

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 75, Juli/August 2011

Wie ich lernte, die Ratings zu lieben

*Das ist Italien, das ich verließ. Noch stäuben die Wege,
noch ist der Fremde geprellt, stell er sich, wie er auch will.
Deutsche Redlichkeit suchst du in allen Winkeln vergebens:
Leben und Weben ist hier, aber nicht Ordnung und Zucht.*

Goethe, Venezianische Epigramme

Ratingagenturen waren einmal eine gute Idee. Sie sind eine Instanz, die viel besser als der Normalanleger in die Bücher der Schuldner schauen kann und daher ein realistisches Bild von dessen Zustand zeichnen kann. Die Ratingagenturen haben Zugang zu den Zahlen hinter den Bilanzen, können in den Unternehmen selbst in die Bücher schauen und sind nicht angewiesen auf das, was *hoi polloi* zu sehen bekommen. Darin sind sie einem Wirtschaftsprüfer vergleichbar und ihre Meinung hat entsprechendes Gewicht. Das

Urteil der Agenturen ist wohlfundiert und der Anleger kann guten Gewissens Zutrauen fassen in den Schuldner, wovon am Ende beide etwas haben. Der Anleger kennt seine Risiken und der Schuldner kommt an Geld.

Vielleicht war das System einfach zu gemütlich: Die Fondsmanager sahen in den Ratings eine wundervolle Gelegenheit die Verantwortung für ihre Anlageentscheidung zu delegieren. Ging eine Anleihe den Bach hinunter, konnten sie sich erschüttert zeigen, dass ein Papier mit einem so guten Rating einfach nicht hält, was es verspricht.

Der Staat hatte auch etwas davon, denn er bekam mehr Kredit, als er verdiente. Das hängt mit Basel II zusammen, jenem Regel-

werk von international akzeptierten Standards, dem die Banken derzeit unterworfen sind. Basel II legt fest, dass die Banken für Schuldner erster Güte, wie etwa



Georg Cantor: wurde depressiv über dem Problem der Selbstreferentialität.

Staaten, wenig oder kein Eigenkapital zur Seite legen müssen. Für die Banken ist das herrlich, denn sie können die kümmerlich verzinsten Spareinlagen in deutlich höher verzinsliche Staatsanleihen investieren und die Differenz kassieren, ohne eigenes Geld zurückzulegen für einen eventuellen Ausfall. Über diesen Mechanismus, für den die Ratings als Gleitmittel dienen, sind die Staaten an das Geld der Sparer gekommen, mit denen sie immer größere Schuldenberge finanzierten und das Sparen auf die nächste Legislaturperiode verschoben.

Die Existenz der Ratingagenturen hat den Staaten noch auf eine andere Weise Geld verschafft: Da Ratings von Staaten immer besser sind als die der Unternehmen in diesen Ländern, haben Banken immer lieber Geld an die Staaten verliehen, als an die Unternehmen - sie mussten weniger Eigenkapital einsetzen.

Wenn Staaten ein gutes Rating hatten, mussten sie weniger für Kredite zahlen und durch die geringere Zinslast verbesserte sich die Bonität. Es entstand für viele Staaten, deren Rating sich in den letzten beiden Jahrzehnten verbesserte, ein positiver Rückkopplungseffekt: Je besser das

Rating, desto geringer die Zinslast, desto besser das Rating ...

Von Athen nach Rom

Dieser Reigen wird nun rückabgewickelt. Von Athen nach Rom. Rückkoppelungseffekte funktionieren ja leider auch in die andere Richtung. Das Rating verschlechtert sich, die Staaten kommen schwieriger an Geld, müssen mehr für ihre Schulden zahlen und stehen prompt finanziell schlechter da und das Rating wird erneut herabgestuft. Als die Spirale sich nach oben drehte, waren alle zufrieden, aber nun ist jeder auf seine Weise unglücklich.

