. Man kann einwenden, Aktienmärkte seien „irrational“, ja, von Halbirren getrieben. Aber man kann auch behaupten, Aktienmärkte gehörten wohl zu den ehrlichsten Indikatoren. Denn im Gegensatz zu irgendwelchen Meinungsumfragen repräsentieren Kurse bezahlte Preise, und die Bezahlung

eines Preises hat eine direkte Wirkung auf den Geldbeutel, ist im Durchschnitt also wohlüberlegt, jedenfalls besser überlegt als eine oberflächliche Antwort auf eine läppische Meinungsumfrage. So gesehen muss der Einstand des neuen amerikanischen Präsidenten, Meinungsumfragen hin oder her, als katastrophal taxiert werden. Das Durcheinander ist in den ersten Monaten seiner Tätigkeit noch grösser geworden; die Quittung durch die Aktienmärkte könnte deutlicher nicht ausgefallen sein.

4. G20: Was nun?

Am G20-Gipfel von Anfang April werden sich die Staats- und Regierungschefs der führenden Wirtschaftsnationen zu entscheiden haben, ob sie weiterhin zur Steigerung des Durcheinanders oder ob sie zur *Klärung der Situation* beitragen wollen. Das klingt zugegebenermassen ein wenig (zu) trivial, ist es aber nicht. Denn die Voraussetzungen, dass die Unordnung in Wirtschaft und Politik nicht einfach noch grösser wird, sind einschneidend und politisch wenig attraktiv. Dazu gehören

- eine schonungslose und analytisch einwandfreie Nennung der *tatsächlichen ökonomischen Problematik*; sie besteht nicht in einer Nachfrage-lücke, sondern in der illusionären Werthaltigkeit aufgeblähter Schulden
- eine klare Kommunikation bezüglich der *Allokation des Schadens* aus der Krise; es geht um die Korrektur der illusionären Werthaltigkeit und die Zuordnung dieser Korrektur an die Gesellschaft
- das Abschiednehmen von der Schönong von Bank- und Versicherungsbilanzen und das Bekenntnis zur kompromisslosen *Sanierung* bzw., wo nötig, zum Kapazitätsabbau
- der erkennbare Wille, *China* in die volle Verantwortung als Wirtschaftsnation *einzubinden*, wozu auch eine marktwirtschaftlich ausgerichtete Währungspolitik gehört
- Indikationen über den Umgang des Staates mit den komplexen wirtschaftlichen Aufgaben und Strukturen, die sich nun in der Hand des Staates befinden; Angaben zu *Reprivatisierungsplänen*
- klare Vorstellungen über die Art und Weise der *Sanierung* der ramponierten *Staatshaushalte*.

Selbstverständlich ist es kurzfristig gesehen einfacher und politisch vielleicht auch attraktiver, die Prioritäten auf die Symptombekämpfung im Rahmen der Rezession zu legen und darüber hinaus Nebenkriegsschauplätzen wie dem Umgang mit tatsächlichen und vermeintlichen Steueroasen übermässiges Gewicht einzuräumen. Der strategische Entscheid für die G20 läuft darauf hinaus, ob man kurzfristig attraktiv und angeblich notwendig Erscheinendes bevorzugt, oder ob man gewillt ist, wirklich an die Wurzel der Krise zu greifen und das

Schwergewicht auf die *post-rezessive Ordnung* zu legen.

