

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 47, Mai 2008

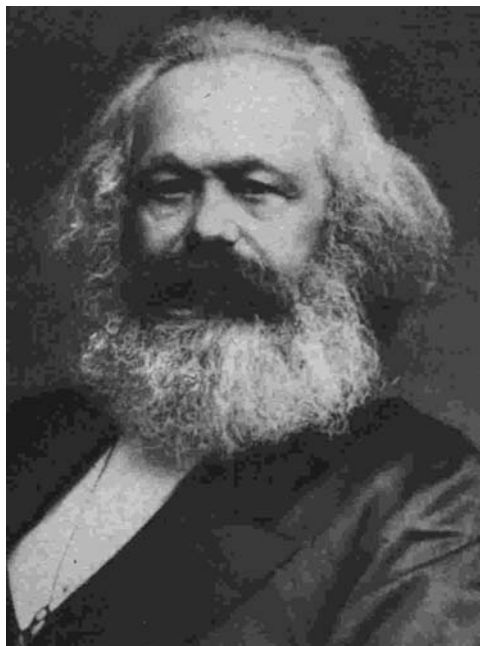
Über die Bedeutung des 14. März 2008

Generell ist es der Politik unangenehm, sich mit Finanzen zu befassen, es gibt da wenig zu gewinnen und viel zu verlieren. Die Finanzwelt ist strukturell zu kompliziert für Politik. Umgekehrt ist die Abneigung fast noch größer: Die Politik geht immer mit Öffentlichkeit einher und nichts scheut der Finanzier so sehr wie die Transparenz. Nur selten hat man versucht, Politik und Kapital unter einen Hut zu bringen. Meist ist es nicht besser gelungen als bei Marx, dessen Erfolg eher akademisch als praktisch blieb.

Karl Marx ist der Fehler unterlaufen, Kapital und Politik mit einander zu verwechseln (er hat versucht, das eine den Gesetzen des anderen zu unterwerfen). Das hat ihn aber nicht daran gehindert, die **Phänomene der Finanzwelt recht präzise zu beschreiben**, und es wäre nicht verwunderlich, wenn der eine oder andere Politiker demnächst wieder auf die Idee käme, Marx zu lesen. Und es ist erstaunlich zu sehen, dass die Krisen, die Marx inspiriert haben, noch heute nach exakt demselben Schema ablaufen und dass der Kapitalist anscheinend nicht mehr dazulernt als der Marxist. Geplatzte Wechsel, Schwindelgeschäfte, das Horten von Bargeld, der Rettungsversuch der Bank von England – das folgende Zitat aus dem dritten Band des *Kapitals* lohnt sich in seiner ganzen Länge zu lesen, denn man kann daraus lernen, dass

auch die gegenwärtige Krise allen vorherigen stark ähnelt:

In einem Produktionssystem, wo der ganze Zusammenhang des Reproduktionsprozesses auf Kredit beruht, wenn da der Kredit plötzlich aufhört und nur noch bare Zahlung



Ein Gespenst?

gilt, muss augenscheinlich eine Krise eintreten, ein gewaltsamer Andrang nach Zahlungsmitteln. Auf den ersten Blick stellt sich daher die ganze Krise nur als Kreditkrise und Geldkrise dar. Und in der Tat handelt es sich nur um die Konvertibilität der Wechsel in Geld. Aber diese Wechsel repräsentieren der Mehrzahl nach wirkliche Käufe und Verkäufe, deren das gesellschaftliche Bedürfnis weit überschreitende Ausdehnung schließlich der ganzen Krisis zugrunde liegt. Daneben aber stellt

auch eine ungeheure Masse dieser Wechsel bloße Schwindelgeschäfte vor, die jetzt ans Tageslicht kommen und platzen; ferner mit fremden Kapital getriebene, aber verunglückte Spekulationen; endlich Warenkapitale, die entwertet oder gar unverkäuflich sind, oder Rückflüsse, die nie mehr einkommen können. Das ganze künstliche System gewaltsamer Ausdehnung des Reproduktionsprozesses kann natürlich nicht dadurch kuriert werden, dass nun etwa eine Bank, z.B. die Bank von England, in ihrem Papier allen Schwindlern das fehlende Kapital gibt und die sämtlichen entwerteten Waren zu ihren alten

Nominalwerten kauft. Übrigens erscheint hier alles verdreht, da in dieser papiernen Welt nirgendwo der reale Preis und seine realen Momente erscheinen ...

