

# BÖRSENBLATT

---

## FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

### Nr. 40, Juli 2007

#### Über das neuerliche Ansteigen der Zinsen

Die bedeutendste literarische Fehde des 17. Jahrhunderts war die *Querelle des Anciens et des Modernes*. Dabei ging es um die Frage, ob der Kunst der Antike noch etwas hinzuzufügen ist, d.h. ob im Zeitalter Ludwigs des XIV. eine Steigerung der Künste stattgefunden hat oder nicht. Ist die klassische Ästhetik eines Nicolas Boileau oder bourgeoise Roman eines Charles Sorel der klassischen Größe eines Sophokles oder dem düsteren Genie eines Aischylos überlegen? Eine Frage, die uns nicht zuletzt bis heute zutiefst aufwühlt, als wir uns nicht erklären können, wie sie überhaupt gestellt werden konnte.

Natürlich sind die Griechen besser - meilenweit. Die Frage war im Kontext ihrer Zeit natürlich nicht zuletzt eine hoch politische, denn die Modernen bejahten den Status Quo, während die der Antike nachhängenden Anciens implizit den Sonnenkönig kritisierten. Das ist an sich nichts aufregendes, denn es ist ein Kampf, der zu allen Zeiten stattgefunden hat. Die *Anciens* und die *Modernes* werden sich ewig in den Haaren liegen, in jeweils

verschiedener Ausgestaltung.

Das Interessante an der *Querelle* ist, dass die Modernen in diesem Fall die Bewahrer sind, während die *Anciens* - über den Umweg der Antike - die in ihren Augen verbrauchte Moderne hinter sich lassen wollen. Die *Modernes* werden als langweilig empfunden, ihr Stil gilt als verbraucht. Die Jugend (die Protagonisten der *Anciens*, Boileau und Racine, waren deutlich jünger als der Chef der Modernen, Charles Perrault) nennt sich *Anciens* und will zurück zu Stil und Inhalten der großen Vorbilder, während die Alten sich



Deutlich schlechter als Sophokles

Modern nennen.

Das ist der Gang der Dinge, ein ewiges Wogen zwischen Alt und Neu, aus dem sich irgendwie doch immer ein Fortschritt herausbildet. Mit dieser langatmigen Vorrede wollen wir eigentlich nur darauf hinweisen, dass die Modernen und Revolutionäre gelegentlich eher alt aussehen und dass es sich nie ausschließen lässt, dass die Konservativen den Modernen einen Schritt voraus sind.

Eine solche Sehnsucht nach der alten Mode macht sich dieser Tage bei den Investoren am Anleihenmarkt breit, die ihr Geld im ultramodernen Stil angelegt haben.

### Zahltag bei Hebeln

Schon oft haben wir auf diesen Seiten unsere uneingeschränkte Bewunderung für die **Verpackungskunst** bekannt, die am Rentenmarkt dazu geführt hat, dass man heute nicht mehr langweilige Staatsanleihen im Depot hat (Ancien!), sondern lustig benannte Papiere, die auf Namen wie **CDO** (Collateralized Debt Obligation), **RMBS** (Residential Mortgage Backed Securities) oder **CDS** (Credit Default Swap) hören (sehr modern!). Diese Papiere sind nichts anderes als **Bündelungen („Strukturierungen“)** **anderer Schuldtitle**. Man fasst beispielsweise die Kredite einer Bank an Häuslebauer in Miami zusammen und verkauft diese Forderungen weiter an Pensionsfonds, Hedgefonds oder Versicherungen. Das Bündel wird gegliedert in verschiedenen **Tranchen**, die sich im Risiko und in der Rendite unterscheiden. Die unsicheren Tranchen werden von den Ratingagenturen nicht bewertet, haben einen sehr hohen Zinssatz, müssen aber als erste die Verluste tragen, wenn es zu Ausfällen bei den Schuldnern kommt. Diese Strukturen mit den lustigen Namen sind die Grundlage der neuen Geldvermehrung.

