

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 51, Oktober 2008

Wie man nicht alles verliert

Die Ereignisse des September 2008 – der Zusammenbruch von Fannie Mae, Freddie Mac, Lehman Brothers, AIG und HBOS, der Notverkauf von Merrill Lynch und die darauf folgende Entscheidung der Amerikanischen Regierung, das alte Finanzsystem sozusagen vom Markt zu nehmen – lassen sich nur als **Ausnahmestand** beschreiben. Die alten Regeln des Marktes gelten nicht mehr, der Staat greift auf eine Weise ein, die sich allen Regeln entzieht. Im Rahmen der nun vorgeschlagenen Notstandsgesetzgebung erhält der amerikanische Finanzminister quasi-diktatorische Macht: Er kann Manager einstellen und Verträge mit der Privatwirtschaft abschließen, ohne dass dies vor Gericht oder von anderen Regierungsstellen angefochten werden könnte.

Die Wirtschaftswissenschaften können nichts mit dem Ausnahmezustand anfangen. Im Gegenteil: All ihre Modelle gehen von Normalverteilungen aus und brechen zusammen, wenn Dinge passieren, die außerhalb der Vorstellungskraft liegen. Die Theologie kennt sich mit dem Ausnahmezustand schon besser aus. Unter dem Begriff des **Wunders** gehört er zum täglich Brot des Theologen.¹ Wunder werden

im Mittelalter definiert als etwas, das *gegen* (contra) *den gewöhnlichen Lauf der Natur geschieht*² oder als das, was *außerhalb* (praeter) *der gesamten natürlichen Ordnung*³ passiert. Da das Wunder aber der Ordnungsliebe widerspricht, die allen Theologen gemein ist (eine unordentliche Natur ist nicht

vollkommen und daher Gottes nicht würdig), ist immer wieder betont worden, dass das Wunder nicht als Verstoß *gegen die Natur* zu sehen ist, sondern lediglich *gegen den uns bekannten Naturverlauf*.⁴ Kant greift diesen Gedanken auf und beantwortet die Frage, „was unter dem Worte Wunder zu verstehen sei ...“, dass sie Begebenheiten in der Welt sind, von deren Ursache uns die Wirkungsgesetze schlechterdings unbekannt sind und bleiben müssen.“⁵ Die Begegnung mit einem Wunder ist aber in der



Die Karte unten links gehört der AIG

Regel eine eher **frustrierende Angelegenheit**.⁶ Denn wenn man

sowieso nicht verstehen kann, was gerade passiert, dann versiegt auch die Lust an der Erkenntnis. Die Konfrontation mit „von den bis dahin bekannten Naturgesetzen abweichenden Beschaffenheiten der Dinge, werden mit Begierde aufgefasst und *ermuntern* das Gemüt“, während das Gemüt „durch die Ankündigung eines wahren Wunders *niedergeschlagen* wird.“⁷

1 Mit Kant unterscheiden wir Wunder, je nachdem wer sie bewirkt hat. Er schlägt vor, „in *englische* (agathodämonische) oder *teuflische* (kakodämonische) Wunder ein(zu)teilen, von welchen aber die letzteren eigentlich nur in Nachfrage kommen, weil die guten Engel (ich weiß nicht, warum) wenig oder gar nichts von sich zu reden geben.“ Kant, *Die Religion innerhalb der Grenzen der bloßen Vernunft*, AA VI, S. 87. Die Finanzmärkte haben es derzeit mit teuflischen Wundern zu tun.

2 *Contra communem cursum naturae*. So formuliert es Wilhelm von Ockham, III. Sent. 6 a. 2 O, Opera theologica VI, hg. Kelly und Etkorn, 1982. Zum Folgenden vgl. Eberhard Jüngel, *Erfahrungen mit der Erfahrung*, Stuttgart 2008, S. 13 ff.

3 *Praeter ordinem totius naturae creatae*. So Thomas von Aquin in seiner Summe der Theologie, I, q. 110 a. 4.

4 So Augustinus in Contra Faustum 29, PL 29, 490: *contra naturae cusum notissimum*.

5 Kant, *Die Religion innerhalb der Grenzen der bloßen Vernunft*, AA VI, S. 86.

6 „Hier wird die Vernunft wie gelähmt, indem sie dadurch in ihrem Geschäfte nach bekannten Gesetzen aufgehalten, durch kein neues aber belehrt wird, auch nie ... davon belehrt zu werden hoffen kann.“ Ebd., S.86 f.

7 Ebd., S. 88

Die Niedergeschlagenheit und Verzweiflung, die sich an den Börsen im September verbreitet hat, hat ihren Grund letztlich darin, dass man die **Vorstellung davon verloren hat, wie es weiter gehen soll**. Vernunft und Erfahrung haben in diesem Umfeld keinen Wert mehr. Die Gesetze des Marktes sind nicht mehr die, die vor der Krise galten. Mit der Krise der AIG ist dies schlagartig klar geworden.