Wenn die Wechsel platzen, schütteln alle den Kopf. So lange es gut geht, steht der Schuldenmacher aber in höchstem Ansehen. So wurde bereits der Graf von Mirabeau, einer der führenden Köpfe der französischen Revolution, ganz neidisch angesichts des Schuldenberges der Sachsen: „Warum so weit die Ursache des Manufakturglanzes Sachsens vor dem Siebenjährigen Krieg suchen gehen? 180 Millionen Staatsschulden!“¹

Das Ende der Deregulierung

Der Blick auf die historischen Vorbilder hilft, die Gegenwart ein wenig zu entzaubern und eine Ahnung von der Zukunft zu geben. In diesem Kontext war der 14. März 2008 vielleicht ein Datum, das man sich tatsächlich wird merken können. An diesem Tag ist Bear Stearns, die bis dahin fünftgrößte Investmentbank der USA, zusammengebrochen. Damit ist zweierlei offensichtlich geworden, was in manchen **politischen** und **akademischen** Zirkeln bereits länger diskutiert worden war.

Die Ereignisse des 14. März haben ihre **politische Bedeutung** darin, dass sie das **Ende eines Vierteljahrhunderts der Deregulierung und des Rückzugs des Staates einläuten** könnten. Die Banken haben eine herrliche Zeit hinter sich, die sich nun dem Ende zuneigt. Sie haben von einer

phänomenalen Vermehrung des Kredits profitiert. Allein zwischen den Jahren 2000 und 2007 hat sich der Wert der Derivate von 2 Billionen auf 11 Billionen ausgeweitet. An diesen riesigen Töpfen ließ es sich trefflich naschen und die Gewinne waren entsprechend gewaltig. Noch 1980 hat der Wert des Bankensektors nur 4% des Standard & Poor's 500 Index ausgemacht. 2007 lag das Gewicht der Banken bei 23%. Entsprechend hoch war der Anteil der Banken an der Wertschöpfung in der gesamten Volkswirtschaft.

Die Fehlentwicklungen der lockeren Zeiten werden nun korrigiert. Nicht nur die viel publizierten (Bankmanager können Millionen verdienen, ohne dass ihr Risiko (und meist auch ihr Können) dazu in irgendeinem nachvollziehbaren Verhältnis steht), sondern auch die echten Probleme: Die Banken werden ihre Risiken wieder realistisch sehen und ihre Engagements entsprechend erheblich zurückfahren müssen. Sie werden mehr Eigenkapital einsetzen müssen, was immer zu **größerer Zurückhaltung bei der Kreditvergabe** führt.² Das wird die **Profitabilität der Banken erheblich senken**. Und am Ende wird es auch dazu führen, dass gewisse Völker (Spanier, Engländer, Iren et al.) einsehen müssen, dass sie nicht wohlhabender werden, indem sie sich andauernd gegenseitig ihre Immobilien zu immer höheren Preisen verkaufen.