Die Bonität dieser Papiere, so versichern die Rating-Agenturen, ist weitgehend gut oder sehr gut. Deshalb gibt es Hedge-Fonds, die sich Geld leihen, um sie zu kaufen. Man zahlt selber für den Kredit 5,5%, bekommt aber aus den CDOs 8% und kann die Differenz behalten, ohne nennenswert eigenes Geld auf den Tisch gelegt zu haben. So weit so gut.

Für einen Dollar Eigenkapital kann man sich

15 oder gar 20 Dollar ausleihen, solange man sie in guten Tranchen (ab der Einstufung „A“) anlegt und diese als Sicherheit der Bank überlässt. Die Leser des Börsenblattes werden sich über die guten Einstufungen (und die daraus folgenden hohen Beleihungswerte) für die mit US-Wohnimmobilien gesicherten Papiere nicht weniger wundern als die Schreiber des Börsenblattes.

Die Genialität, vor der wir, wie gesagt, nur bewundernd den Hut ziehen können, besteht nun darin, dass es mittels der guten Bonitätseinstufungen der Ratingagenturen gelungen ist, sich in erheblichem Umfang Geld zu leihen. Von der Börsenblattredaktion hätte es keinen Kredit gegeben, von den Banken (die sich für diese Art Geschäfte „prime Broker“ nennen) gab es aber Geld (fast) ohne Ende. Das Ganze funktioniert, weil die Banken nicht der reinen Vernunft, der Wahrheit und der Schönheit verpflichtet sind, sondern Modellen, die auf teilweise recht willkürlichen Annahmen beruhen. Diese Modelle werden den Banken von Ratingagenturen und Hedgefonds (also den Schuldnern) kostenfrei zur Verfügung gestellt. Und weil es **für CDOs keinen Handel und keine Marktpreise gibt, sondern nur Modelle und Modellpreise**, muss die Bank den Phantasiekursen glauben, auch wenn allen vernunftbegabten Marktteilnehmern längst klar ist, dass die Sicherheiten (insbesondere in Form von US-Immobilien) trügerisch sind.

Nun ist es aber so gekommen, wie es vorauszusehen war – wie es aber offensichtlich wenige geplant hatten. Die **Realität hat sich zurückgemeldet**. Zwei große Hedge-Fonds von Bear Stearns – wir reden von Fonds mit einem Umfang von ca. acht Milliarden Dollar – sind in Schiefelage geraten. Sie hatten sich in erheblichen

Umfang Geld geliehen und in die (nach den Modellen) weitgehend sicheren Tranchen (meist mit einem Rating von „A“) investiert. Nun ist der US-Immobilienmarkt aber so sehr unter Druck geraten, dass nicht nur die Tranchen mit schlechtem oder gar keinem Rating in Bedrängnis gekommen sind, sondern auch die mit gutem Rating, was nach Modellberechnungen allenfalls einmal in 500 Jahren vorkommt. Die kreditgebenden Banken haben natürlich kalte Füße bekommen und versucht, die CDOs, die sie als Sicherheit hatten, über eine Auktion zu versteigern. Aber die Gebote lagen irgendwo zwischen 85 und 90 cent für den Dollar Nominalwert. So viel Wahrheit wollte man vom Markt aber nicht hören und hat die Auktion abgesagt. Wenn nämlich auf diese Weise offenbar geworden wäre, welche Marktpreise für Papiere gezahlt werden, die in noch sehr vielen anderen Fonds stecken, könnten diese gezwungen sein, ebenfalls ihre Werte zu berichtigen, was gewöhnlich zu Rückflüssen aus den Fonds und damit zu weiteren Zwangsverkäufen und fallenden Kursen führt. Das wollte man nicht riskieren und so haben die Gläubigerbanken am Ende Bear Stearns gezwungen, die Suppe selber auszulöffeln und 1,6 Mrd. Dollar

nachzuschießen. Krise beendet.

