

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 55, März 2009

Der (lange) Weg des Orest

Der Grund, welcher das Bankensystem ermöglicht, ist der Hang des Menschen, Geldmittel verfügbar haben zu wollen. Geldmittel machen zwar bekanntlich nicht glücklich, sie bedeuten aber Macht und Sicherheit.

Dazu müssen sie unmittelbar verfügbar sein. Dieses Geld ist die Basis des Finanzsystems indem es der Angelpunkt ist, der den Hebel („die Verschuldung“, „Leverage“) erst möglich macht. Das Bankkonto hat aufgrund des Hangs die Barmittel verfügbar zu haben, die Tendenz sehr lange zu bestehen. Der Mensch will sein Geld aber über sehr lange Zeiträume sofort verfügbar haben. Er lässt es auf dem Konto liegen. Auf dieser Tatsache, dass niemals alles Geld gleichzeitig abgehoben wird und die Bank immer über Geld verfügen kann, welches ihr nicht gehört, gründet sie ihr Geschäft.

Der Preis, den die Menschen bereit sind, für die Verfügbarkeit zu zahlen, sind niedrige Zinsen. Die Banken verfügen damit über Geld, welches sie zu sehr günstigen Konditionen bekommen. Ihr Geschäft besteht darin, das Geld, welches sie kurzfristig zu niedrigen Zinsen bekommen, längerfristig zu hohen Zinsen auszuleihen („Fristentransformation“). Das funktioniert natürlich nur, solange das billige Geld bleibt.

Bankkunden können gut schlafen, weil sie wissen, dass sie jederzeit ihr Geld vom Konto abziehen können. Und weil sie das wissen, ziehen sie es nicht ab, sondern lassen immer

einen Batzen liegen und geben der Bank die Möglichkeit, mit dem Geld den Wirtschaftskreislauf am Leben zu halten.

Damit die Menschen auch wirklich gut schlafen können und nicht plötzlich auf die Idee kommen, durch gleichzeitiges Abheben einen Krach auszulösen, garantiert der Staat über die Einlagensicherungsfonds bis zu einer bestimmten Summe die Liquidität der Banken. Der Staat tut dies, da es für den Wirtschaftskreislauf von eminenter Bedeutung ist, dass die Banken die Unternehmen mit Geld versorgen. Sollten die Kundeneinlagen nicht reichen, können die Banken sich auch bei der Zentralbank refinanzieren, sodass eigentlich nichts passieren kann. Die Bankkunden bekommen immer ihr Geld wieder, egal wie dumm die Bankiers mit ihrem Geld umgehen. Ein Nebeneffekt der Staatsgarantie ist, dass Banken besonders wenig Zinsen zahlen müssen.



Banker, furiengepeinigt

Das Bankgeschäft ist nicht nur eigentlich idiotensicher, sondern auch sehr profitabel. Angenommen, die Bank hat 10% Eigenkapital und 90% sind Einlagen. Angenommen sie zahlt auf diese Einlagen 3% Zinsen und leiht das Geld für 6% aus. Dann hat die Bank vor Kosten eine satte Eigenkapitalrendite von 30%. Ackermanns berühmte 25% Eigenkapitalrendite ist nicht rasend ambitioniert.

Jeder Bankier ist nun versucht, die Rendite zu steigern. Der einfachste Weg ist, immer mehr Fremdkapital zu bekommen (durch Einlagen

oder durch die Emission von Anleihen). Wenn in obigem Beispiel die Eigenkapitalquote auf 5% sinkt und das Fremdkapital 95% ausmacht, dann steigt die Eigenkapitalrendite auf 60%.

Schattenbanken & Staat

Interessant wird es, wenn es schief geht. Dann muss der Staat einspringen, damit nicht der Wirtschaft das Geld ausgeht. Um nicht zu oft einspringen zu müssen, reguliert der das Bankensystem. Der Staat hat ein Interesse daran, dass die Eigenkapitaldecke nicht zu dünn wird, denn sonst steigt nicht nur die (mögliche) Rendite des Bankiers, sondern auch die Wahrscheinlichkeit, dass der Staat zur Kasse gebeten wird.

Um der Regulierung zu entkommen ist in den letzten Jahren ein so genanntes Schattenbankensystem entstanden. Schattenbanken machen Bankgeschäfte (sie leihen sich Geld zu niedrigem Zins und verleihen es zu höherem Zins), sind aber nicht oder kaum reguliert, da sie keine explizite Staatsgarantie haben. Schattenbanken sind z.B. „Structured Investment Vehicles“ (SIV), Hedge Fonds, Investmentbanken, „Conduits“, etc.

