

# BÖRSENBLATT

## FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 56, April 2009

### Mist

In unserem rastlosen Bemühen, die wissenschaftliche Welterkenntnis zu befördern, der Wahrheit zu ihrem Recht zu verhelfen und die Lehre von der Nationalökonomie mit Kultur zu versehen, stellen wir immer wieder fest, wie sehr der Wissenschaft bis heute eine Kulturgeschichte des Misthaufens fehlt. Der Misthaufen ist im ländlichen Bereich ein Ort intensiver sozialer Interaktion und dient in Literatur und Rhetorik als Symbol, Metapher und Ausgrenzungsvokabel. Das Feld ist weit. So dürfen auch wir nicht fehlen: Die Nationalökonomie hat der Kulturgeschichte des Misthaufens ebenfalls ein wichtiges Kapitel hinzuzufügen.

Die Theorie des Misthaufens ist offensichtlich im amerikanischen Finanzministerium derzeit sehr präsent, da sie mehreren Konzepten zu Grunde liegt, mit deren Hilfe derzeit die Welt gerettet werden soll.

Unserer allzu gebildeten und praxisfernen Leserschaft müssen wir die vier wesentlichen Punkte beim Umgang mit Misthaufen in Erinnerung rufen.

Erstens, Mist ist werthaltig. In der Schweiz gibt es ein Sprichwort, wonach der Miststock (wie es dort heißt), der „Stolz jedes Bauern“ ist<sup>1</sup>. In Österreich steht der Misthaufen in der Mitte des Vierkanthofs (während er in Bayern eher hinter dem Hof platziert wird).

Zweitens, Mist braucht Zeit, um seinen Wert zu entfalten. Im Misthaufen spielen sich verschiedene biochemische Prozesse ab, in deren Verlauf die Enzyme so weit aufgespalten werden, dass sie für Pflanzen verwertbar sind.

Drittens dürfen Misthaufen nie zu lange liegen bleiben. Sie müssen belüftet werden, am besten durch fortgesetzte Umschichtung. Größte Vorsicht ist bei Wärme entfaltenden Gärungsprozessen geboten, da es hier bei

schlechter Belüftung zur Selbstentzündung kommen kann. Je größer ein Misthaufen, desto größer die Gefahr der Selbstentzündung.

Viertens ist jeder Misthaufen mit Giftstoffen belastet. Der § 9g des Wasserhaushaltsgesetzes schreibt daher vor, Misthaufen auf Dungplatten zu errichten, die das

Versickern von toxischen Inhalten verhindern soll.

Nun wollen wir die Analogie nicht überstrapazieren, aber es ist nunmal ein Haufen übelriechender Papiere, welche in der Wall Street unfachmännisch ausgebracht wurden und deren Giftstoffe den Boden der Wirtschaft zu verseuchen drohen.

Jedenfalls lässt sich der neueste Plan des Finanzministers Geithner zur Rettung des Bankensystems am besten vom Misthaufen her verstehen: Dem Plan liegt die Annahme zu Grunde, dass die Papiere, die in den Bilanzen der Banken schlummern,



**Dr. Georg Graf von Wallwitz**

<sup>1</sup> Bei der UBS hat man sich diese Redensart wohl etwas zu sehr zu Herzen genommen.

**werthaltig** sind. Man muss nicht stolz auf sie sein, aber man muss sie auch nicht völlig abschreiben. Die zweite Grundannahme ist, dass sich **der Wert der Papiere mit der Zeit manifestieren** wird. Diese Zeit hat das Bankensystem derzeit aber nicht. Drittens geht man davon aus, dass das Verschwinden der **Liquidität** in den betreffenden Märkten **das eigentliche Problem** ist, welches die Werthaltigkeit der Papiere verschleiert. Wenn man dem Markt diesen Schleier der Illiquidität entreißen könnte, so würde, wie beim Standbild der Isis zu Sais, der entschleiende Betrachter einen plötzlichen Erkenntnisschub erfahren und den Banken die Papiere zu einem wahren und gerechten Preis abzukaufen bereit sein. Durch diese Belüftung kann die begonnene Selbstentzündung des Bankensystems gestoppt werden.

### Geschenkte Liquidität

Die Liquidität soll in den Markt kommen, indem man private Gelder animiert, den Banken die fraglichen Papiere abzukaufen. Das private Geld wird animiert, indem der Staat das folgende Geschäft vorschlägt: Die privaten Fonds bekommen 50% der Gewinne, die sie mit dem Weiterverkauf der Papiere erzielen, müssen aber nicht einmal 10% der Verluste tragen. Es ist wie bei einer Kaufoption, nur ohne Zeitwertverlust: Wenn es gut geht und der Käufer werthaltige Papiere kauft, kann er dramatisch viel Geld verdienen. Was er im Vergleich dazu verlieren kann, ist eher wenig.