Es liegt im Wesen jeder Krise, dass ein hohes Mass an unklaren Verhältnissen entsteht. Der Ökonom spricht in diesem Zusammenhang von einer mangelnden Definition von Eigentumsrechten. Unter „Eigentumsrechten“ versteht die Ökonomie nicht lediglich den Grundbesitz oder andere dingliche Rechte, sondern die rechtliche Zuordnung von allem, was irgendwie brauchbar, vermehrbar, aufbrauchbar, zerstörungsfähig, kurz: ökonomisch nutzbar ist. Es gehört zu den grundlegenden Aufgaben von Staaten, für die Festlegung und Durchsetzung von Eigentumsrechten zu sorgen. Klare Eigentumsrechte schaffen erhöhte Sicherheit; entsprechend tiefer fallen die Informations- und Transaktionskosten für Wirtschaft und Gesellschaft aus. Bei den durch das Durcheinander der Krise generierten Informations- und Transaktionskosten – sie widerspiegeln sich in den viel zu hohen Volatilitäten und den enormen Risikoprämien sowie im Austrocknen von Segmenten der Finanzmärkte – ist ein Aufschwung undenkbar. Darin liegt die Crux der bis anhin praktizierten Problemverwedelungsstrategie und der vielen Stimulierungspakete: Die daraus resultierenden Schuldenberge repräsentieren eine weiterhin gepflegte und noch anwachsende (!) illusionäre Werthaltigkeit; das Wissen um die Illusion verursacht Angst vor der unumgänglichen Schadensallokation; aus dem Unwissen über die unumgängliche Schadensallokation resultieren exorbitant hohe Informations- und Transaktionskosten.

Der bisher eingeschlagene Weg funktioniert nicht, weil er das Wissen um die Illusion ausklammert. Es geht mit höchster Priorität darum, die *Illusion aus der Welt zu schaffen* und den *Schaden*, das heisst die Differenz zwischen der Illusion und den real vorhandenen Ressourcen, möglichst eindeutig zu *allozieren*. Das ist die wahre Agenda der G20.

Aus theoretischer Sicht ist beizufügen, dass es nicht so wichtig ist, *wie* Eigentumsrechte festgelegt werden, sondern *dass* sie klar und verlässlich, das heisst auch nachhaltig, definiert sind. In seinem legendären Aufsatz „The Problem of Social Cost“ (1960) hat Ronald Coase den Nachweis erbracht, dass das ökonomische Optimum unabhängig von der spezifischen Eigentumszuordnung erreicht wird, vorausgesetzt, die Ordnung bleibt stabil. Dieses Coase-Theorem sollten die Politiker des G20 eingetrichtert erhalten. Denn schlimm wird nicht sein, dass der (ohnehin vorhandene) Schaden aus der Krise nun auf bestimmte Schultern verteilt wird, schlimm wäre vielmehr eine „Ordnung“, die das laufende Wegnehmen und Hinzufügen sozusagen perpetuiert.

Weniger theoretisch untermauert als durch historische bzw. anthropologische Beobachtungen belegt, scheint uns die These vertretbar zu sein, dass die

Menschen eher dazu befähigt sind, Schicksalsschläge einzustecken und dann auf den neuen Gegebenheiten wieder aufzubauen, als während langer Zeit in Ungewissheit verharren und dahinvegetieren zu müssen. Schmerztoleranz und Trauerfähigkeit werden generell unterschätzt – dies, obwohl während der Jahrmillionen seiner Entwicklung der Mensch nichts anderes als Rückschläge, Verluste von nahen Familienangehörigen durch Gewalt und Krankheit, Hungersnöte, Feuersbrünste, Überschwemmungen und so weiter und so fort einstecken musste und mithin genetisch für reale Schocks eingerichtet sein muss. Der „Phönix aus der Asche“ ist kein mythisches Hirngespinnst, sondern entspricht einer archetypischen Fähigkeit des Menschen, immer wieder zum Aufschwung zurückzufinden.

5. Wurzelbehandlung

Im folgenden wollen wir an drei konkreten Beispielen erläutern, was eine solche „Allokation der Eigentumsrechte“ bedeuten würde. Das erste betrifft den Ausgangspunkt der Finanzkrise, die Subprime-Hypotheken in den USA. Ermuntert, ja getrieben von der Politik, die sich mit dem „Community Reinvestment Act“ (1977/1995) Eigentumsförderung auf die Fahne geschrieben hatte, gewährten die Banken Kredite an Haushalte, die nach normalen Massstäben nie als kreditwürdig taxiert worden wären. Die Ermunterung hatte eine handfeste Komponente in den staatsnahen, mittlerweile nun voll verstaatlichten Garantie-Agenturen Fannie Mae und Freddie Mac. Eigentumstheoretisch gesehen handelt es sich bei dieser Konstellation um die Gewährung einer Subvention in Form von Gratisgarantien zugunsten einer spezifischen Bevölkerungsgruppe, ja, in concreto dann um die Finanzierungshilfe bestimmter Bauvorhaben. Die Kosten dieser Subvention trägt eine unbestimmte Menge von Bürgern, und weil es sich bei einer Garantie um eine Eventualverpflichtung handelt, ist nebst den effektiven Adressaten der Last auch die voraussichtliche Höhe der Kosten unbekannt.

