

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 43, November 2007

Der große soziokulturelle Unterschied zwischen den USA und Frankreich, jene unvorgängliche Differenz, die allen anderen Konflikten zur Wurzel geworden ist, liegt in dem eher zufälligen Umstand begründet, dass die Franzosen – aus Gründen, die in der Forschung bislang viel zu wenig thematisiert worden sind – eines Tages beschlossen haben, dass sie jede Form von Optimismus verachten.

Angefangen hat es damit, dass **Leibniz**, Philosoph, Mathematiker, Physiker, Geologe, Historiker und Jurist von der anderen Seite des Rheins, in seiner Theodizee die Auffassung vertrat, Gott habe jedenfalls die **beste aller möglichen Welten** erschaffen, denn warum sollte sich jemand wie Gott, dem man doch jedenfalls Güte, Allmacht und Allwissenheit unterstellen könne, sich mit weniger zufrieden geben. Also können wir nach Leibniz in schweren Zeiten, auch wenn sie manchmal sehr schwer sind, dadurch getröstet sein, dass selbst der beschwerlichste Zustand immer noch besser ist als alle denkbaren Alternativen. Besser als die Welt, in der wir leben und der Zustand, in dem wir uns befinden, geht es nicht.

Diese Theorie rief in seltener Einmütigkeit Frankreichs Intellektuelle und Jesuiten – die sich sonst nicht viel zu sagen haben – auf den Plan.¹ Voltaire

¹ Bis heute bleibt ungeklärt, warum man sich über diese Theorie erst echauffierte, als Leibniz sie formulierte. Schon Platon betont im Timaios 30c, Gott habe die beste aller Welten erschaffen.

schrieb einen launigen Roman namens „Candide“, in dem er sich bestens amüsiert über Leibniz’ Theorie, indem er den grausamen Niedergang eines ausgesprochenen Pechvogels schildert, der dennoch darauf beharrt, er lebe in der besten aller Welten. Die Jesuiten haben sich im Jahr 1737 ein Schimpfwort ausgedacht für Leibniz und seine Anhänger. Sie nannten sie voller Verachtung: *Optimisten*.² Damit war es geschehen. Seither ist in Frankreich das Wort Optimist im Kern eine



Nahrung für Optimisten

Ausgrenzungsvokabel geblieben. Ein Optimist

ist jemand, der nicht verstanden hat, wie das wirkliche Leben spielt. Seither sitzen französische Intellektuelle in schwarzen Rollkragenpullovern in Cafés, rauchen filterlose Zigaretten und finden die Welt schlecht.

In Amerika hingegen ist der Optimismus die Grundhaltung, die aller sozialen Interaktion zu Grunde liegt. Erschüttert hat dies Alexis de Tocqueville in seinem Buch *Über die Demokratie in Amerika* seinen Landsleuten mitgeteilt. Seither herrscht Unverständnis zwischen diesen beiden Völkern. Der Unterschied wird dadurch bemäntelt, dass beide sich

Geradezu klassisch ist die Formulierung Epikurs im Fragment 374: „si vult et non potest, inbecilis est, quod in deum non cadit. si potest et non vult, invidus, quod aequè alienum a deo. si neque vult neque potest, et invidus et inbecilis est, ideo nec deus. si et vult et potest, quod solum deo convenit, unde ergo sunt mala?“

² Vgl. *Journal de Trévoux ou Mémoires pour servir à l’histoire des sciences et des arts* 37. Dort insbesondere die Rezension von Leibniz’ *Theodicée*.

Realisten nennen. In Wahrheit sind die einen Optimisten und die anderen Pessimisten.

Es war letztlich ein grenzenloser Optimismus, der in den USA in die gegenwärtige **Kreditkrise** geführt hat. Der Glaube an die Macht einer gutwilligen, allmächtigen und weisen Zentralbank mündete in einem Glauben an stets steigende Immobilienpreise in einer Welt, in der diejenigen belohnt werden, die den Mut zum Risiko haben.

Dass vielfach vor diesem Optimismus gewarnt wurde, half nichts, denn Kredite sind in einer Welt von Kreditderivaten nicht mehr nur für die finanzielle Oberschicht zu haben, sondern für jedermann. Dadurch, dass die Kreditinstitute ihre Forderungen problemlos weiter verkaufen konnten, wurden sie immer lockerer bei der Kreditvergabe: wenn ein Kredit nicht bedient wird, dann ist das ja das Problem von jemand anderem – eben jenem, der den Kredit gekauft hat. So bekam jedermann einen Kredit, auch solche Kunden, die keine Sicherheiten bieten konnten und manchmal nicht einmal einen Job hatten. Man war optimistisch, den Schwarzen Peter los zu sein, bevor die Party zu Ende geht. So entstand ein unreguliertes zweites Bankensystem aus Hedge-Fonds und anderen Karibikinselnbewohnern, die mit jenen Krediten gehandelt haben. Die Kreditvergabe wurde auf diese Weise demokratisiert: Jeder konnte einen Kredit haben, nicht mehr nur die solventen Stände.

Heute sind alle entsetzt. Am entsetztesten sind die Banken, die das Geschäft am intensivsten betrieben haben, welches nun implodiert. Man ruft nach stärkerer staatlicher Kontrolle. Aber so ist es immer: Über die Dämme wird erst geredet, wenn die Flut schon da ist.

