

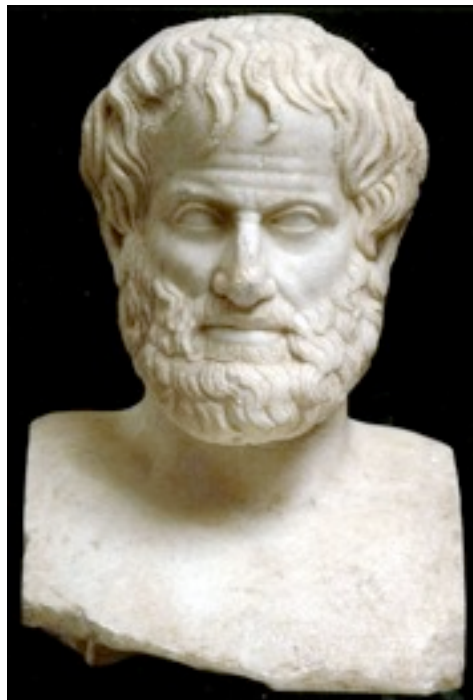
BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 66, Juni 2010

Jammer und Schaudern

Das Wortfeld *Furcht* ist weit. Entsprechend schwer tut man sich in der deutschen Sprache bei der Übersetzung aus dem Griechischen. Bei Homer ist das bei ihm gebräuchlichere $\phi\acute{\epsilon}\beta\omicron\mu\alpha\iota$ eher als „Gescheuchtwerden“ zu übersetzen und hat deutlich dämonische Züge. Den bei Aristoteles in der *Poetik* gebrauchten Terminus $\phi\acute{\omicron}\beta\omicron\varsigma$ übersetzen wir seit Lessing mit *Furcht*, nachdem es zuvor meist mit *Schrecken* übersetzt worden war.¹ Das passte aber nicht gut zum humanitär-philanthropischen Trauerspiel, auf das Lessing hinaus wollte. In der *Rhetorik* gibt Aristoteles dem Wort allerdings eine andere Färbung, die sich deutlich von dem unterscheidet, was wir üblicherweise unter *Furcht* verstehen: Dort wird $\phi\acute{\omicron}\beta\omicron\varsigma$ ausgelöst von einem nahen und großen bevorstehenden Ungemach, an das wir nur mit einem Gefühl des Schauders denken können.² Die *Furcht* geht mit elementar aufrührender Verwirrung



Aristoteles ist der bedeutendste Theoretiker der *Furcht* in der klassischen Antike

($\tau\alpha\rho\alpha\chi\acute{\eta}$) einher, die denjenigen befällt, der das Heft des Handelns aus der Hand gegeben hat (ein im homerischen Sinn Gescheuchter ist) und Opfer einer undurchschaubaren Gewalt zu werden droht.

Die Theorie hat in der Praxis ihre Wurzeln, wie Franziskus Ketteler einmal formuliert hat. So passt es gut, dass die wesentlichen Elemente der aristotelischen Theorie sich in dem Teil der Finanzwissenschaft erproben lassen, den wir heute *Prospect Theory* (ein Zweig der *Behavioral Finance*) nennen. Diese handelt unter anderem vom Phänomen der *Furcht* an den Börsen, mit dem wir auch dieser Tage wieder umgehen müssen.

Ein aufschlussreiches Ergebnis ist, dass der Mensch sich über Verluste stärker ärgert, als er sich über gleich hohe Gewinne freut. Wenn wir vor die Wahl gestellt werden, € 1.000 mit einer Wahrscheinlichkeit von 50% zu bekommen,

¹ „Das Wort [Phobos], welches Aristoteles braucht, heißt *Furcht*: Mitleid und *Furcht*, sagt er, soll die Tragödie erreichen; nicht, Mitleid und *Schrecken*.“ Lessing, *Hamburgische Dramaturgie*, 74. Stück. Moderne Übersetzungen ziehen „*Jammer und Schaudern*“ vor.

² Vgl. *Rhetorik* 1382 a 21 und *Poetik* 1453 b 3.