Die Schattenbanken sind zwar potenziell sehr profitabel, funktionieren aber nur, so lange die Assets (Aktivposten), in die sie investieren, im Wert steigen. Verluste können sie sich kaum leisten, da der Mangel an Eigenkapital keine Irrtümer zulässt. Wenn beispielsweise ein SIV nur 2% Eigenkapital hat (was vorgekommen ist), reicht ein Ausfall von 2% der Investments, dass das Vehikel pleite ist (was in den letzten beiden Jahren ebenso oft vorgekommen ist). In guten Zeiten können die Schattenbanken den Hebel (das Fremdkapital) in sinnlose Höhen schrauben. Einzige Begrenzung ist die Vernunft ihrer Geldgeber. Geldgeber des Schattenbankensystems – und das ist der

Knackpunkt – sind in der Praxis die normalen Geschäftsbanken, deren Rendite die Schattenbanken erhöhen und denen sie als Gegenleistung den faktischen Zugang zu den unendlichen Reserven der Zentralbanken verschaffen.

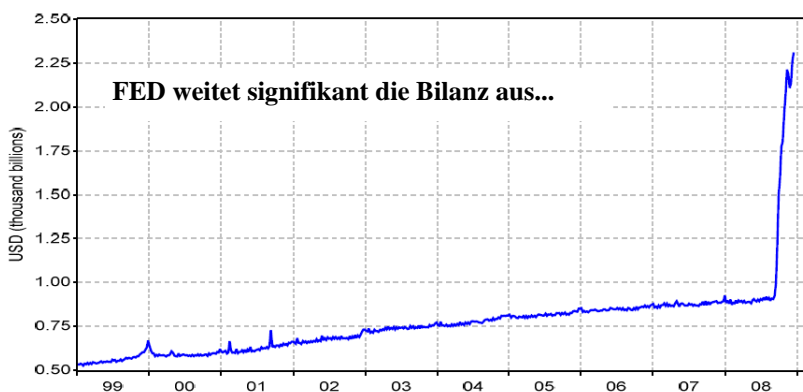
In Zeiten steigender Kurse geht das System der übergroßen Hebel in allen Bereichen gut. In Zeiten fallender Kurse implodieren zunächst die Schattenbanken, dann aber auch deren Finanziere – das sind heute die Geschäftsbanken. Die zuerst getroffenen Geschäftsbanken zwingen die von ihnen abhängigen Schattenbanken, ihre Anlagen zu verkaufen. Dadurch fallen diese im Wert und zwingen weitere Schattenbanken (und damit Geschäftsbanken) in die Knie.

Es entsteht ein schicksalhafter Automatismus. Wie in jeder guten Tragödie ist ab diesem Punkt kein Happy End mehr möglich. Den Akteuren in der Finanzwelt geht es nun wie Orest, nachdem er seine Mutter Klytämnestra ermordet hat: Es haften sich die Furien (in Form von sinkenden Assetpreisen) an ihre Fersen und verfolgen sie unablässig und ohne Erbarmen bis zum bitteren Ende. Die Furien kennen kein Erbarmen und lassen ihr Opfer niemals los.

Sobald das Schattenbankensystem zu einem Problem des Staates geworden ist, hat er zwei Möglichkeiten: Er lässt die Banken, entgegen seiner ursprünglichen Versprechung, pleite gehen. Dann kommt es zu einem Kollaps des Wirtschaftssystems. Denn es ist in der Regel unmöglich, nur einen Teil des Systems pleite gehen zu lassen, da alle von einander abhängen und auf einer gemeinsamen Vertrauensbasis gründen. Oder der Staat tritt an die Stelle der Schattenbanken und übernimmt deren Investitionen und Wertpapiere. Damit versucht er den weiteren Verfall der Wertpapierpreise und damit den Zusammenbruch weiterer Banken aufzuhalten.

Status Quo

Das ist der Punkt, an dem wir heute sind: Der Staat tritt an die Stelle der Schattenbanken, indem er die Aktiva übernimmt, die sonst niemand mehr haben will. Indem er diese vom Markt nimmt, verschwindet der Druck auf die Bankbilanzen und das System kann wieder funktionieren. Die Engländer sind hier am weitesten, aber die Amerikaner und Europäer werden folgen: Die Bank von England hat offiziell angekündigt, zunächst für 150 Milliarden Pfund Anleihen zu kaufen und das Geld dafür zu drucken. Gleichzeitig übernimmt der Staat immer mehr Banken (nach der RBS nun auch die Kombination aus Lloyds und HBOS), indem er ihre Assets garantiert und so vor weiterem Wertverfall schützt.