Den Mechanismus von selbstreferenziellen Systemen, wie solche Mechanismen auch genannt werden, zu durchbrechen bevor sie am Nullpunkt angekommen sind, ist ausgesprochen schwer. Die erste Idee ist eigentlich immer, das Problem durch eine Veränderung der Spielregeln aus der Welt zu schaffen. Erst wenn sich herausstellt, dass das nicht weiterhilft, wird das System auf ein neues, tragfähiges Fundament gestellt. Das war auch in der Mathematik so, als dort das Problem erstmals für eine Grundlagenkrise sorgte.¹

¹ Krass bildungsbürgerliche Fußnote, für Nichtmathematiker vielleicht unschön, daher sehr klein gedruckt: Selbstreferenzialität war in der Mathematik des ausgehenden 19. Jahrhunderts ein großes Thema, denn sie tauchte in den so genannten Cantor'schen Antinomien auf. Um ein älteres Problem zu lösen - den Umgang mit unendlichen Größen in der Infinitesimalrechnung bei Leibniz und Newton - hatte Georg Cantor (1845-1918) eine Theorie des Unendlichen entwickelt, die ganz ohne Rückgriff auf geometrische Argumente auskam und sich ausschließlich auf arithmetische bzw. analytische Verfahren stützte. Dazu musste er die Mengenlehre entwickeln, einen Zweig der Mathematik, den nur studieren sollte, wer wenig schmerzempfindlich ist. Die Mengenlehre ist harmlos, solange sie sich im Endlichen abspielt, aber unfasslich schwer zu begreifen, wenn es um unendliche Mengen geht. Im Rahmen dieser Arbeit führt Cantor den Begriff der Potenzmengen (Def.: die Menge aller Teilmengen einer gegebenen Grundmenge) ein, ohne die er nicht die Kardinalität transfiniter Mengen bestimmen kann. Potenzmengen sind aber problematisch, wenn es um sog. Allklassen geht, das System aller denkbaren Klassen. Denn die Potenzmenge P der Allklasse A ist selbst eine Teilmenge der Allklasse und damit „kleiner“ als die Allklasse. Nun sagt aber der Satz von Cantor, dass die Potenzmenge eine größere Mächtigkeit hat als die Menge, aus der sie generiert wird. Damit kommt es zu einem logischen Widerspruch: $P \in A \Rightarrow P \notin A$.

Bis in die 30er-Jahre des 20. Jahrhunderts hat die Mathematik schwer an dieser Antinomie gearbeitet. Der erste Instinkt der Mathematiker war, das Problem wegzudefinieren. Den ersten Versuch unternahm Henri Poincaré, den zweiten Bertrand Russell. Beide versuchten letztlich durch die Einführung verschiedener Arten von Mengen festzulegen, dass Aussagen über Mengen bestimmter Mächtigkeit sich nicht auf Mengen anderer Mächtigkeit übertragen lassen. In den *Principia Mathematica* entwickelt Russell hierfür ein derart schwer zu handhabendes System, die Typentheorie, dass ihm kaum ein Mathematiker folgen wollte und sich heute nur noch Philosophiehistoriker dafür interessieren. Am Ende hat es nichts geholfen, an den Symptomen herumzudefinieren. Das ganze System der Mengenlehre musste auf ein neues, tragfähiges Fundament gestellt werden. So wurde aus der naiven die axiomatische Mengenlehre, deren Fundament heute das *Zermelo-Fraenkel-System* bildet.

In der aktuellen Schuldenkrise sind wir noch im Stadium des Herumtüttelns an den Spielregeln. In einer Zeit, in der ihnen die Ratings nicht mehr gefallen, schlagen die Regierungen vor, eine hauseigene Ratingagentur der Europäer zu etablieren, die Gefälligkeitsgutachten zu angeschlagenen Haushalten gibt. Da sage noch einer, die Europäer seien nicht zu Finanzinnovationen in der Lage! Oder es gab den Vorschlag, die amerikanischen Ratingagenturen zu zerschlagen. Auch das wäre eine wirklich vertrauensbildende Maßnahme, ein echter Beitrag zur Lösung des Problems, dass viele europäische Länder jahrelang über ihre Verhältnisse gelebt haben und nun mit dem Schuldenabbau ernst machen müssen.

