

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 46, März/April 2008

Nemesis

Auf die **Hybris** folgt die **Nemesis**. Das haben zuerst die alten Griechen herausgefunden, denn sie hatten reichlich Anschauungsmaterial dafür. Hybris kommt von *hybrizein* und bedeutet so viel wie "zügellos werden" oder "über das rechte Maß hinausschießen". In der Ilias bezeichnet Homer das Verhalten des Atreussohnes Agamemnon gegenüber dem schnellfüßigen Achilleus als Hybris, als er diesem in seiner Gier die rechtmäßige Lieblingsklavin Briseis nimmt. In der Odyssee ist es die Hybris der blindlings das Krongut verprassenden Freier am Hofe zu Ithaka, die sie gegenüber dem nahen Untergang bis zuletzt blind bleiben lässt. Die Nemesis, der "gerechte Zorn", lässt in beiden Fällen nicht lange auf sich warten. Sie stellt das Gleichgewicht und die Gerechtigkeit wieder her.¹

Die Nymphe Nemesis geht derzeit bei den Banken um. Dort hatte die Hybris in den letzten Jahren viel bewirkt: Die niedrigen Zinsen haben dazu geführt, dass immer größere Risiken mit geliehenem Geld eingegangen wurden. Je größer der Hebel, desto höher der Gewinn. Hebel wirken aber sowohl auf dem Weg nach oben als auch auf dem Weg nach unten. Derzeit sind wir auf dem Weg nach unten. **Carlyle**, eigentlich ein guter Name, hat sich einen Fonds mit einem

32-fachen Hebel ausgedacht. 3% Eigenkapital, 97% Fremdkapital. Dieser Fonds ist so konstruiert, dass er pleite geht, sobald die darin gehaltenen Wertpapiere um 3% fallen. Nun ist er pleite und man ist versucht, sich zu fragen, wie man im letzten Sommer sich eine solche Konstruktion ausdenken konnte.

Wie es so weit kommen konnte

Um zu verstehen, wie eine Welt ohne solche Konstruktionen aussehen könnte, lohnt sich noch ein kurzer Blick zurück: Das Problem beginnt Anfang 2006, als die Immobilienpreise in den USA zu steigen aufhören. Dadurch kommen viele Leute in Zahlungsschwierigkeiten, die sich ohne Eigenkapital Immobilien gekauft hatten, in der Hoffnung, sie bald mit einem guten Gewinn weiterverkaufen zu können. Das hat jahrelang gut funktioniert und irgendwann konnte sich niemand mehr vorstellen, dass es auch einmal

anders kommen könnte. Als die Schuldner aufgrund der ausbleibenden Gewinne nicht mehr zahlen können, gibt es immer mehr Zwangsversteigerungen, die wiederum zu weiter fallenden Preisen führen. Plötzlich gibt es in den USA 800.000 leerstehende Einfamilienhäuser zu kaufen, aber keine Käufer.



Dr. Georg Graf von Wallwitz

¹Die Nymphe Nemesis ist übrigens die Mutter der Helena (der Vater war wie so oft Zeus), um derentwillen der Trojanische Krieg geführt wurde. Agamemnon und die Freier hätten auf dieses Detail achten und sich entsprechend aus der ganzen Angelegenheit heraushalten können – es wäre ihnen viel Ärger erspart geblieben.

Die Kredite, die nun nicht mehr bedient werden, sind zuvor aber weiter verkauft worden und dienen ihren Käufern selbst als Sicherheit für weitere Kredite. Das Problem dabei ist nicht nur, dass immer mehr Kredite auf einem schwankenden Boden aufgetürmt werden, sondern dass ein großer Teil dieser Kredite außerhalb des regulierten Bankensystems landet. Diese Kredite liegen bei Hedgefonds und Investmentstrukturen, die zu Banken gehören, aber nicht in deren Bilanzen einbezogen werden müssen und daher nicht unter die Aufsicht fallen.

Wie es weiter gehen könnte

Nun wollen wir an dieser Stelle nicht wie sonst üblich unserer Erschütterung Ausdruck geben über den Sittenverfall in der Finanzwelt. Nach Moralisieren ist uns ausnahmsweise nicht zu Mute. Was an dieser Stelle interessant ist, ist die Frage wie es weitergeht. Wie jede andere Krise auch, so wird auch diese irgendwann ein Ende haben.

Wie lange wird sie dauern und auf wessen Kosten findet die Bereinigung statt?

Die Amerikaner werden sich in ihrem Vorgehen daran orientieren, was **andere Schwellenländer** in ähnlichen Situationen getan haben. Dort kennt man sich aus mit ruinierten Bilanzen, zusammenbrechenden Banken und ins Bodenlose stürzenden Währungen.

Die Fed wird das System um jeden Preis retten – das ist ihre Aufgabe als Zentralbank. Dazu wird sie die Zinsen gnadenlos senken. Die zweijährigen Zinsen in den USA sind mit 1,3% heute bereits auf dem tiefsten Stand seit den 1950er-Jahren. Die niedrigen Zinsen führen zu einer höheren Inflation und damit zu einer Entschuldung der Amerikaner. Der Außenwert des Dollar ist dabei ziemlich egal. Deutsche Bundesbanker nennen sich gerne „Währungshüter“, die Amerikaner haben

nicht einmal einen äquivalenten Begriff. Der fallende Dollar sorgt wie die niedrigen Zinsen für höhere Inflation. Die höhere Inflation reduziert den realen Wert der Schulden. **Wenn die Inflation ist der Preis ist für die Rettung des Finanzsystems, dann wird die Fed ihn zahlen.**

Das ist das übliche Vorgehen, seit es Geld gibt: wenn die Schulden zu drückend sind, macht man das Geld schlecht. Früher hat man Kupfer in die Goldmünzen gemischt, heute wirft man die Notenpresse an. Das Resultat ist immer dasselbe: Die Schulden tun nicht mehr so weh.

