



Vermögensverwaltungsgesellschaft mbH & Co. KG  
auer jörg kramer wüst

4. September 2011

Valorvest in der Presse

Welt am Sonntag, Autor: Daniel Eckert, 4. September 2011, Seite 39

## Nine-Eleven lastet auf den Märkten

Die Anschläge vom 11. September 2001 waren ein Wendepunkt an der Börse. Damals begann die große Verunsicherung. Das Vertrauen in Aktien schwand, der Dollar verlor an Boden. Vor allem aber wurde eine wichtige Säule des Kapitalismus beschädigt: die Risikobereitschaft

Als die entführten Flugzeuge am 11. September 2001 die Türme des World Trade Center trafen, verloren nicht nur rund 3000 Menschen ihr Leben. Es wurde auch ein Stoff freigesetzt, der bis heute an der Börse Schaden anrichtet. Dieser Stoff heißt Verunsicherung, und er wirkt an den Börsen wie ein unsichtbares Gift, das die Grundlage der Marktwirtschaft angreift. Selbst die jüngsten Kurseinbrüche und der Dax-Absturz von 27 Prozent innerhalb von drei Monaten sind im Kontext jenes Anschlags auf das Herz des amerikanischen Kapitalismus vor zehn Jahren zu sehen.

In den Wochen und Monaten nach dem 11. September war der Eindruck ein anderer: Zunächst sah es so aus, als würden die ökonomischen Effekte der Anschläge begrenzt bleiben. Zwar waren die Märkte in einer Schockreaktion eingeknickt. Doch bald schon konnten sie sich erholen. Mitte November 2001 hatte der amerikanische US-Leitindex Dow Jones seine Verluste vollständig ausgeglichen. Selbst die Konjunktur, die vor jenen schwarzen Septembertagen gekriselt hatte, schien sich zu erholen.

Die Erholung war jedoch eine Scheinblüte, befördert durch die Abwehrmaßnahmen von Regierung und Notenbank. Eben jene Abwehrmaßnahmen Amerikas richteten, da falsch dosiert, auf Dauer größeren Schaden an der Börse an als die Anschläge. Als Reaktion auf den Angriff senkte die Fed unter Alan Greenspan den Leitzins. Im Sommer 2001 hatte der Satz noch bei fünf Prozent gelegen, Mitte 2003 verlieh die Notenbank Geld für nur mehr ein Prozent. Aus Sicht Greenspans war dies ein Beitrag zur Verteidigung der US-Wirtschaft gegen den Terror. Doch in den folgenden Jahren wurde das billige Geld für Amerika zur Droge. Es ging nicht mehr ohne. **"Die permanente Versorgung der Märkte mit Liquidität zu sehr günstigen Konditionen war ein gefährliches Experiment. Es brachte das Risiko von Fehlallokationen und Blasenbildung", sagt Thomas Wüst, Geschäftsführer der Valorvest Vermögensverwaltung.**

Eine extrem expansive Geldpolitik war nicht die einzige Reaktion mit fatalen Langfristfolgen. Als Antwort auf den Al-Qaida-Angriff führte Amerika zwei teure

Kriege, einen in Afghanistan und einen im Irak. Nach Berechnungen des Wirtschaftsnobelpreisträgers Joseph Stiglitz kosteten die Feldzüge zwei bis drei Billionen Dollar.

Auch die Kriege waren zunächst nicht als Belastungsfaktor erkennbar. Nachdem Präsident George W. Bush beide Feldzüge 2003 für "gewonnen" erklärt hatte, ging es wieder aufwärts mit der US-Wirtschaft. Wichtige Treiber des Booms waren die Baubranche wie auch der Finanzsektor, die beide dank des billigen Notenbankgeldes florierten. Was viele übersahen: Die Administration stellte haushälterische Überlegungen hintan und kurbelte die Wirtschaft über Staatsausgaben an. Da Bush gleichzeitig die Steuern senkte, schwoll das Haushaltsdefizit an.

"Durch die Kosten für Krieg, Aufrüstung, Heimatschutz und Konjunkturlösungen wurde die Saat für die ausufernde Verschuldung der USA gelegt", sagt Alexander Daniels von der Vermögensverwaltung Knapp Voith. Man könne sogar behaupten, dass die Terroranschläge ein Auslöser für die aktuelle Finanzkrise und den ersten Verlust des AAA-Ratings in der Geschichte der USA waren.