Durch diese (relativ zum möglichen Verlust) enormen Gewinnchancen angezogen, werden

sich mit hoher Wahrscheinlichkeit Fonds finden lassen, die sich auf das Geschäft einlassen. **Die Fonds werden viel zu viel Geld zahlen für die Papiere**, denn die Möglichkeit für Nietens zu viel zu bezahlen wird aufgewogen von den Chancen, die man bei den Gewinnern hat<sup>2</sup>. Dadurch werden die Bankbilanzen über Gebühr entlastet und die Institute können sich ihrer eigentlichen volkswirtschaftlich segensreichen Aufgabe zuwenden und Kredite vergeben. Genau genommen könnte man das Geld auch direkt den Aktionären oder Anleihegläubigern der Banken schenken, denn sie profitieren in erster Linie von der Neuauflage der *cash-for-trash*-Politik, die bereits von der Vorgängerregierung versucht worden war.

Der Plan hat zwei Schwachstellen, deren erste sich aus den Voraussetzungen ergibt: Erstens könnte es sein, dass der Misthaufen kein Misthaufen ist sondern eine Müllhalde. Dann ist er nicht werthaltig und alle Belüftungsmaßnahmen bringen nichts. Der Grund, warum die Papiere nicht gehandelt werden und die Bankbilanzen blockieren ist dann nicht die Mutlosigkeit und Trägheit der Marktteilnehmer, sondern dass sie einfach nichts wert sind. Nur was etwas wert ist, kann gehandelt werden. Dabei müssen die Papiere nicht nichts wert sein: Es reicht, wenn sie so wenig wert sind, dass sie trotz der künstlichen Werterhöhung durch den Staat weniger wert sind, als der Kurs, zu dem sie in den Bankbilanzen stehen. Dann nämlich würde die Bank durch den Verkauf neuen Abschreibungsbedarf auslösen. **In diesem Fall würde die Bank auf den Verkauf verzichten und es würde trotz allem keine Liquidität in den Markt kommen.**

<sup>2</sup> Fußnote für mathematisch Gebildete: Angenommen ein Schrottpapier mit einem Nominalwert von \$ 1 Mio wird mit einer Wahrscheinlichkeit von 20% voll zurückgezahlt und mit einer Wahrscheinlichkeit von 80% nur mit \$ 200.000. Der faire Wert dieses Papiers liegt bei \$ 360.000. Nehmen wir an, der Staat finanziert nun 90% des Kaufs und hat als einzige Sicherheit für seinen Kredit das Papier selbst. Nun wird der Investor \$ 714.000 zahlen. Er zahlt \$ 71.000 von seinem eigenen Geld und leiht sich \$ 643.000. Wird das Papier voll zurückgezahlt, zahlt der Investor seine Schulden zurück und macht einen Gewinn von \$ 357.000. Dies geschieht in 20% aller Fälle, sodass der Gewinn bei den ursprünglich eingesetzten \$ 71.000 liegt. So errechnet der Investor seine Gewinnschwelle. Der Staat allerdings macht einen Verlust von 80% von \$ 443.000, also \$ 354.000. (Das Beispiel haben wir einem Beitrag von Jeffrey Sachs für die FT vom 26.3.09, Seite 9, entnommen).

Die zweite Schwachstelle ist, dass der Plan zu erfolgreich sein könnte. Wenn die Fonds und die Banken plötzlich Milliarden verdienen an dem Plan, könnte es **politisch** schwierig werden, sich einer Gesetzgebung zu widersetzen, die diese Gewinne wieder wegbesteuert. Wall Street würde dann nicht nur auf dem Weg in die Katastrophe zu gut verdienen, sondern auch auf dem Weg hinaus.

### Die Wahrheit der Bilanz

Es könnte also kommen wie in Schillers Ballade *Das verschleierte Bild zu Sais*: Darin kommt ein wissensdurstiger Jüngling nach Sais in Ägypten, wo ein verschleiertes Standbild der Isis steht<sup>3</sup>. Hinter dem Schleier verbirgt sich die Wahrheit. Leider verbietet das göttliche Gesetz, dass ein Sterblicher den Schleier hebt. Für den Jüngling ist das ein Problem, denn er wünscht sich nichts sehnlicher als die Erkenntnis der Wahrheit. Es kommt, wie es kommen muss. Dem Jüngling

*raubt des Wissens brennende Begier  
den Schlaf, er wälzt sich glühend auf dem  
Lager*

