

# BÖRSENBLATT

## FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

---

### Nr. 50, August / September 2008

#### Die Logik der Märkte

Die Bedeutung eines Künstlers lässt sich meist an seinen Innovationen fest machen. Im Falle William Shakespeares wird oft die Perfektionierung des inneren Monologes angeführt, welche spätestens ab der Verfassung des *Hamlet* im Jahr 1600 gelungen ist: Dieses Stilmittel ermöglicht es, auch im Theater die ganze Breite psychologischer Untiefen zu thematisieren. Wer bei schwierigen Gedanken wie „Sein oder Nichtsein“ in die Seele eines Menschen blicken kann, hat schon eine Menge erreicht und kann mit der Klarsicht eines diplomierten Psychiaters sehen, was die Person umtreibt und bedrückt.

Was Shakespeare als Theaterschriftsteller aber nicht nur genial, sondern auch erstaunlich macht, ist die gleichzeitige psychologische Klarheit und dramatische Unklarheit. Im *Hamlet* wird nämlich nicht nur der Innere Monolog perfektioniert, sondern auch ein Kunstgriff erfunden, den man in fast allen späteren Dramen und Historien wie *Othello* oder *Macbeth* findet. Shakespeare beginnt ab 1600 ganz bewusst, entscheidende Informationen über die Motivation seiner Helden zu verschweigen.



**Dr. Georg Graf von Wallitz**

Im *Hamlet* ist es beispielsweise der Wahnsinn, der den Helden überkommt. Dieser Wahnsinn macht nur Sinn, wenn man die (schon damals nur den gebildeten Ständen geläufige) literarische Vorlage für den Hamlet kennt, wie sie in Dänemark im späten 12. Jahrhundert von *Saxo dem Grammatiker* aufgeschrieben worden ist<sup>1</sup>. Im *Othello* wird kein überzeugendes Motiv ausbuchstabiert, warum Iago seinen General, den Mooren von Venedig, mit einem solch destruktiven Hass verfolgt. Auch hier verzichtet Shakespeare darauf, die Erklärung aus der literarischen Vorlage – Iago ist in Desdemona verliebt – auch nur anzudeuten<sup>2</sup>. Durch diese strategischen Auslassungen gewinnen die Stücke gleichermaßen an Abgründigkeit und an Realität. Der Zuschauer spürt, dass in dem Stück eine eigene **poetische Logik** am Werk ist, die er nicht verstehen, wohl aber spüren kann. Damit geht es ihm wie auch sonst im Leben: Wer kann schon von sich behaupten, die Logik der Dinge um sich herum zu verstehen.

---

<sup>1</sup> Dort ist der Junge Amleth (aus dem dann Hamlet wird) zum Zeitpunkt der Ermordung seines Vaters noch ein kleines Kind und nicht in der Lage die Ermordung seines Vaters, die in aller Öffentlichkeit stattgefunden hat, zu rächen. Um nicht selbst ermordet zu werden – was nahe liegt, denn der Sohn muss den Vater rächen – tut Amleth so, als sei er ein harmloser Irrer. Dieses Spiel geht so lange, bis er alt genug ist, seiner Pflicht zu genügen. Hamlet hingegen erfährt erst als Erwachsener durch den Geist seines Vaters von dessen Ermordung – bis dahin hatte Hamlet an einen natürlichen Tod geglaubt. Shakespeare lässt Hamlet aber nicht gleich zur Rache schreiten, sondern ebenfalls den Wahnsinnigen spielen, obwohl diese Schutzfunktion keinen rationalen Sinn hat. Sie hat nur ihren eigenen, poetischen, inneren Sinn. Diese poetische Logik bleibt dem Außenstehenden aber grundsätzlich verschlossen.

<sup>2</sup> Quelle für den *Othello* ist eine der *100 Novellen* von Giambattista Giraldis (von seinen Zeitgenossen „Cinthio“ genannt) aus Ferrara.

## Die innere Logik der Märkte

Es ist sicher kein Zufall, dass Shakespeare im *Hamlet* nicht nur den Inneren Monolog perfektioniert und die poetische Logik entdeckt, sondern auch Tipps zum Umgang mit Geld gibt<sup>3</sup>. Was die Finanzmärkte abgründig und faszinierend macht, ist ihre niemals ausbuchstabierte **innere Logik**. Die unendlichen Kommentare, welche die Börsen rund um die Uhr und rund um den Globus verfolgen, haben keinen anderen Zweck, als eine Logik im Geschehen zu entdecken. Häufig genug ist das vergeblich.