Quelle: Longview Economics

Es drängen sich einige kritische Fragen auf: Erstens, kann der Staat die Rolle der Schattenbanken übernehmen, ohne selbst pleite zu machen? Die Antwort lautet: Wahrscheinlich ja. Es gibt eine Reihe von Staaten, die dazu nicht in der Lage sind und selbst zu Schattenstaaten werden oder schon geworden sind (Island). Aber die Kernländer, die für die gegenwärtige Krise bedeutsam sind, haben das finanzielle Rückgrat, um das Problem durchzustehen. Der Internationale Währungsfonds schätzt das Ausmaß des

Problems auf \$ 2.200 Milliarden¹. Nachdem die Banken ca. \$ 500 Mrd. an privatem Geld „hereingeholt“ haben, bleibt für die Staaten eine Last von ca. \$ 1.700 Mrd. übrig. In Relation zum BIP von USA und EU, das zusammen immerhin ca. 27.000 Mrd. Dollar im Jahr ausmacht, scheint das eine machbare Größe zu sein, sofern der politische Wille vorhanden ist.

Zweitens: Wie wird das in der Praxis aussehen? Die Antwort ist hier schon schwammiger: Es wird unterschiedlich gehandhabt in der EU, in England und den USA. Die Engländer sind in der Umsetzung am weitesten und ihr Vorgehen ist klar. Bei den Amerikanern würden wir auf folgendes Vorgehen tippen: Man wird wohl die \$ 350 Mrd., die noch im TARP verblieben sind, als Grundkapital für einen Sonderfonds nehmen, der dann einen Kredit von der Fed bekommt in der Größenordnung von \$ 1.000 Mrd. Damit lassen sich eine Menge wertlose Papiere kaufen.

In Europa schließlich ist das Vorgehen unklar. Hier kocht jeder seine eigene Suppe, weil niemand für die Banken des Nachbarn aufkommen möchte. Früher oder später wird sich das aber nicht mehr vermeiden lassen und insbesondere die Deutschen werden dann noch einmal tief in die Tasche greifen müssen.

Drittens: Wo soll das alles enden? Die vielleicht überraschende Antwort lautet hier, dass wir weder in einer neuen Hyperinflation, noch im Schuldenstaat enden müssen. Jeder, mit dem wir sprechen, scheint überzeugt zu sein, dass eine neue große Inflation kommen wird mit anschließender Währungsreform. Das halten wir für falsch. Der Staat wird zwar versucht sein, über eine Inflation die Schuldenlast zu mindern. Aber niemand hat ein Interesse an einer galoppierenden Inflation und der damit einhergehenden Vernichtung des Mittelstandes. Eine

1 <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/fmu/eng/2009/01/pdf/0109.pdf>

mehrfährige Periode mit stabilen hohen einstelligen Inflationsraten hätte den erwünschten Effekt bei überschaubaren Nebenwirkungen.

Fraglos befinden wir uns in der Baisse unseres Lebens. Man muss kurzfristig keine Aktien haben und langfristig keine Anleihen. Aber auch die übelste Tragödie ist an irgendeinem Punkt zu Ende. Und vielleicht liegt es im Wesen der üblen Tragödien, dass am Ende eine vernünftige Lösung gesucht werden muss. Bei kleinen Tragödien kommt man ohne Lösung oder mit einer emotionalen Lösung aus. Die großen enden vernünftig. Es ist vielleicht ein Zeichen der Tiefe der Krise, dass die Regierungen weitgehend vernünftig handeln, auch wenn es dem „Normalbürger“ oft ekelhaft erscheint.

Versöhnung konfrontiert werden. Die Art der Schuld lässt eigentlich keinen versöhnlichen Ausgang zu. Die irdischen Richter kapitulieren vor der Komplexität des Falls und die Furien müssen einsehen, dass ihre mechanische Rachefunktion keine Gerechtigkeit herstellen kann. So setzt sich am Ende die Vernunft durch. Aber der Leser sei an dieser Stelle gewarnt: Die Vernunft setzt sich erst am Ende der Orestie durch, die bekanntlich eine Trilogie ist. Es dauert also entsetzlich lange, bis die Vernunft endlich siegt. Ein schnelles Ende gibt es nicht.

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

Ende gut...

Aischylos lässt die Orestie enden, indem die Furien, die Orest verfolgen, mit den durch Apollon und Athene vorgetragenen Vernunftgründen zu Gunsten einer

Bilanzsumme der Finanzinstitute zur Wirtschaftsleistung in %