Aufgabe Nummer eins bestände für die amerikanische Regierung also darin, diese asymmetrische, unscharfe Situation in der amerikanischen Gesellschaft auszuräumen. Diese Unschärfe steht im Zentrum der aufgebauten Reichtums-Illusion, die im amerikanischen Immobilienmarkt vor der Krise entstanden war: Die einen glaubten an die ewig dauernde Fortsetzbarkeit des durch die Garantien genährten Immobilienbooms, die andern waren (und sind) sich nicht bewusst, welche Verpflichtungen sich der Staat bzw. die heutigen und künftigen Steuerzahler aufgebürdet haben.

Aufgabe Nummer zwei würde darin bestehen, klare Regeln aufzustellen, wie nun, da die Illusionsblase allen Garantien zum Trotz geplatzt ist, mit dem desaströsen Fall-Out umgegangen werden wird.

Millionen von Haushalten sehen sich bekanntlich vor dem finanziellen Aus oder haben die Waffen schon gestreckt: Starker Wertzerfall ihres Hauses, Jobverlust, Unmöglichkeit, die Hypothekarzinsen zu zahlen, geschweige denn der eigentlich fälligen Zinserhöhung Folge leisten zu können oder Amortisationszahlungen zu tätigen. Man hört, dass die überwiegende Mehrheit der in Zahlungsunfähigkeit geratenen Hausbesitzer ethnischen Minderheiten angehört. Es ist verständlich, dass die Regierung Obama einer kulanten Haltung gegenüber diesen Hausbesitzern zuneigt und auch schon entsprechende Finanzhilfen unterwegs sind. Aus eigentumstheoretischer Sicht könnte man mit einer Art rabiatem „Schlussstrich“ unter die jahrzehntelange Fehlallokation liebäugeln. Der Fall wäre dann wenigstens klar: Die Häuschen wären von Schulden entlastet, sie könnten weiterhin bewohnt und unterhalten werden; es würde kein Aufstand drohen. Auf der andern Seite, bei den Gläubigern, käme es ebenfalls zur Klärung der Lage: „Null“ lässt keine Zweifel mehr offen bezüglich möglicher Werthaltigkeit.

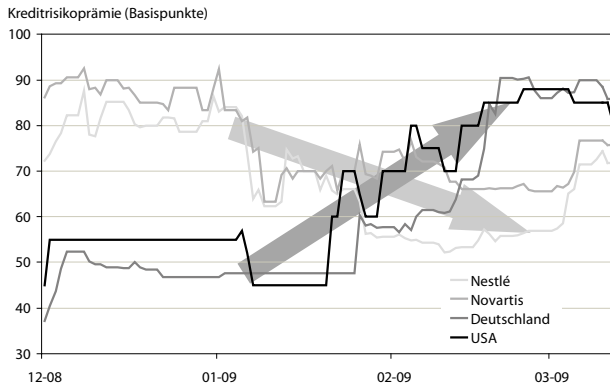
Das Problem solch rabiaten, aber auch der durch Obama praktizierten verwedelnden Vorgehensweisen mit (nochmaliger!) Begünstigung bestimmter Bevölkerungskreise liegt zum einen in der Anreizsituation, die dies bei all jenen schafft, die ebenfalls wirtschaftlich bedrängt sind, aber noch Zinsen und Amortisationen zahlen. Man „bestraft“ die Korrekten. Die schubweise Erosion des amerikanischen Immobilienmarkts bzw. der Zahlungsfähigkeit von Hypothekarschuldnern steht unseres Erachtens im Zusammenhang mit dieser Begünstigungspolitik. Obama liess bis anhin aber auch offen, wer – Gläubigerbanken oder der Staat – für die Kosten der Subprime-Entschuldung aufkommen soll. Was Wunder, dass auch 18 Monate nach Ausbruch der Krise immer noch keine Marktpreise für amerikanische Immobilienschulden entstehen können.