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE
Nr. 66, Juni 2010

oder € 500 in jedem Fall, so wählen wir die € 500, denn die Sicherheit beim Gewinn ist uns wichtig - obwohl der Erwartungswert in der ersten Variante ebenfalls bei € 500 liegt und es uns eigentlich egal sein könnte, wie wir uns entscheiden. Dreht man das Beispiel um, so ergibt sich das Gegenteil: Wenn wir vor die Wahl gestellt werden, ob wir einen Verlust von € 1.000 mit einer 50%-igen Wahrscheinlichkeit erleiden wollen oder einen sicheren Verlust von € 500, dann entscheiden sich die meisten für die erste Variante. Die Furcht vor einem Verlust macht uns also nicht weniger irrational, dreht das Handeln aber um.

Noch größer wird die Furcht, wenn wir die Wahrscheinlichkeiten nicht kennen: Angenommen wir stehen vor zwei Urnen. Bei Urne 1 wissen wir, dass sie je zur Hälfte mit roten und blauen Bällen gefüllt ist. Bei Urne 2 wissen wir, dass sie ebenfalls mit roten und blauen Bällen gefüllt ist, kennen aber die Verteilung nicht. Die weitaus meisten Menschen Entscheiden sich für Urne 1, wenn ihnen gesagt wird, sie sollen einen Ball aus einer der Urnen ziehen und bekommen € 100 für einen roten Ball und nichts für einen blauen.

Wir mögen also keine Verluste und fürchten sie erst recht, wenn wir nicht abschät-

zen können, wie hoch sie ausfallen. Es ist der natürliche Instinkt des Menschen, sich aus solchen Situationen zurückzuziehen.

Die Furcht, die gegenwärtig an den Märkten herrscht, hat einige gute Gründe. Wir wissen nicht, wie wir mit der Krise der europäischen Staatsfinanzen, die lange keine Griechenkrise mehr ist, umgehen sollen. Wir wissen nicht, wie es dem europäischen Bankensystem geht. Wir wissen nicht, wie ernst die Mobilmachung in Nordkorea gemeint ist. Einige Indikatoren weisen auf eine Verlangsamung der wirtschaftlichen Entwicklung in den USA hin und plötzlich hält man den Rückfall in eine erneute Rezession („Double Dip“) wieder für möglich. Die Deutsche Regierung erweckt den Eindruck, die Probleme des Euro gegen die Märkte lösen zu wollen, indem sie die Überbringer der schlechten Nachricht, die „Spekulanten“, bestraft und so von der eigentlichen Ursache des Dramas ablenkt, den Geburtsfehlern des Euro und den jahrelang unsolid geführten Staatsfinanzen. Dabei stimmt sie sich nicht einmal mit den Franzosen ab, die eigentlich immer für so eine Aktion zu haben wären.

Von diesen Dämonen werden die Märkte aktuell gescheucht. Wir sind verwirrt und ahnen, dass ein großes Ungemach bevorsteht. Die Angst vor dem Verlust, dessen Wahrscheinlichkeit wir nicht einmal einschätzen können, überwiegt derzeit deutlich alle längerfristigen Überlegungen. Es wird alles verkauft, was als risikoreich gilt: Fast alle Rohstoffe, außer Gold. Fast alle Währungen außer dem Schweizer Franken, dem Dollar und dem Yen. Fast alle Aktien, außer denjenigen, die mit dem iPad von Apple zu tun haben. Fast alle Anleihen, außer den Staatsanleihen von Deutschland und den USA. Was steigt, sind die Volatilitäten. Kurz, es herrscht



Die Volatilität (das Maß der Furcht an der Börse) ist zurückgekehrt. Wir sind aber noch deutlich entfernt von der Panik des Jahres 2008.

φόβος, wie auch immer man es übersetzt.

In diesem Umfeld übersieht der Markt, wie in der *Prospect Theory* dargelegt, leicht das Gute. Dieser Fehler war ihm beispielsweise zu Anfang des Jahres 2009 unterlaufen, als der Markt davon ausging, dass das Rettungsprogramm der amerikanischen Regierung für die Banken (TARP) nicht ausreichen würde. Falsch, es hat ausgereicht. Der Wirtschaft in den USA geht es heute - den Umständen entsprechend - gut.