Die Fed wird außerdem den Banken zur Not unter die Arme greifen, indem sie deren **Risiken selbst übernimmt**. Das Vorgehen bei der Pleite von *Bear Stearns* dürfte Richtungweisend sein: Die Aktionäre werden mit einem *Totalverlust* bestraft und die Angestellten mit dem Verlust ihrer Arbeitsplätze, aber damit das System stabil bleibt, sichert die Fed den Geschäftspartnern der Bank die Sicherheit ihrer Gelder zu (*counterparty risk*). Darüber hinaus wird sie einen Teil der illiquid gewordenen Papiere, deren Substanz nach wie vor gut ist, in den eigenen Bestand nehmen und auf diese Weise eine Stockung im System verhindern. So wird die Panik sich nach zwei oder drei Pleiten langsam wieder legen und es **kehrt unter den Überlebenden wieder Ruhe ein**.

Nicht nur die Fed wird reagieren, auch die Regierung wird etwas tun. Vielleicht werden per Gesetz alle seit 2005 gemachten Hypothekenschulden um 20% reduziert. Das wäre ein erheblicher Eingriff in die Vertragsfreiheit und es würde dazu führen, dass in den kommenden Jahren höhere Zinsen verlangt werden. Aber die wenn es nicht anders geht, schreckt die Regierung nicht vor radikalen Maßnahmen zurück. Die Älteren unter uns erinnern sich noch an das Jahr 1914, als die Regierung die Börsen für vier Monate geschlossen hielt, um keine

Panikverkäufe angesichts des drohenden Krieges aufkommen zu lassen. Der Anleihenmarkt war damals weitgehend in der Hand der Europäer, und die wollten ihre Geld nun für Munition ausgeben.

Das Drama wird noch eine Weile dauern. Es wird noch Pleiten geben im nächsten Quartal, aber das sollte dann der Boden sein. Die gute Nachricht – der Staat springt ein und das Finanzsystem wird weiter funktionieren – wird den Ausblick auf ein vielleicht doch ganz passables Jahr 2009 freigeben. Zum Jahresende würde man nach diesem Szenario dann wieder bessere Aktienkurse sehen.

von gewissen Adressen verkauft werden, um irgendwie an Cash zu kommen. Preise spielen bei Zwangsliquidationen keine Rolle mehr.

Bevor man sich zu unbedachten Handlungen hinreißen lässt, sollte man aber noch das Folgende bedenken: Für die Europäer und Asiaten steht noch eine Ernüchterung ins Haus. Sie werden nach all der Schadenfreude über das Drama bei den Amerikanern irgendwann feststellen, dass die heimische Konjunktur ebenfalls ins Stocken geraten ist. **Die Gewinnschätzungen für das laufende Jahr in Europa sind wahrscheinlich noch**

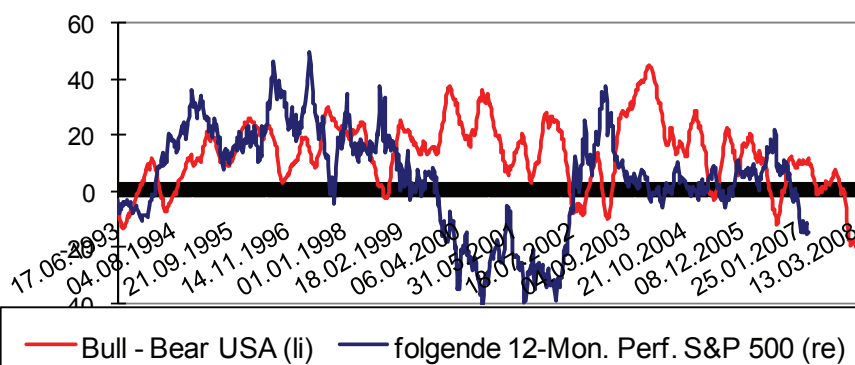
30% zu hoch angesetzt. Die Kurse in China und Indien werden auch noch eine Weile fallen müssen, bis sie sich der Realität wieder angenähert haben. Diese Länder haben aber den Vorteil, dass sie "nur" ein Inflations- und kein Wachstumsproblem haben.

So zeigt sich irgendwann auch wieder das andere Gesicht der Nemesis: in

Smyrna – welches in modernen Zeiten Izmir genannt wird – wurde Nemesis in zwei Gestalten verehrt: Neben der gnadenlosen Rächlerin der Hybris gab es noch die wohlwollende Nemesis. Ist nämlich wieder das gerechte Gleichgewicht hergestellt und der Exzess bereinigt, so ist die Nemesis wieder ganz verträglich und eine fröhliche Zeitgenossin. Bis die Hybris sich wieder regt.

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

Sentiment und Aktienperformance



Und noch etwas spricht für Entspannung: Die Hybris ist heute längst im Lager derjenigen, die den Untergang kommen sehen. Die Meinung der *hoi polloi* ist heute so eindeutig negativ, dass die Kurse eigentlich nur besser werden können. Ein so eindeutig negativer Konsens markiert fast immer eine gute Gelegenheit.

Vielleicht gibt es auch jetzt schon echte Kaufkurse. Ins Grübeln kommt man aber nicht nur bei Aktien, sondern auch bei auf Euro lautenden Unternehmensanleihen guter Schuldner. Auch gute Schuldtitel mussten