Der würgende Eingriff der Politik ist nicht nur unvermeidlich, weil direkt öffentliche Gelder in erheblichem Umfang zur Rettung des Systems eingesetzt wurden, sondern auch weil letztlich die **Allgemeinheit für die**

¹ Mirabeau, *De la Monarchie Prussienne*, London 1788, t. IV, S. 101

² Auch hierzu ein Marx-Zitat aus dem dritten Band des *Kapital*: *Wenn das Kreditwesen als Haupthebel der Überproduktion und Überspekulation im Handel erscheint, so nur, weil der Reproduktionsprozeß ... hier bis zur äußersten Grenze forciert wird, und zwar deshalb forciert wird, weil ein großer Teil des gesellschaftlichen Kapitals von den Nichteigentümern desselben angewandt wird, die daher ganz anders ins Zeug gehen als der ängstlich die Schranken seines Privatkapitals erwägende Eigentümer, soweit er selbst fungiert. ... Gleichzeitig beschleunigt der Kredit die gewaltsamen Ausbrüche dieses Widerspruchs, die Krisen, und damit die Elemente der Auflösung der alten Produktionsweise.*

Kosten der Krise aufkommen wird. Staat und Banken schwören zwar Stein und Bein, dass die Verluste nicht sozialisiert werden, aber das stimmt nicht. Selbst wenn die direkten staatlichen Hilfen überschaubar bleiben, so wird die Allgemeinheit doch über eine höhere Inflationsrate indirekt für die Kosten aufkommen. Wir zahlen nicht über höhere Steuern – das wäre dann doch zu plump – sondern über höhere Rohstoffpreise. Die Zentralbanken müssen die Zinsen senken oder niedrig halten, um das Bankensystem zu retten. Sie sind damit nicht mehr in der Lage, auf Preissteigerungen mit Zinserhöhungen zu reagieren. Sie müssen die **Inflation akzeptieren** und hoffen, sie eines Tages, wenn das System wieder stabil ist, wieder einzufangen. Das bedeutet, dass wir uns mindestens auf die nächsten drei Jahre mit deutlich höheren Inflationsraten anfreunden müssen - jedenfalls solange bis die Banken wieder auf den Füßen stehen.

Ende der Normalverteilung

Akademisch ist der 14. März interessant, weil er das Ende eines ganzen Zweiges der Finanzmathematik bedeutet. Die derzeit platzende Blase war nicht zuletzt gegründet auf einem **grenzenlosen Vertrauen in die mathematische Beherrschbarkeit der Kreditmärkte**. Die letzten 25 Jahre haben immer kompliziertere und immer weniger relevante Modelle hervorgebracht, mit deren Hilfe die immer stärkere Ausweitung des Kreditvolumens gerechtfertigt wurde. Dabei müsste die Finanzmathematik eigentlich gar nicht komplex sein, jedenfalls ist uns bislang noch kein gutes Modell untergekommen, das sich nicht relativ einfach nachvollziehen lässt³. All die tiefsinnigen mathematischen

Abhandlungen konnten es doch nicht verhindern, dass am Ende die von Marx bis Minsky beschriebenen Phänomene wieder aufgetreten sind, in kaum veränderter Form. Die Finanzwelt wird ihren selbstzerstörerischen Hang nicht los.

Die Ohnmacht der Algorithmen zeigt sich anschaulich an folgender Episode: Noch im März des Jahres 2007 ist die **UBS davon ausgegangen, dass sie von einem Verfall der Immobilienpreise in den USA profitieren würde**, weil man über Derivate auf fallende Preise gesetzt hatte⁴. Das Modell, das diese Aussage gemacht hat, hat die Bank bislang 38 Milliarden Franken gekostet.

Generell wird man sich von drei Annahmen verabschieden müssen, die Voraussetzung der meisten finanzmathematischen Modellierungen sind⁵:

1. **Gleichsetzung von Volatilität und Risiko:** Eine geringe Volatilität bedeutet noch nicht, dass das Risiko gering ist. Wenn ich russisches Roulette spiele und vier mal passiert nichts, dann sind die Ergebnisse des Spiels von geringer Variabilität. Sie haben aber kein geringes Risiko. Ähnlich verhält es sich mit Bankgeschäften: Sie gehen meist sehr kontinuierlich gut, bis es kracht. Wenn es kracht, sind die Ergebnisse aber verheerend. In diesem Sinne ist eine Bank risikoreicher als ein Wagniskapital-Fonds, dessen Ergebnisse stets volatil sind.
2. **Validierung von Modellen durch Stress-Tests:** Risiken, die in Stress-Tests ausprobiert werden, sind uninteressant, weil man sich auf Risiken, die man kennt,