Unterschwellig blieb die US-Wirtschaft angeschlagen, umso mehr als es die größte Volkswirtschaft der Welt versäumt hatte, ihre Strukturkrise mit beherzten Reformen anzugehen. Ab 2004 machte sich die Notenbank daran, das Zinsniveau langsam zu normalisieren, und schon bald begann es im Gebälk des Systems zu knirschen. Viele der neuen Eigenheimbesitzer konnten sich die steigenden Hypothekenraten - oft waren die Sätze an den Leitzins gekoppelt - nicht mehr leisten. Eine Welle von Zahlungsausfällen erschütterte die Banken.

Hatte der mit billigem Geld entfachte Immobilienboom die Effekte von Nine-Eleven noch überdeckt, so sah die Welt nun, wie angeschlagen die US-Wirtschaft in Wirklichkeit war. Manche Sektoren hatten sich nie richtig von den Folgen der Anschläge erholt. Die Luftfahrtbranche, die horrenden Verluste eingefahren hatte, war ebenso anfällig geblieben wie die Autoindustrie oder die Versicherungswirtschaft, die auf Schäden dieser Größenordnung durch terroristische Anschläge nicht vorbereitet war.

Im Jahr 2007 schlug die Immobilienblase in eine Immobilienkrise um, die sich zu einem Finanzkollaps auswuchs, weil Banken in ihrer neu gefundenen (und von Greenspan geförderten) Risikofreude mit Paketen zweifelhafter Immobilienkredite spekuliert hatten. Nach dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers am 15. September 2008 schaltete das ganze System auf Risikoflucht. Die Rezession der Jahre 2008 und 2009 machte jede Chance zunichte, dass sich die angeschlagenen Branchen auf absehbare Zeit erholen würden. Bis heute liegen die Aktienkurse von Banken, Versicherungen, Airlines und vielen anderen US-Firmen weit unter den Niveaus von vor Nine-Eleven.

In den neuerlichen Kapitalmarktswirren - der dritten Baisse innerhalb von zehn Jahren - zeigte sich die dunkle Seite der Verteidigung Amerikas mit billigem Geld: Amerika erlebte einen Vertrauensverlust und die Devisenmärkte einen Verfall des Dollars und damit der globalen Leitwährung. In den zehn Jahren seit dem 11. September hat der Dollar im Vergleich zur zweiten großen Währung Euro 37 Prozent an Wert verloren. Dollar-Schwächen hatte es schon vorher gegeben, aber diese hier schien anders zu sein. Das beste Symptom dafür, dass mit dem Greenback etwas nicht in Ordnung ist, bildete der Goldpreisanstieg. Auch in den 70er-Jahren hatte sich die Ersatzwährung

verteuert. Aber damals verzeichneten die USA eine teilweise zweistellige Inflationsrate. Diesmal ist es anders. Gold ist als nichtstaatliches Geld mehr und mehr die letzte Zuflucht. Seit dem 11. September hat sich der Preis versiebenfacht - und ein Ende der Flucht ins Gold ist nicht absehbar.

Das Element der Verunsicherung, das mit dem 11. September 2001 freigesetzt wurde, ist zum allgemeinen Kennzeichen der westlichen Kapitalmärkte geworden. Indem Aktien zu einem Glücksspiel geworden zu sein scheinen, nimmt die essenzielle Eigentümerkultur der Marktwirtschaft Schaden. Einen paradoxen Effekt hatten die Anschläge auf den Rentenmarkt: Obwohl Amerika seit dem Zweiten Weltkrieg nicht mehr so hoch verschuldet war wie derzeit, liegen die Zinsen für US-Staatsanleihen mit zehn Jahren Laufzeit bei zwei Prozent. Schwer vorstellbar, dass Amerika vor Nine-Eleven (bei weitaus gesünderen Staatsfinanzen) mehr als fünf Prozent bieten musste. Heute treibt die Risikoflucht Anleger in "Treasuries", die als nahezu alternativlos gelten. Die nächste Stufe der Krise könnte den Glauben an die Sicherheit von US-Staatsanleihen zertrümmern.