Das Ausmaß der Misere lässt sich veranschaulichen an dem Schicksal der Quartalszahlen der **Citigroup**: In den

Zahlen dieses Instituts (welches bis vor Kurzem das größte der Welt war) zum dritten Quartal wird nur von geringen Schäden berichtet, welche die Krise, die im Juni begonnen hat, verursacht habe. Der Gewinn geht zwar um 60% zurück, aber das ist nicht die Welt. Wenige Tage nach der Veröffentlichung der Quartalszahlen gibt die Bank bekannt, es seien nochmals Abschreibungen im Wert von acht bis elf Milliarden Dollar fällig. Diese seien nötig geworden, weil die Rating-Agenturen im Oktober nochmals in erheblichem Umfang strukturierte Anleihen (vulgo: CDOs, MBSs etc.) heruntergestuft haben. Daher habe man nun bei der Bank neue Bewertungen in die Computermodelle eingeben müssen. Und das Ergebnis sei besagter Verlust in recht grob geschätzter, aber eben doch astronomischer Höhe. Bei der Veröffentlichung der letzten Quartalszahlen habe man das noch nicht absehen können, da damals die Ratings noch andere waren.

So wenig kennt die Bank ihre Risiken, dass sie im September noch nicht absehen kann, dass sie im Oktober einen gigantischen Abschreibungsbedarf hat, obwohl sich keine Tatsachen, sondern nur Einschätzungen von Ratingagenturen geändert haben. Früher konnte man Bankangestellte zu den Schuldnern schicken, damit sie sich ein Bild machen, wie es um deren finanzielle Lage bestellt ist. Heute hat man Modelle statt Risiken, Strukturen statt Schuldnern. Daher kann man auch auf 10 Mrd. Dollar genau nicht sagen, wie groß die Verluste aus der Krise sein werden. Jedenfalls ist die finanzielle Unbildung auch an der Wall-Street so erschreckend, dass man auf absehbare Zeit Bankaktien nur mit dem festen Glauben an die beste aller Welten wird haben können.

Der Optimismus bei der Kreditvergabe wird **Spuren in der realen Wirtschaft** hinterlassen. Die Frage ist nur, ob wen die Krise neben den Banken mitreißt, und wie tief. Jedenfalls werden Kredite nicht mehr so locker vergeben werden wie in der

Vergangenheit. Eine restriktivere Kreditvergabe bedeutet eine geringere Investitionstätigkeit und ein mittelfristig geringeres Gewinnwachstum. Die Immobilienpreise in den USA werden noch weiter fallen wahrscheinlich wird dies zu einem geringeren Wachstum beim Konsum führen. Das ist nicht gut für Aktien. Andererseits werden die Zinsen in den USA und vielleicht auch in Europa fallen. Das ist gut für Staatsanleihen. Jedenfalls ist es schlecht für den Dollar und vielleicht kommt es ja noch zu einer Dollar-Krise. Hinzu kommt ein Ölpreis, der seit Oktober um ca. 30% gestiegen ist, ein wieder ansteigender iTraxx Crossover Index, ein Goldpreis auf dem Weg zur 1.000-Dollar-Marke

Normalerweise würde man sich aus Aktien verabschieden, wäre da nicht eine riesige Unbekannte: Keiner weiß, welche Auswirkung die **Schwellenländer** in einer solchen Situation haben. Früher konnte man sie vernachlässigen. Heute ist China wichtiger als Deutschland, und Indien es bald auch sein. Deutschland war einmal die Nummer drei in der Welt. Die Schwellenländer lassen sich nicht mehr vernachlässigen, an ihnen hängt enorm viel. Aber es gibt **keine Erfahrungswerte** in einer Welt, in der die Macht über die Zinsen (über die Währungsreserven) bei den asiatischen und nahöstlichen Gläubigern liegt; in einer Welt, in der die Nachfrage aus Asien über Rohstoffpreise und Gewinne westlicher Firmen entscheidet; in einer Welt, in der der Dollar immer weniger die Leitwährung ist.

Optimisten verweisen auf das kräftige Wachstum außerhalb der USA und auf die guten Gewinne außerhalb des Finanzsektors. Sie verweisen auf den

Umstand, dass durch den fallenden Dollar das Leistungsbilanzdefizit der USA immer weniger zu einer Bedrohung für die Weltwirtschaft wird. Sie verweisen darauf, dass die Schwellenländer keine Quelle von Unsicherheit mehr sind (die Spreads von EM-Bonds sind nahe ihrem historischen Tiefststand). Sie verweisen auf die sinkenden Zinsen und auf den Umstand, dass es immer gut ist, Aktien zu haben wenn alle anderen in Panik sind.

In einem Börsenumfeld, in dem es keine

sinnvollen Präzedenzfälle gibt, sollte man bedenken, dass es auch in der besten aller Welten Opfer gibt. Man muss nicht von der – an den Aktienbörsen grundsätzlich richtigen – Haltung des Optimismus

abweichen um seine Wetten in diesen Zeiten abzusichern.

Allerdings ist es noch nicht so weit. Der Bullenmarkt, der im Jahr 2003 begonnen hat, ist noch nicht am Ende. Die Trends sind noch ungebrochen, das letzte Allzeithoch im Dow Jones ist keine vier Wochen her. Die Optimisten können nach wie vor glauben, wir lebten in der besten aller Welten. Die Pessimisten aber fürchten, dass dies wahr ist.

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