Eine Welt, in der Stabilität herrscht, kommt in der Tat ohne Ratingagenturen aus. Aber genau genommen sind sie nicht sehr wichtig, sie haben es uns nur gemütlich gemacht. Ratingagenturen folgen meist sowieso nur den Kursen der Anleihen, die sie beurteilen. Fallen die Kurse (und steigen die Zinsen), so gibt es irgendwann ein downgrade. Steigen die Kurse (und fallen die Zinsen) so stellt der Analyst meist bald fest, dass sich die Lage sehr gebessert hat und es gibt ein upgrade. Fondsmanager müssten sich selber Gedanken machen und hätten keinen externen Schuldigen mehr, wenn es schief geht. Regierungen müssten nicht nur auf das Rating achten, sondern tatsächlich solide Haushalte. Der Geldfluss, den ein gutes Rating gewährleistet, wäre nicht mehr gesichert. Kurz: es wäre alles etwas unbequemer, aber keineswegs das Ende.

In der Welt, die ohne das selbstreferenzielle System der Ratingagenturen als Basis der Staatsfinanzen auskommt, in der nicht nur an den Symptomen gearbeitet wird und in der schließlich auch Europas Staatsfinanzen wieder für eine Weile auf ehrlichen Füßen steht, wird es einige überraschende Axiome geben, beispielsweise: es ist möglich, dass Staaten pleite machen. Staaten können sich bei den Ausga-

ben übernehmen und bei den Einnahmen überschätzen. Wer hätte das gedacht? Das erstaunlichste Axiom der Nach-Schuldenkrisen-Welt wird aber lauten: Auch Gläubiger von Staaten können Verluste machen.

Der Weg dorthin wird wohl über einen Schuldenschnitt in Griechenland führen, der in einer Größenordnung von 75% liegen wird. Das wird teuer für die Französischen und Deutschen Banken, aber alles andere wäre unglaublich. Für Irland und Portugal sind wahrscheinlich ähnliche Maßnahmen nötig. Jetzt, da die Ratingagenturen nachplappern, was im Markt schon lange bekannt ist, dass die Kredite dieser Länder unsicher sind. Jedenfalls werden die Schulden auf ein Niveau zurückgeführt werden müssen, das tragbar ist und das diese Länder durch Wachstum schon lange nicht mehr erreichen können.

Nach Athen ist nun also Rom dran. Durch eine quasi-seismische Bewegung ist Italien in den letzten Wochen finanziell dort angekommen, wo es geographisch schon immer war: am Rand Europas. Die Märkte sehen plötzlich, dass die Produktivität in Italien um ein Drittel niedriger ist als in Deutschland. Der Primärüberschuss (d.h. der Überschuss vor Zinszahlungen) des italienischen Haushaltes ist von 6% vor der Währungsunion auf schmale 0,6% heute geschrumpft. Das ist im Prinzip alles reparabel, aber Italien hat die unbestritten schlechteste Regierung in Europa, noch schlechter als diejenige Belgiens. Rom wird sich nun nur noch retten lassen, wenn die unrettbaren Länder einen Schuldenschnitt bekommen und unter Quarantäne gestellt werden und für Italien (und Spanien) ein tragfähiges Fundament gefunden wird.

Der Unterschied zwischen Rom und Athen ist, dass das Italienische Problem sich nicht auf die lange Bank schieben lassen können. Im Falle Italiens wird etwas passieren müssen. Es werden Deutschland und Frankreich ihrer Behauptung,

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE
Nr. 75, Juli/August 2011

dieser Fall sei anders gelagert als in Griechenland *et al.*, Taten folgen lassen müssen. Das heißt, sie werden Geld auf den Tisch legen müssen, indem sie sich hinter das Projekt einer gemeinsamen Europäischen Anleihe stellen. Nicht nur die Deutschen, auch die EZB wird ihren Standpunkt ändern müssen und einen Teil der Schulden monetisieren (vulgo: weginflationieren) müssen. Die Märkte werden so lange an den Worten zweifeln, bis die Deutschen und die EZB ohne jeden Zweifel demonstrieren, dass es eine gute Investition ist, Römische Staatsanleihen zu kaufen. Nichts anderes meinte der kommende EZB-Präsident, als er am 13. Juli in Rom sagte, "It's now necessary for those trying to manage the sovereign crisis to give certainty, to define with clarity the political objectives, the scope of the instruments and the amount of resources available." Seit Italien im Spiel ist, haben sich die Regeln geändert.

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



Athen war immer Roms Vorbild: Hier das Beispiel der Swaps

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.