Niemand kann heute sagen, wie diese **Geschichte weiter geht**. Das letzte mal, als wir in unser System geschaut haben, gab es folgenden Stand der Dinge: Carlyle, eines der besten Tiere im Heuschreckenstall, musste eingestehen, einen Fonds nicht vollständig platzieren zu können, der ganz ähnlich gestrikt war wie jener von Bear Stearns. Auch hier hatte man treuherzig versichert, nur in beste Qualitäten (von US-Immobilien gesichert!!) zu investieren und, konservativ wie man nun einmal ist, lediglich das 17-fache des eingezahlten Kapitals als Kredit aufzunehmen. Caliber Global Investment, ein lediglich 908 Millionen Dollar großer Fonds, hat ebenfalls dieser Tage seinen Betrieb eingestellt und nennt ebenfalls Verluste mit CDOs als Grund. Queens Walk Investment Ltd., ein in London börsennotierter Fonds (der daher verpflichtet ist, sich in die Karten schauen zu lassen), hat mitgeteilt, in den ersten drei Monaten des Jahres 25% seines Wertes verloren zu haben – aus den bekannten Gründen.

### Steigende Zinsen

Ausgelöst wurde das Problem aber nicht nur von der Immobilienspekulation und dem wenig verantwortungsvollen Umgang mit geliehenem Geld, sondern von einem Phänomen, das nur noch die Alten unter uns kennen: von steigenden Zinsen. Während die Kosten für Geld sich in den Jahren nach 2000 rapide dem Nullpunkt näherten, steigen sie nun bedenklich an – bedenklich für alle, die Schulden refinanzieren müssen. Ein Anstieg der Zinsen von 3% auf knapp 5% innerhalb von zwei Jahren

**10-jähriger Zins Deutschland**





bedeutet eine **Verteuerung der Kosten des Geldes um 66%**. Investitionsentscheidungen, bei denen die Finanzierung eine wesentliche Rolle spielt (darunter fallen alle Private-Equity-Deals), müssen noch einmal neu durchgerechnet werden. Eine Menge Immobilienbesitzer in den USA haben sich bereits verrechnet (als die Preissteigerungen für das Eigenheim ausgeblieben sind und die Kreditkosten sich verteuert haben), was zur gegenwärtigen Krise bei den modernen CDOs geführt hat.

Nun ist es zu früh, das Ende des Bullenmarktes bei den Aktien auszurufen: Das globale Wachstum ist stabil, die Inflation ist unter Kontrolle, die Gewinne sind robust, die Nachfrage nach Aktien seitens der Private-Equity-Fonds ist enorm, der Risikoappetit gesund und das Platzen der Immobilienblase in den USA bislang ohne entscheidende Wirkung in der Realwirtschaft. Es sind lediglich zwei Unsicherheitsfaktoren hinzugekommen: Keiner weiß, wie sich die gestiegenen Zinsen in den USA und Europa auswirken werden. Die Unternehmen selbst haben zwar nicht zu viele Kredite aufgenommen, alle Anderen aber schon. Keiner weiß, wer sich noch alles die Finger