³ Vergleiche dazu den Blog-Eintrag von Paul Wilmott vom 1. April 2008 unter <http://www.wilmott.com/blogs/paul/index.cfm/General>

⁴ Vgl. den entsprechenden Artikel in der Financial Times vom 21. April 2008: <http://www.ft.com/cms/s/0/538a7988-0efb-11dd-9646-0000779fd2ac.html>

⁵ Vgl. hierzu das in den letzten Monaten zu Kultstatus gelangte Buch von Nassim Taleb, *The Black Swan*.

einstellt. Der Stress-Test der UBS hätte ergeben, dass die Bank von einem Verfall der Immobilienpreise in den USA profitiert. Stress-Tests gaukeln letztlich nur vor, man habe etwas unter Kontrolle, was man prinzipiell nicht kontrollieren kann. Diese falsche Sicherheit hat im Jahr 2002 fast die europäische Versicherungsbranche zu Fall gebracht. Diesmal sind es die Banken.

3. **Wahrscheinlichkeitsrechnung mit Einzelfällen:** Die Anschläge vom 11. September lassen sich in kein Modell bringen, weil es Einzelfälle sind, denen damit die statistische Relevanz abgeht. Ähnlich sinnlos ist es, ein Modell aufzusetzen, das mit der Wahrscheinlichkeit eines Chinesisch-Taiwanesischen Krieges arbeitet. Dennoch geht die Finanzmathematik nicht nur davon aus, solche Fälle beherrschen zu können, sondern sie behauptet darüber hinaus, dass sie der **Gauss'schen Normalverteilung** unterworfen sind. Es ist zwar jedem Marktteilnehmer klar, dass dies in der Vergangenheit nicht so war („fat tails“), aber mangels einer besseren Lösung belässt man es dabei und hofft, dass nichts Schlimmes passiert.

Diese Voraussetzungen liegen den meisten gängigen Modellen zu Grunde und haben bislang wesentlich die Handlungen der Akteure bestimmt. Dass man mit den Modellen in Zukunft nicht mehr umgehen kann, hat zur Folge, dass Risiken völlig neu eingeschätzt werden müssen: Es wird in Zukunft erheblich schwerer sein, Kredite zu bekommen.

Beide Ereignisse des 14. März, das politische und das akademische, deuten auf ein **länger andauerndes Elend an den Börsen** hin. Darüber werden auch gelegentliche Zwischenhochs nicht hinwegtrösten können. Das schrumpfende Kreditvolumen bedeutet für Konsum und Investitionen, dass weniger Geld zur Verfügung steht. Die Unternehmensgewinne werden eine Weile nicht mehr so sprudeln wie in der Vergangenheit. Ebenso wie die Immobilienpreise werden sie auf ihre langjährigen Trends fallen. Für die USA bedeutet das wohl noch einen Rückgang der Gewinne um 20% und einen Rückgang der Immobilienpreise um 15%.

Aber es bedeutet nicht das Ende der Welt. Irgendwann sind die Immobilienpreise genug gefallen. Die Konsumenten haben irgendwann genug gespart. Die Spekulanten haben genug Phantasie, um irgendwann wieder schlechte Wechsel unter's Volk zu bringen und einen Mechanismus auszulösen, wie ihn eingangs Marx beschrieben hat. Bis es so weit ist, werden wir aber noch so manche Tiefen auszuloten haben.

Dr. Georg von Wallwitz, CFA
Tel.: +49-89-255 466-0

ITraxx Europe: Die fallenden Risikoprämien sollten nicht mit einer künftig guten Gewinnentwicklung bei den Unternehmen verwechselt werden. Das System ist gerettet, aber der Preis steht noch nicht fest.



DISCLAIMER: 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.