Die innere Logik der Märkte zu verstehen ist gleichermaßen die schwierigste und die ertragreichste Aufgabe des Investors. Wer sich über die innere Logik des Dramas an den Börsen keine Rechenschaft ablegt, muss sich auf sein Glück verlassen.

## Verkürzung des Hebels

Die innere Logik der Märkte wird derzeit vom Paradox der Verkürzung des Hebels bestimmt. Das Paradox ist das Folgende: wenn alle gleichzeitig ihre Verschuldung zu reduzieren versuchen, steigt am Ende die Verschuldung eher als dass sie fällt.

Damit hat es folgendes auf sich: Um seine Verschuldung zu reduzieren (den Hebel zu verkürzen), muss man etwas verkaufen. Idealerweise den Gegenstand, den man mit dem geliehenen Geld erworben hat. Dafür braucht man jemanden, der den Gegenstand kauft und dafür Geld gibt. Wenn alle Marktteilnehmer gleichzeitig entscheiden, ihre Schulden zu reduzieren, wird es

schwierig, einen einigermaßen angemessenen Preis für seine Güter zu erlösen. Man wird seine Waren nur zu sehr niedrigen Preisen los. Die Preise fallen, weil es nur Verkäufer gibt und keine Käufer. Wenn man aber nur wenig Geld bekommt, steht man am Ende vor dem Problem, dass das Haben in höherem Maße zurückgegangen ist als das Soll und der Verschuldungsgrad eher zu- als abgenommen hat.

Wenn meine Waren am Anfang 100 wert waren und die Schulden 80, dann hatte ich einen Hebel von 5. Mit den 20, die ich selbst eingesetzt habe, habe ich Waren im fünffachen Wert gekauft. Wenn ich nun niemanden finde, der mir 100 (oder mehr) zahlt für meine Waren, dann habe ich ein Problem. Wenn ich nur 70 erlöse, dann bleiben mir 10 Schulden, denen keine Waren entgegenstehen.

Es entsteht eine sogenannte **negative Rückkopplung**, im Volksmund *Teufelskreis* genannt: Man ist plötzlich gezwungen, eher mehr als weniger zu verkaufen und da dies allen so geht, fallen die Preise noch ein Stück mehr – und lösen immer neue Verkäufe aus.

Das Problem wird gerade von Merrill Lynch von der Theorie in die Praxis umgesetzt. Merrill ist etwas gelungen, um was die Bank von vielen beneidet wird. Merrill hat seine übelsten Problemkredite (CDOs) verkauft. Für diese Kredite, die ursprünglich zu 100 in den Büchern standen, hat Merrill 22 bekommen. Für die Bank bedeutet das einen erneuten riesigen Verlust, aber immerhin hat man auf diese Weise das Risiko gebannt, dass diese Kredite irgendwann mit 0 in den Büchern stehen. Das ist bittersüß für Merrill. Für die anderen Banken ist es nur bitter. Für sie bedeutet das, dass sich kaum jemand finden wird, der ihnen ihre durchaus vergleichbaren Problemkredite für mehr als 22 abnehmen wird. Da diese Kredite derzeit noch mit mehr als 22 in den Büchern stehen, bedeutet die Reduktion des Wertes auf 22,

---

3 Lord Polonius zu Laertes (1. Akt, 3. Szene):  
Neither a borrower nor a lender be;  
For loan oft loses both itself and friend,  
And borrowing dulls the edge of husbandry.  
This above all: to thine ownself be true,  
And it must follow, as the night the day,  
Thou canst not then be false to any man.

dass **bei den anderen Banken der Hebel größer** wird. Sie werden umso aggressiver ihre Problemkredite verkaufen müssen und entsprechend schlechte Preise bekommen.