Die CDS der AIG

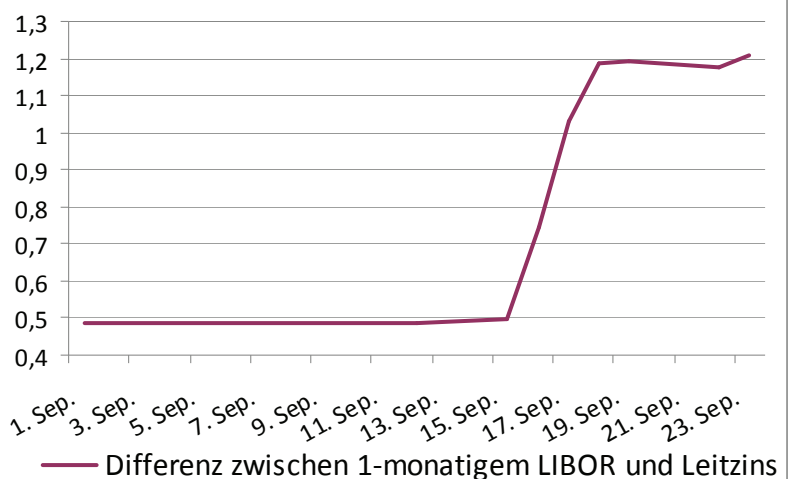
Die enormen Ausschläge an den Aktien- und Anleihenmärkten verlieren einiges von ihrer Unerklärlichkeit, wenn man sich den Grund für die Rettung des Versicherers American International Group (AIG) klar macht. Während die Investmentbank Lehman zusammenbricht, wird AIG verstaatlicht. **Warum lässt man Lehman pleite gehen und rettet die AIG?**

Die Antwort ist relativ einfach. Die AIG hatte *Credit Default Swaps* (CDS) in Höhe von vielen Hundert Milliarden Dollar ausstehen. CDS sind Versicherungen gegen den Ausfall von Anleihen. Die Bilanzen der Banken sind voll von Anleihen, die heute wackelig sind. Um einen guten Teil dieser Anleihen mussten sich die Banken aber nicht beunruhigen, denn man hatte sie über Credit Default Swaps versichert. Sehr viele davon bei der AIG, deren Kreditwürdigkeit und finanzielle Stärke nicht in Frage stand (das Rating lag bis zur letzten Woche bei AA). **Im Fall einer Pleite der AIG hätten die Banken ein Problem bekommen, das sehr viele nicht überlebt hätten.** Sie hätten vor der Wahl gestanden, entweder eine neue Ausfallversicherung zu kaufen, was extrem teuer gewesen wäre: Feuerversicherungen sind immer teuer, wenn es in der Nachbarschaft bereits brennt. Oder sie hätten ihr Anleihenportfolio massiv abwerten müssen, was für viele das Aus, für

alle aber einen Verlust an Glaubwürdigkeit bedeutet hätte. Die Banken hätten einander endgültig kein Geld mehr geliehen, es wäre zum Stillstand des Geldverkehrs gekommen. Die reale Wirtschaft wäre damit ebenfalls schnell am Ende gewesen.

Die Woche, in der die AIG vor dem Ruin stand, war die erste Woche seit es Aufzeichnungen gibt, in der **keine investment Grade Unternehmensanleihen** emittiert worden sind. Banken emittieren am laufenden Band Anleihen—das ist eine ihrer wichtigsten Finanzierungsquellen. Die

Misstrauensindikator fällt nicht



Tatsache, dass keine Bank mehr am Markt Geld bekommen hat, zeigt dass **das System nicht vor dem Zusammenbruch stand (wie behauptet wurde), sondern de facto bereits zusammengebrochen war.**

Das ist die Antwort auf die Frage, warum die AIG nicht pleite gehen durfte: Der Ausfall der CDS hätte zum totalen Stillstand des Systems geführt.

Katz und Maus. Und Hund.

Lehman war weniger wichtig als die AIG, sodass der Vertrauens- und Realitätsverlust schließlich das Aus bedeutet hat. Lehman ist gescheitert, weil die Firma nicht verstanden hat, dass es an den Märkten zugeht wie im richtigen Leben. Lehman glaubte, es gehe im

Wesentlichen darum, wie eine Katze vor dem Mausloch zu sitzen, auf Beute zu warten und zu tun, was zu tun ist, wenn die Maus sich zeigt. Im Regelbetrieb an der Wall Street ist es tatsächlich so: Es sind diejenigen Investmentbanken die besten, die am meisten Beute machen. Aber im wirklichen Leben gibt es eben nicht nur Mäuse und Katzen, sondern auch Hunde. Eine gute Katze richtet nur ein Auge auf das Mausloch. Das andere hat **die Tür im Blick**, durch die der Hund

kommen kann. Hunde sind im Falle des Finanzwesens alle Arten von unvorhergesehenen und unvorhersehbaren Ereignissen, die zur Pleite führen könnten.

Der Vorstandsvorsitzende von Lehman hat bis zuletzt darauf bestanden, dass der Markt Unrecht hat und dass seine Bank nicht pleite machen kann. Die Katze hat die Existenz des Hundes geleugnet. Das war ein Fehler, den Merrill nicht gemacht hat. Merrill hat sich unter das Sofa geflüchtet, anstatt mit dem Hund über die eigene Stärke zu diskutieren.