Selbstverständlich gäbe es auch in diesem Bereich überlegene politische Vorgehensweisen: Das strikte Beharren auf den einmal unterschriebenen Verträgen, die Durchsetzung der Rechte gemäss dem bestehenden (Konkurs-)Recht, das Auffangen des sozialen Problems durch direkte Zahlungen an echte Notleidende, selbstverständlich unter Wahrung eines Maximalbetrags. Zur Finanzierung könnte man Mittel aus der nicht mehr zu gewährenden Eigentumsförderung beziehen. Die Eigentumsrechte wären auf diese Weise auf beiden Seiten, bei den Schuldnern und bei den Gläubigern, bei weitem besser definiert, indem das Unsicherheitselement einer möglichen, aber eben doch nicht sicheren Hilfeleistung durch den Staat ausgeräumt wäre und keine weiteren Schuldnersegmente dem Anreiz ausgesetzt wären, auch noch zu fallieren. Der Markt könnte mit diesem klareren Arrangement, auf tiefem Niveau zwar, bestens leben.

6. Beistand oder nicht?

Zweites Beispiel: In Europa haben sich im Zuge der Finanzkrise erhebliche Unterschiede in der Beurteilung der Schuldnerqualität von Staaten ergeben. Die Situation hat sich seit Jahresbeginn 2009 eher noch verschärft, ja, der Staat als Schuldner wird neuerdings offenbar ganz generell bedeutend skeptischer beurteilt. In der nachfolgenden Grafik werden die Prämien für Kredite (Credit Default Swaps) für die zwei – als Staatshaushalte und als Schuldner – sehr prominenten Länder USA und Deutschland mit jenen von zwei global abgestützten schweizerischen Privatunternehmen verglichen. Allein schon die Tatsache, dass man überhaupt über das Ausfallrisiko von Staaten spricht und dass für deren „Versicherung“ auch (bezahlte!) Prämien existieren, müsste der Politik sehr zu denken geben.

Staaten: Schlechtere Schuldner als Private?



Quelle: Bloomberg

Was für Schwergewichte wie Deutschland und die USA als bedenklich erscheint, erweist sich für noch schwächere Staatshaushalte wie Griechenland, Italien oder Österreich als katastrophale Entwicklung. Denn zum einen wird für diese Länder nun die Finanzierung zu einem echten Kostenproblem, zum andern ist darüber hinaus unsicher, ob nicht die schiere Höhe der in nächster Zeit zu finanzierenden Beträge ins Desaster führt, weil der Kapitalmarkt nicht über entsprechende Kapazitäten verfügt. Italien muss beispielsweise in diesem Jahr noch rund 200 Milliarden Euro am Markt „finden“.

Aus ökonomischer Sicht liegt wiederum ein eigentumstheoretisch erklärbares Problem vor. Der Status von Ländern wie Italien, Griechenland und dergleichen als Schuldner innerhalb des Euro-Raums ist nämlich nicht wirklich geklärt. Zwar existiert keine explizite Beistandspflicht der Euro-Länder im Falle einer Zahlungsunfähigkeit eines Mitgliedlands. Die Kohärenz einer Währung ist ohne den faktischen (damit impliziten) Beistand, zumindest für wirtschaftlich oder politisch wichtige Mitgliedländer, eigentlich kaum denkbar. So, wie sich die Risikoprämien derzeit präsentieren, glaubt der Markt aber nicht daran: Falls die Beistandspflicht wirklich wasserdicht und mithin die Kohä-

renz des Euro als Währung auch gewährleistet wäre, dürften keine solchen Differenzen bestehen, vor allem nicht über dermassen lange Zeit. Die Situation ist mit anderen Worten enorm unklar – Gift gegen das Aufkeimen jeglicher neuen Investitionsbereitschaft.