### Keynes Ausweg

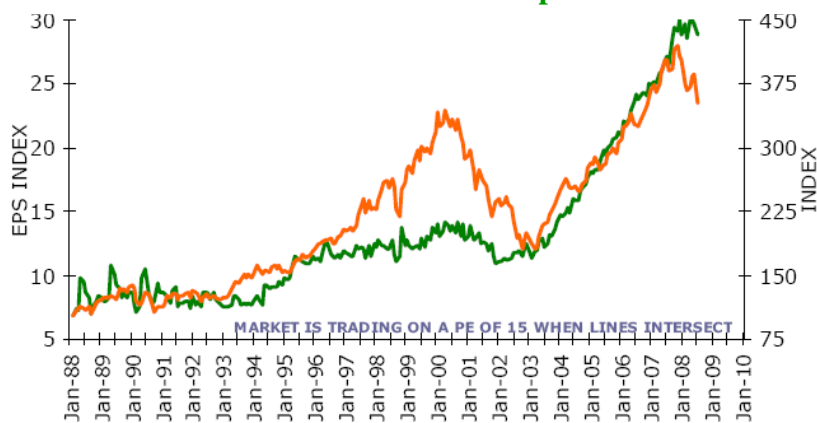
Der einzige Weg aus dem Paradox der Verkürzung des Hebels besteht darin, dass **jemand, der nicht Teil des Systems ist, die Verschuldung übernehmen muss**. Typischerweise ist das der Staat. In den USA passiert nun genau das: Der Staat übernimmt die Schulden, die aus dem Bankensektor niemand mehr haben will. Die Federal Reserve hat bei der Rettung von Bear Stearns das Risiko von Krediten in Höhe von über \$ 29 Milliarden übernommen. Die Regierung

Quelle: MSCI, Morgan Stanley Research

hat eine explizite Garantie für die Immobilienfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac abgegeben, die möglicherweise die Rettung für Bear Stearns wie ein Schnäppchen aussehen lassen wird. Letztlich haben Notenbank und Staat aber keine Alternative.

Die **Verstaatlichung des Hebels** wird für den Steuerzahler eine teure Angelegenheit. Um den Schmerz für den Steuerzahler so gering wie möglich zu halten, wird der Staat versuchen, möglichst viel Schmerz bei denen zu lassen, die sich die Hebel ausgedacht haben, bzw. sich in den Hebel haben hineinreden lassen. Die Verteilung der Verluste wird daher ein längerer Prozess werden, und so lange der Prozess nicht abgelaufen ist, wird die negative Rückkoppelung weiter zu sinkenden Vermögenswerten führen.

### Aktienindex Welt & erwarteter Gewinn pro Aktie seit 1988



Quelle: MSCI, Morgan Stanley Research

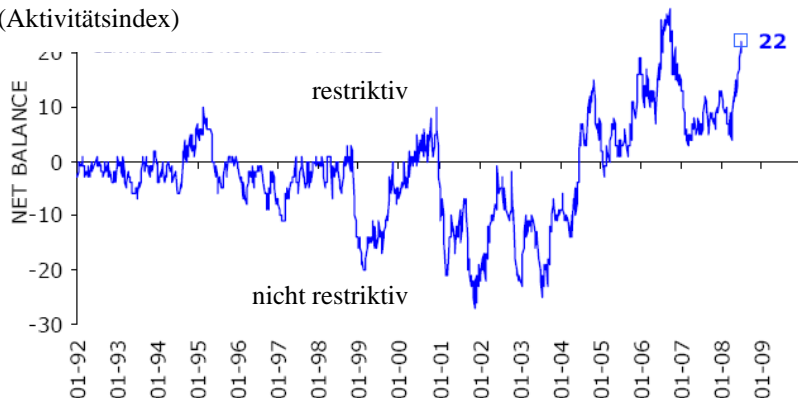
### Wann es wieder besser wird ...

Irgendwann wird die innere Logik des verkürzten Hebels ersetzt durch eine neue, die heute noch nicht absehbar ist. Äußere Anzeichen hierfür könnte man in einer Reihe von Punkten fest machen:

- Es müssten die **Gewinnschätzungen erheblich reduziert** werden: Derzeit sind sie noch unrealistisch hoch.
- Die **Zinsen müssten sinken**: Global gesehen steigen sie derzeit. Insbesondere in den Schwellenländern, wo die Inflation zu einem ernststen Problem geworden ist, werden die Zentralbanken restriktiver.
- Der **Immobilienmarkt** in den USA und Teilen Westeuropas müsste sich **stabilisieren**. Derzeit ist davon noch nichts zu merken.

### Zentralbanken sind immer noch sehr restriktiv

(Aktivitätsindex)



Quelle: Bloomberg, Morgan Stanley Research

Solange nicht mindestens zwei dieser drei Voraussetzungen eintreten, bleibt die innere Logik der Märkte diejenige einer Tragödie. Auf die Szene, die analog ist zur letzten im Hamlet, müssen wir wohl noch eine Weile warten.

Dr. Georg von Wallwitz, CFA  
Tel.: +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 sollte nicht als ein Anlagevorschlag gesehen werden 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 nichts anderes vermerkt ist, Bloomberg.