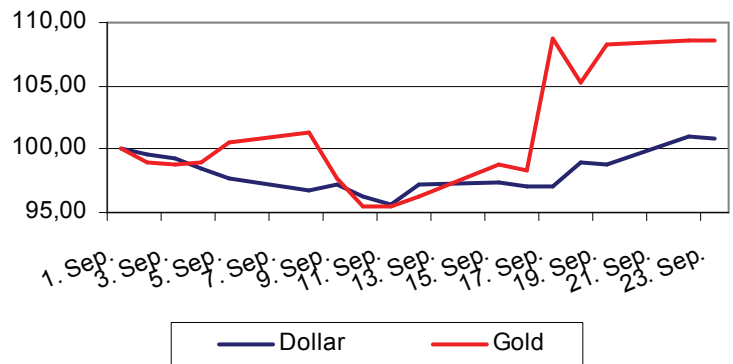
Der über Sein oder Nichtsein entscheidende Unterschied zwischen Merrill und Lehman liegt darin, dass die Einen anerkannt haben, dass es ein Problem gibt, während die Anderen es nicht wahr haben wollten und sich entsprechend nicht ausreichend um eine Lösung bemüht haben. Der daraus resultierende Vertrauensverlust war dann das Ende von Lehman Brothers.

Im Finanzgewerbe – wie in allen anderen Geschäften auch – ist es am Ende immer das Vertrauen, das entscheidend ist. Wenn das Vertrauen weg ist, ist alles Andere auch bald verloren.

Die Märkte

Die Aktienmärkte waren zunächst äußerst angetan vom Rettungspaket. Leider zeigen die andern Märkte weniger Enthusiasmus. Die Devisenhändler kritisieren, dass die USA

Gold und Dollar in Euro (normiert)



nun offensichtlich Geld zu drucken beabsichtigen, und **verkaufen Dollars**. Eine höhere Inflationsrate wird die Konsequenz sein, das bestätigen auch die Anleihenmärkte, wo die **Zinsen erheblich gestiegen** sind – was es für den Immobilienmarkt natürlich auch nicht einfacher macht. Das **Misstrauen unter den Banken**, das sich an der Differenz zwischen Zentralbankzins und 3-Monats Libor ablesen lässt, ist nicht geringer geworden. Die Lust am Gold ist gestiegen.

Der Ausblick für die Aktienmärkte bleibt noch immer äußerst unsicher. Die Rezession geht erst los und in dieser für Unternehmen traditionell schwierigen Phase werden die Banken noch weniger als sonst in der Lage sein, mit Krediten auszuhelfen. Das Rettungspaket der US-Regierung sieht bislang keine Rekapitalisierung des Bankensystems vor, was aber angesichts der kommenden allgemeinen Entschuldung (*Deleveraging*) zumindest in Einzelfällen nötig werden könnte.

Die Konsumenten sind einerseits mit steigenden Arbeitslosenzahlen und sinkenden Reallöhnen konfrontiert. Andererseits bedeutet der Verfall der Immobilienpreise, dass das Soll relativ zum Haben immer größer wird. Die Immobilienpreise werden noch um 10-15% fallen und die Kredite werden irgendwie entsprechend reduziert werden müssen.

Bislang hat noch jede Rezession im Konsumentenbereich zu erheblichen Kreditausfällen bei den Banken geführt. Diese Rezession wird zusätzlich auf dem Banksystem lasten.

Nicht nur die Banken, sondern die gesamte Wirtschaft und die Konsumenten werden ihre Verschuldung zurückfahren müssen, d.h. weiterhin Immobilien und Wertpapiere verkaufen müssen. Der Staat kann diesen Prozess abfedern, aber nicht umkehren.

Im Bereich der Unternehmensanleihen hat man heute teilweise extrem günstige Bewertungen, die Anleger mit längerem Zeithorizont eine gute Verzinsung bringen werden.

Bei den Aktien besteht aber keine Eile. Im Zuge der Savings & Loan-Krise wurde 1989 ein Vehikel namens RTC erdnen, das nun das Vorbild für die heutige staatliche Aufanggesellschaft für faule Kredite ist, ist. Allerdings dauerte es noch drei Jahre, bis die Immobilienpreise wieder gestiegen sind. Es dauerte noch zwei Jahre, bis das Wirtschaftswachstum wieder auf die Beine gekommen ist. Es hat noch ein Jahr bis 1990 gedauert, bis der Bärenmarkt an den Börsen seinen Tiefpunkt erreicht hatte.

In Bärenmärkten gelten eigene Regeln: Die oberste Regel lautet, die Risiken so gering wie möglich zu halten. Das gilt bis der Bärenmarkt zu Ende ist, egal wie viele Hilfspakete noch geschnürt werden (General Motors und Ford sind auch noch Kandidaten).

Es wäre schon ein englisches Wunder, wenn der Bärenmarkt schon vorüber wäre.

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

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.