Was fehlt, sind generelle Regeln, die den Märkten genügend Gewissheit für den konkreten künftigen Einzelfall geben. Das Konstrukt des Euro wurde für schönes Wetter gemacht; interessant wird eine Währung und deren Kohärenz aber eigentlich erst in der Krise. Kommt dazu, dass sich für Europa in der Zwischenzeit ohnehin noch eine zweite, vermutlich noch viel greulichere Flanke geöffnet hat: Osteuropa. Kaum eine grössere österreichische, deutsche oder italienische Bank, die nicht ganz tief in die Finanzierung des osteuropäischen Aufschwungs involviert gewesen wäre. Wieviel dort real gewachsen ist und wieviel sich nun als ähnlich illusionär entpuppt wie der Pseudoreichtum im amerikanischen Immobilienbereich, wird derzeit von den Marktkräften eruiert.

Das ökonomisch und politisch bedingte Dilemma ist offensichtlich: Eine wie vorsichtig auch immer formulierte Beistandspflicht Europas für die östlichen Nachbarn belastet die eigene finanzielle Glaubwürdigkeit noch mehr, ein Verzicht darauf entspräche einem Rückschlag der EU in ihrem Bestreben, ein nach Osten offener Flächenstaat zu werden. Ohne Klärung dieser Frage werden es Europa und der Euro aber schwer haben, in der Weltwirtschaftskrise zu bestehen.

7. Kriminalisierung oder nicht?

Drittes Beispiel: Aus eigentumstheoretischer Sicht bedeutet das schweizerische Bankkundengeheimnis nach bisheriger Lesart für den ausländischen Kunden zweierlei: Erstens die (rechtlich zwar komplex statuierte, aber doch eindeutige) Gewissheit, vor dem unberechtigten Zugriff von Behörden und anderen Interessengruppen (Familie, Bekannte, kriminelle Organisationen usw.) auf Informationen über Existenz und Höhe von in der Schweiz verwaltetem Vermögen geschützt zu sein. Diese Gewissheit umfasste bis anhin auch die Rechtsdifferenz zwischen heimatlichem Recht, wo Steuerhinterziehung als Tatbestand des Strafgesetzes verfolgbare ist, und der Schweiz, wo die Verfolgung von Hinterziehung auf das Steuerstrafrecht beschränkt ist. Oder weniger juristisch-verklausuliert ausgedrückt: Der ausländische Kunde genoss bis anhin ein von der Schweiz gewährtes Recht auf Nichtkriminalisierung bei der einfachen Steuerübertretung. Eigentumstheoretisch gesehen handelt es sich dabei um ein bisher gewährtes „Eigentumsrecht“; wenn man es modifizieren will (bzw. muss), um eine Enteignung im heiklen Bereich der persönlichen Integrität. Das die eine Seite. Die zweite, mehr ökonomische Kom-

ponente, bestand in weitgehenden Möglichkeiten, das in der Schweiz plazierte Vermögen von fiskalischen Belastungen unbehelligt zu bewirtschaften. Zwar ergaben sich in letzter Zeit für europäische Kunden wegen des Zinsbesteuerungsabkommens diesbezüglich einige Einschränkungen, aber die Differenz zur Besteuerung im Heimatstaat blieb ohne Zweifel bestehen. Auch dies, eigentumstheoretisch gesehen, eine Art gewährtes „Eigentumsrecht“; auch hier, falls modifiziert wird, eine Art Enteignung, allerdings lediglich im weniger heiklen, rein wirtschaftlichen Bereich.