*und rafft sich auf um Mitternacht.  
Zum Tempel*

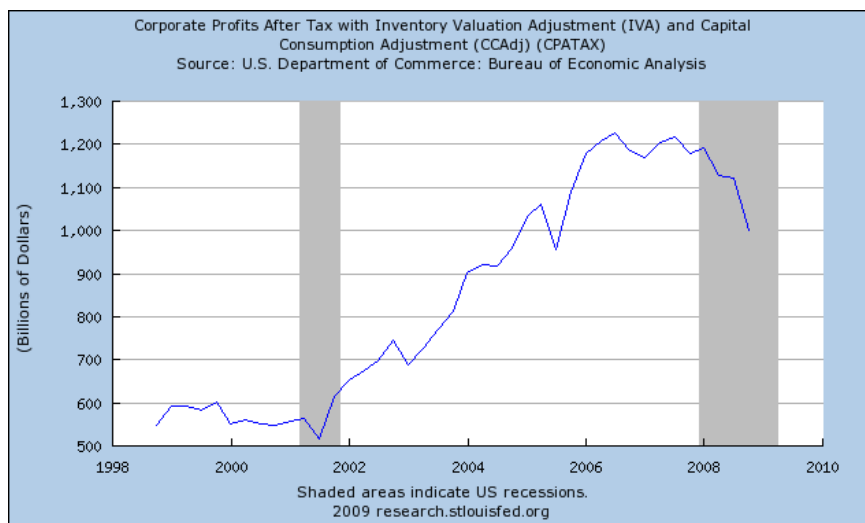
*führt unfreiwillig ihn der scheue  
Tritt.*

Im Tempel lüftet er schließlich den Schleier und sieht – die Wahrheit. Wenn die Märkte nun mit Hilfe des neuesten Rettungsplans die ganze Wahrheit über die Werthaltigkeit der Schuldpapiere auf den Bankbilanzen erfahren, geht es ihnen hoffentlich nicht wie dem Jüngling, von dem es bei Schiller heißt:

*Besinnungslos und bleich,  
so fanden ihn am andern Tag die Priester  
am Fußgestell der Isis ausgestreckt.  
Was er allda gesehen und erfahren,  
hat seine Zunge nie bekannt. Auf ewig  
war seines Lebens Heiterkeit dahin,  
Ihn riß ein tiefer Gram zum frühen Grabe.  
„Weh dem“ dies war sein warnungsvolles  
Wort,  
wenn ungestüme Frager in ihn drangen,  
„Weh dem, der zu der Wahrheit geht durch  
Schuld,  
sie wird ihm nimmermehr erfreulich sein.“*

### Märkte

Generell freuen sich die Märkte derzeit über den Umstand, dass der Steuerzahler sich bereit erklärt hat, den Banken ihre Bilanzen mit der *cash-for-trash*-Technik zu säubern und Aktionären und Anleihengläubigern den größten Schmerz zu ersparen. Hinzu kommen einige Anzeichen eines sich stabilisierenden



### Haltlose Unternehmensgewinne

3 Die Geschichte wurde ursprünglich von Plutarch überliefert in *Peri Isidos kai Osiridos*, Kap. 9.

Niedergangs (im Unterschied zu einer Beschleunigung), nachdem Anfang März ganz große Untergangsstimmung herrschte. Das reicht für den Moment, die Zauderer wieder in den Markt zu treiben und die Kurse nach oben zu ziehen.

Die Standfesten beruhigen sich hingegen mit dem fundamentalen Argument, dass das Grundproblem (die enorme Verschuldung der Westlichen Welt) noch lange nicht behoben ist, wenn die Banken saniert sind. **Bislang werden nur alte Schulden durch neue ersetzt**, was nicht nach einem langfristigen Rezept klingt. Die Unternehmensgewinne, die bereits im Sommer 2006 ihren Höhepunkt erreicht haben ohne dass es damals jemand bemerkt hätte, zeigen überdies nach wie vor in die falsche Richtung. Und **die Baisse wird erst enden können, wenn die Gewinne wieder steigen**.

Die Standfesten beruhigen sich ferner mit dem Umstand, dass Bärenmärkte nicht einfach mit einer V-förmigen Entwicklung enden. Erst muss der Markt einen Boden fühlen, was gewöhnlich ein Weilchen dauert. Die Stimmung ist noch zu schwankend, das Misstrauen noch zu tief, als dass sich ein stabiler Trend entwickeln könnte. Es gibt keinen Grund, in Eile das Ende einer Baisse auszurufen.

Eyb & Wallwitz ist wie immer mit den Standfesten.

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