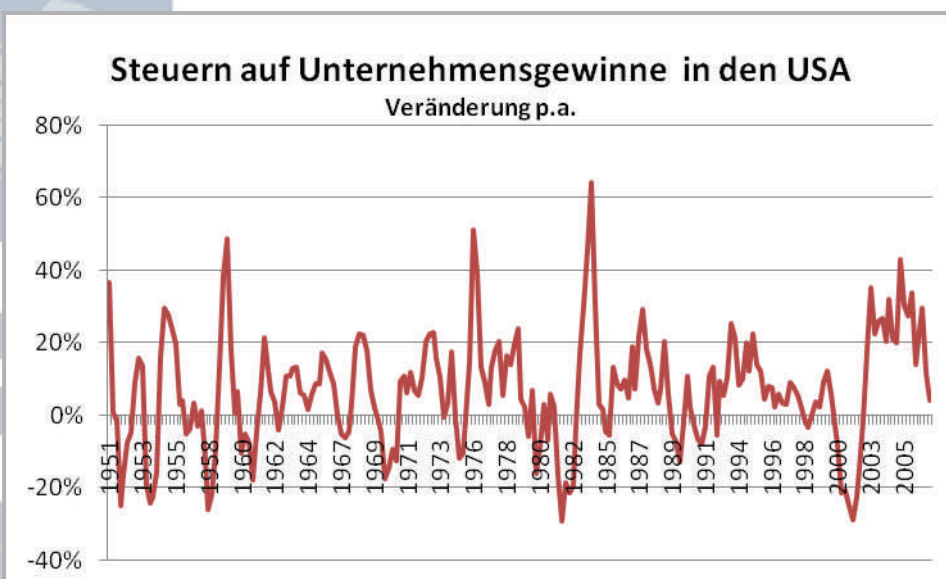
verbrannt hat an den CDOs und RMBS (bislang hat sich niemand dazu bekannt, die wirklich risikoreichen Tranchen im Bestand zu haben – aber irgendwo müssen sie ja sein. Unser Tipp: sie liegen bei den Emissionsbanken, bei Pensionsfonds und bei den Versicherungen).

Noch verläuft alles nach Drehbuch, auch wenn die Unternehmensgewinne in den USA vielleicht doch weniger wachsen, als von den meisten angenommen wird. Die **Steuereinnahmen** sprudelten im ersten Quartal 07 nämlich längst nicht mehr so schön wie in den Quartalen zuvor. Steuereinnahmen sind ein sehr guter Indikator für die Gesundheit der Unternehmen, da den Steuerbehörden nur die tatsächlichen Gewinne gebeitet werden, den Finanzanalysten aber oft eine Profitabilität vorgegaukelt wird, die keine reale Basis hat.

Der Blick auf die Risiken lohnt allemal, weil es derzeit keine offensichtlichen Fluchtmöglichkeiten gibt, wenn der Zyklus sich endgültig dreht. Alles ist teuer: Aktien, Renten, Immobilien, Rohstoffe, Kunst ... Zudem wird die nächste Rezession mit hoher

Wahrscheinlichkeit die Inflationsrate nahe Null bringen und dann haben wieder alle Angst vor Japanischen Verhältnissen und Deflation und werden vielleicht noch heftiger verkaufen, als man es von früheren Rezessionen gewohnt war.

Aber noch ist es nicht so weit, die US-Konjunktur hat wohl nur eine Delle und kein echtes Problem. Die nächste Rezession kann noch Jahre entfernt sein.



### Investieren wie die Alten

Jedenfalls fühlen wir uns weiter bestärkt, in Aktien von Firmen mit hoher Bilanzqualität (vulgo: in **Standardwerte**) zu investieren. Deren Kapitalkosten liegen mittlerweile über denen der kleinen und mittleren Unternehmen. Letztere zahlen kaum mehr Zinsen als die großen, weil die Risikoaufschläge so gering geworden sind. Und ihr KGV ist so viel höher als bei den Blue Chips, dass sie sich deutlich günstiger am Aktienmarkt Kapital holen können.

Small- und Mid-Caps haben den Höhepunkt ihrer Modernität überschritten. Bald kommen die Alten und sagen, sie hätten schon immer gewusst, dass man in **Staatsanleihen** investieren muss. Für den Monat Juli scheinen diese tatsächlich eine gute Wette zu sein.

Dr. Georg v. Wallwitz, CFA  
+49-89-255 466-0

---

Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und sollte nicht als ein Anlagevorschlag gesehen werden bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quelle für die Grafiken ist, so weit nichts anderes vermerkt ist, Bloomberg.