# Nine-Eleven lastet auf den Märkten

Die Anschläge vom 11. September 2001 waren ein Wendepunkt an der Börse. Damals begann die große Verunsicherung. Das Vertrauen in Aktien schwand, der Dollar verlor an Boden. Vor allem aber wurde eine wichtige Säule des Kapitalismus beschädigt: die Risikobereitschaft

- Dem Attentat folgte eine jahrelange Politik des billigen Geldes. Trotz der finanziellen Stützen blieben die Märkte extrem nervös
- US-Aktien erleben ihre erste Minus-Dekade, der Goldpreis stieg um das Siebenfache, die Staatsschulden kletterten ins Unermessliche

Die Erholung war jedoch eine Scheinblüte, befördert durch die Abwehrmaßnahmen von Regierung und Notenbank. Eben jene Abwehrmaßnahmen Amerikas richteten, da falsch dosiert, auf Dauer größeren Schaden an der Börse an als die Anschläge. Als Reaktion auf den Angriff senkte die Fed unter Alan Greenspan den Leitzins. Im Sommer 2001 hatte der Satz noch bei fünf Prozent gelegen, Mitte 2003 verließ die Notenbank Geld für nur mehr ein Prozent. Aus Sicht Greenspans war dies ein Beitrag zur Verteidigung der US-Wirtschaft gegen den Terror. Doch in den folgenden Jahren wurde das billige Geld für Amerika zur Droge. Es ging nicht mehr ohne „Die permanente Versorgung der Märkte mit Liquidität zu sehr günstigen Konditionen war ein gefährliches Experiment. Es brachte das Risiko von Fehlallokationen und Blasenbildung“, sagt Thomas Wüst, Geschäftsführer der Valorevest Vermögensverwaltung.

„Durch die Kosten für Krieg, Aufrüstung, Heimatschutz und Konjunkturhilfen wurde die Saat für die ausufernde Verschuldung der USA gelegt“, sagt Alexander Daniels von der Vermögensverwaltung Knapp Voith. Man könne sogar behaupten, dass die Terroranschläge ein Auslöser für die aktuelle Finanzkrise und den ersten Verlust des AAA-Ratings in der Geschichte der USA waren.

Das Element der Verunsicherung, das mit dem 11. September 2001 freigesetzt wurde, ist zum allgemeinen Kennzeichen der westlichen Kapitalmärkte geworden. Indem Aktien zu einem Glücksspiel geworden zu sein scheinen, nimmt die essenzielle Eigentümerkultur der Marktwirtschaft Schaden. Einen paradoxen Effekt hatten die Anschläge auf den

Rentenmarkt: Obwohl Amerika seit dem Zweiten Weltkrieg nicht mehr so hoch verschuldet war wie derzeit, liegen die Zinsen für US-Staatsanleihen mit zehn Jahren Laufzeit bei zwei Prozent. Schwer vorstellbar, dass Amerika vor Nine-Eleven (bei weitaus gesünderen Staatsfinanzen) mehr als fünf Prozent bieten musste. Heute treibt die Risiko-

flucht Anleger in „Treasuries“, die als nahezu alternativlos gelten. Die nächste Stufe der Krise könnte den Glauben an die Sicherheit von US-Staatsanleihen zertrümmern.

Analysen und Hintergründe zum 11. September: [www.welt.de/politik/specials/91/](http://www.welt.de/politik/specials/91/)

DANIEL ECKERT

Als die entführten Flugzeuge am 11. September 2001 die Türme des World Trade Center trafen, verloren nicht nur rund 3000 Menschen ihr Leben. Es wurde auch ein Stoff freigesetzt, der bis heute an der Börse Schaden anrichtet. Dieser Stoff heißt Verunsicherung, und er wirkt an den Börsen wie ein unsichtbares Gift, das die Grundlage der Marktwirtschaft angreift. Selbst die jüngsten Kurseinbrüche und der Dax-Absturz von 27 Prozent innerhalb von drei Monaten sind im Kontext jenes Anschlags auf das Herz des amerikanischen Kapitalismus vor zehn Jahren zu sehen. In den Wochen und Monaten nach dem 11. September war der Eindruck ein anderer: Zunächst sah es so aus, als würden die ökonomischen Effekte der Anschläge begrenzt bleiben. Zwar waren die Märkte in einer Schockreaktion eingeknickt. Doch bald schon konnten sie sich erholen. Mitte November 2001 hatte der amerikanische US-Leitindex Dow Jones seine Verluste vollständig ausgeglichen. Selbst die Konjunktur, die vor jenen schwarzen Septembertagen gekriselt hatte, schien sich zu erholen.