Wenn wir die Lage für einen kurzen Moment furchtlos betrachten, stellen wir fest, dass keines der Probleme, vor denen wir heute stehen, unlösbar ist und dass nur eines in dem Sinne furchteinflössend ist, dass es unmittelbar in eine Katastrophe umschlagen könnte. Nur wenn der Euro tatsächlich auseinander fällt - was vor einem halben Jahr undenkbar war, heute aber nicht mehr -, indem die Peripherie ihre Schulden nicht mehr bedienen kann, wäre der Schock für die Weltwirtschaft extrem. Dann würden die deutschen und französischen Banken (mit € 50 Mrd. bzw. € 75 Mrd. Griechenland-Krediten) unter schweren Stress geraten mit erheblichen Rückwirkungen für die gesamte europäische Wirtschaft. Wenn Portugal und Spanien einknicken, dürfte die Situation kaum noch reparabel sein.

Derzeit sieht es danach nicht aus. Es gibt eine Krise der europäischen Staatsfinanzen und damit auch der europäischen Banken. Allerdings sind die Banken heute wesentlich besser kapitalisiert als vor zwei Jahren, als die Lehman-Pleite die Welt zum Stillstand brachte. Die europäische Krise reduziert das Wachstum in den USA um vielleicht 0,3%, für Asien dürfte der Effekt ähnlich überschaubar sein. Europa ist auch in der Vergangenheit nicht als Wachstumslokomotive aufgefallen.

Das Griechenland-Problem wird also aller Wahrscheinlichkeit nach nicht zum Auslöser einer globalen Krise, aber es hat doch eine globale und eine europäische Auswirkung. Die globale Auswirkung ist, dass die Ungleichgewichte in der Weltwirtschaft durch den wiedererstarkten Dollar länger anhalten werden. Der niedrige Dollar war für die Amerikaner ein Anreiz, weniger zu konsumieren und mehr zu exportieren. Dieser Anreiz ist nun geringer und die notwendige Strukturanpassung wird mühsamer.

Die europäische Auswirkung stellt die Regierungen vor zwei Möglichkeiten, die sich durchzudenken lohnen (das Gerede vom Währungsschnitt gehört jedenfalls (noch) nicht dazu). Die **furchtlose Alternative** wäre es, das Problem anzuerkennen und zu akzeptieren, dass die Griechen und vielleicht noch andere einen Teil ihrer Schulden nicht begleichen werden. Dann

könnte man einen Teil der € 750 Mrd., die nun für diese Länder vorgesehen sind, für die Bankenrettung verwenden. Das Problem hierbei ist, dass der Sparwille bei vielen Ländern schnell erlahmen könnte, wenn es salonfähig wird, seine Schulden nicht zu bedienen. Darüber hinaus würden diese Länder auf Jahre oder Jahrzehnte hinaus Schwierigkeiten haben, an Kredite zu kommen, was sie innerhalb der Europäischen Union noch weiter zurückwerfen würde.

Die **furchtsame Alternative** wäre,



Credit-Default-Swaps Griechenland: Der Markt glaubt an den Haircut.

den „Haircut“ zu vermeiden und auf ein Wunder (d.h. besonders starkes Wachstum) zu hoffen. Wenn sich das Wunder nicht einstellt, wird die Furcht vor der drohenden Restrukturierung der Schulden auf dem Gemüt des Marktes lasten und den Risikoappetit hemmen. Das Resultat wäre ein jahrelanges anämisches Wachstum und ein Hauch von Deflation nach japanischem Vorbild. In Japan hat dieser Zweifel über die faulen Kredite in den Bankbilanzen zu zwei verlorenen Jahrzehnten geführt - aber nicht zu einer wirtschaftlichen oder sozialen Katastrophe.

Wir halten die furchtsame Alternative für die wahrscheinlichere, da sie der politischen Klasse in Europa am ehesten zusagt. Das bedeutet, dass wir uns mit den gegenwärtigen Problemen noch auf Jahre hinaus beschäftigen müssen. Der Euro wird zur Freude der deutschen Exportindustrie schwach bleiben, aber er wird nicht auseinander brechen.

Tragödien enden nach Aristoteles damit, dass sich das Schicksal des Helden plötzlich vom Glück ins Unglück wendet. Dies geschieht nicht, weil irgend ein Schurke es bewerkstelligt, sondern auf Grund eines Irrtums oder Missgeschicks. Irrtümer geschehen im aktuellen Stück genug, aber es steht zu befürchten, dass es keine plötzliche Wendung geben wird, weder zum Guten noch zum Schlechten. Als Tragödie taugt der Stoff daher nicht.

Dr. Georg v. Wallwitz
+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 ist kein Anlagevorschlag 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 nicht anders vermerkt, Bloomberg.