Die Krise hat nun, berechtigterweise oder nicht, „Durcheinander“, „Unsicherheit“ in diese Ordnung gebracht. Ohne hier die ganze Komplexität der Bankgeheimnisfrage ein weiteres Mal ausbreiten zu wollen: Aus eigentumstheoretischer Sicht ist klar, dass die Aufweichung des ersten der bisher gewährten „Eigentumsrechte“ zu unhaltbaren Resultaten führen würde, indem die Schweiz gezwungen wäre, ihre Kunden sozusagen an den Richter ihres Heimatstaates zu verraten. Alles, was in die Richtung solchen Verrats geht, beschädigt den Ruf der Verlässlichkeit des Alpenlandes in hohem Masse, währenddem die zweite, das heisst die ökonomisch-fiskalische Seite des Bankgeheimnisses bedeutend unkritischer ist. Was immer sich in den nächsten Wochen in diesem Zusammenhang noch ergeben wird: Auch auf diesem Nebenkriegsschauplatz der Wirtschaftskrise wird entscheidend sein, dass das Recht Gewissheit schafft, und läge die Gewissheit darin, dass Ausländer in der Schweiz künftig äquivalente Steuern ihres Heimatstaates zu erstatten hätten. Wenn dies der Preis für die Gewissheit wäre, dass man sie nicht an den Galgen der heimatlichen Fiskaljustiz liefern müsste – er wäre es vermutlich wert.

8. Nachsatz zum Thema Realwerte

Die Quintessenz der vorangegangenen Überlegungen läuft auf die Erkenntnis hinaus, dass die Krise, brutal kompromisslos, einen illusionären Reichtumsberg nach dem anderen am abtragen ist. Dazu gehören die illusionären Immobilienpreise in Amerika und insbesondere der vorweggenommene stetige Anstieg derselben, dazu gehören haltlos gewordene Bewertungen von Finanzprodukten und von Bankbilanzen, dazu gehören allzu schöne Vorstellungen über den Aufschwung in Osteuropa, dazu

gehört die irrige Vorstellung, ein Handelsungleichgewicht zwischen zwei Kontinenten könne endlos aufrechterhalten werden, dazu gehört die Illusion des Amerikaners, ewig auf Pump konsumieren zu können, dazu gehört – eben auch – die nun zur Illusion gewordene Vorstellung, die Schweiz könne sich dem Druck der Staatengemeinschaft nach Zugriff auf den fiskalisch neuralgischen Teil des grenzüberschreitenden Vermögensverwaltungsgeschäfts auf ewig entziehen. In Krisen werden die Karten neu verteilt, und dieser Prozess ist enorm schmerzhaft. Die einen drücken sich davor, die andern tun genau das Falsche, noch andere gebärden sich aggressiv oder kuschen beim Eintreffen der ersten Begehrlichkeit.

Es sind gewaltige Umverteilungsprozesse im Gang. Welchen Verlauf auch immer sie nehmen, muss man eines im Auge behalten: Wenn eine Reichtumsillusion zerstört wird, dann ist das nicht gleichbedeutend mit der Zerstörung der wirklich vorhandenen Ressourcen. Rohstoffe, Gebäude, Maschinen, Vorräte, Strassen, Elektrizitätsleitungen, Kommunikationssysteme, die Umwelt samt Touristenattraktionen, der Ausbildungsstand von Personal, ja die humanen Ressourcen überhaupt, die Kenntnisse über Verfahren, der gelebte Rechtsstaat und die Demokratie – sie bleiben im wesentlichen unbehelligt. Im Anlagekommentar (Nr. 261) von anfangs Jahr hatten wir angekündigt, eine Anlagestrategie zu erarbeiten, die ganz dezidiert dieser Erkenntnis Rechnung trägt und den Anteil an nominellen Werten, welche nach wie vor von viel illusionärem Reichtum – Staatsschulden lassen grüssen! – erfüllt sein müssen, möglichst gering hält. Die Arbeiten haben zu einem konkreten Resultat geführt und werden im Anhang zum Anlagekommentar („Märkte auf einen Blick“) vorgestellt.

So besorgt wir auch weiterhin in die Zukunft blicken und so illusionslos wir der effektiven und nicht der von uns gewünschten Agenda der G20 und aller anderen noch zu erduldenen Konferenzen entgegenblicken, so zuversichtlich sind wir andererseits, dass am Ende das obsiegen wird, was produktive Kräfte zu entfesseln in der Lage ist.

KH, 16.03.2009