auf den Al-Qaida-Angriff führte Amerika zwei teure Kriege, einen in Afghanistan und einen im Irak. Nach Berechnungen des Wirtschaftsmodellpreisträgers Joseph Stiglitz kosteten die Feldzüge zwei bis drei Billionen Dollar. Auch die Kriege waren zunächst nicht als Belastungsfaktor erkennbar. Nachdem Präsident George W. Bush beide Feldzüge 2003 für „gewonnen“ erklärt hatte, ging es wieder aufwärts mit der US-Wirtschaft. Wichtige Treiber des Booms waren die Baubranche wie auch der Finanzsektor, die beide dank des billigen Notenbank-Geldes florierten. Was viele übersahen: Die Administration stellte haushälterische Überlegungen hinten und kurbelte die Wirtschaft über Staatsausgaben an. Da Bush gleichzeitig die Steuern senkte, schwoll das Haushaltsdefizit an.

Unterschwellig blieb die US-Wirtschaft angeschlagen, umso mehr als es die größte Volkswirtschaft der Welt versäumt hatte, ihre Strukturkrise mit beherzten Reformen anzugehen. Ab 2004 machte sich die Notenbank daran, das Zinsniveau langsam zu normalisieren, und schon bald begann es im Gehäls des Systems zu knirschen. Viele der neuen Eigenheimbesitzer konnten sich die steigenden Hypothekenraten – oft waren die Sätze an den Leitzins gekoppelt – nicht mehr leisten. Eine Welle von Zahlungsausfällen erschütterte die Banken.

Hatte der mit billigem Geld entfachte Immobilienboom die Effekte von Nine-Eleven noch überdeckt, so sah die Welt nun, wie angeschlagen die US-Wirtschaft in Wirklichkeit war. Manche Sektoren hatten sich nie richtig von den Folgen der Anschläge erholt. Die Luftfahrtbranche, die horrende Verluste eingefahren hatte, war ebenso anfällig geblieben wie die Autoindustrie oder die Versicherungswirtschaft, die auf Schäden dieser Größenordnung durch terroristische Anschläge nicht vorbereitet war.

Im Jahr 2007 schlug die Immobilienblase in eine Immobilienkrise um, die sich zu einem Finanzkollaps auswuchs, weil Banken in ihrer neu gefundenen (und von Greenspan geförderten) Risikofreude mit Paketen zweifelhafter Immobilienkredite spekuliert hatten. Nach dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers am 15. September 2008 schaltete das ganze System auf Risikoflucht. Die Rezession der Jahre 2008 und 2009 machte jede Chance zunichte, dass sich die angeschlagenen Branchen auf absehbare Zeit erholen würden. Bis heute liegen die Aktienkurse von Banken, Versicherungen, Airlines und vielen anderen US-Firmen weit unter den Niveaus von vor Nine-Eleven.

In den neuerlichen Kapitalmarktswirren – der dritten Baisse innerhalb von zehn Jahren – zeigte sich die dunkle Seite der Verteidigung Amerikas mit billigem Geld: Amerika erlebte einen Vertrauensverlust und die Devisenmärkte einen Verfall des Dollars und damit der globalen Leitwährung. In den zehn Jahren seit dem 11. September hat der Dollar im Vergleich zur zweiten großen Währung Euro 37 Prozent an Wert verloren. Dollar-Schwächen hatte es schon vorher gegeben, aber diese hier schien anders zu sein. Das beste Symptom dafür, dass mit dem Greenback etwas nicht in Ordnung ist, bildete der Goldpreisanstieg. Auch in den 70er-Jahren hatte sich die Ersatzwährung verteuert. Aber damals verzichteten die USA eine teilweise zweistellige Inflationsrate. Diesmal ist es anders. Gold ist als nichtstaatliches Geld mehr und mehr die letzte Zuflucht. Seit dem 11. September hat sich der Preis versiebenfacht – und ein Ende der Flucht ins Gold ist nicht absehbar.



Die Bullenstatue vor der New Yorker Börse am Tag der Terroranschläge. Risikobereite Anleger, deren Symbol der Bulle ist, haben es schwer seit diesem Tag.