



WEGELIN & Co.

BANQUIERS PRIVÉS DEPUIS 1741

# Vermeintliche und wirkliche Gefahren: Auswirkungen auf die Finanzmärkte

Dr. Konrad Hummler

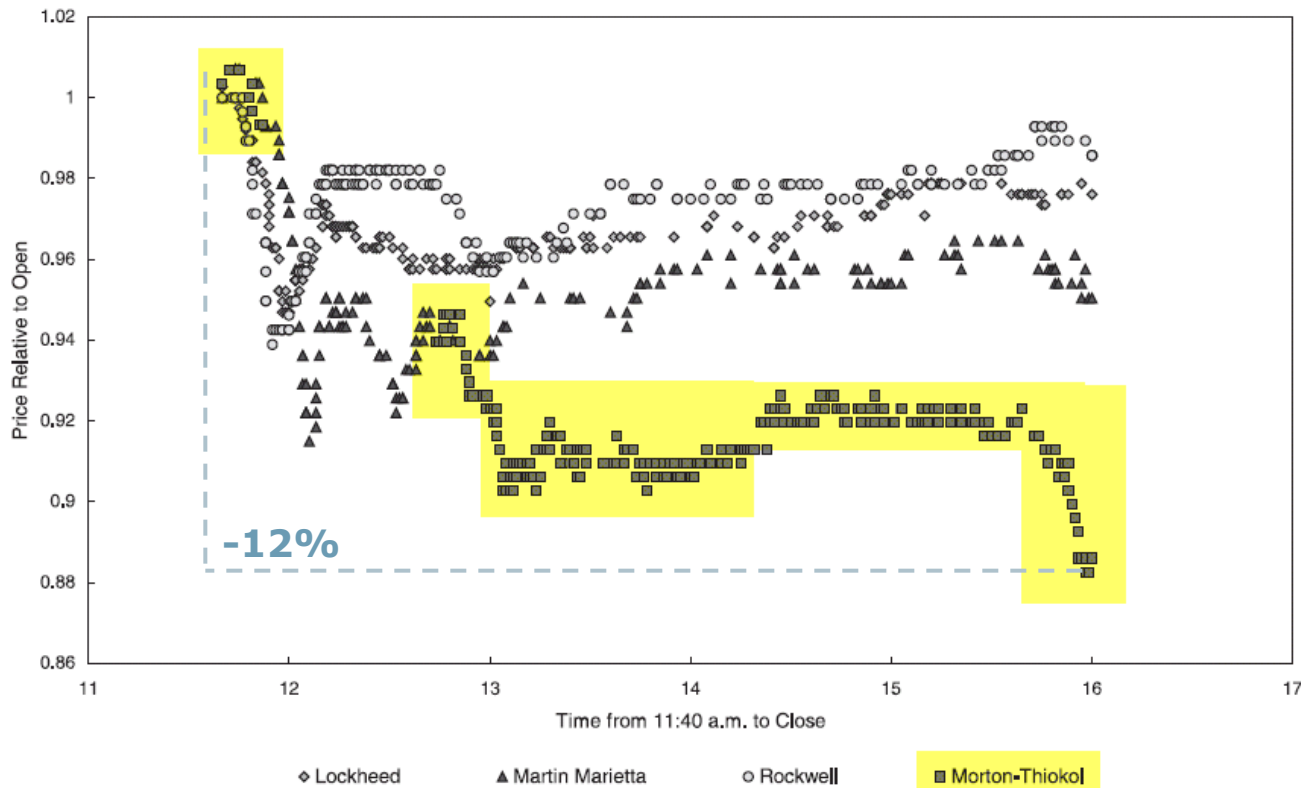
9. Mai 2011

GV des VQF

# Marktversagen: Challenger Crash 1986

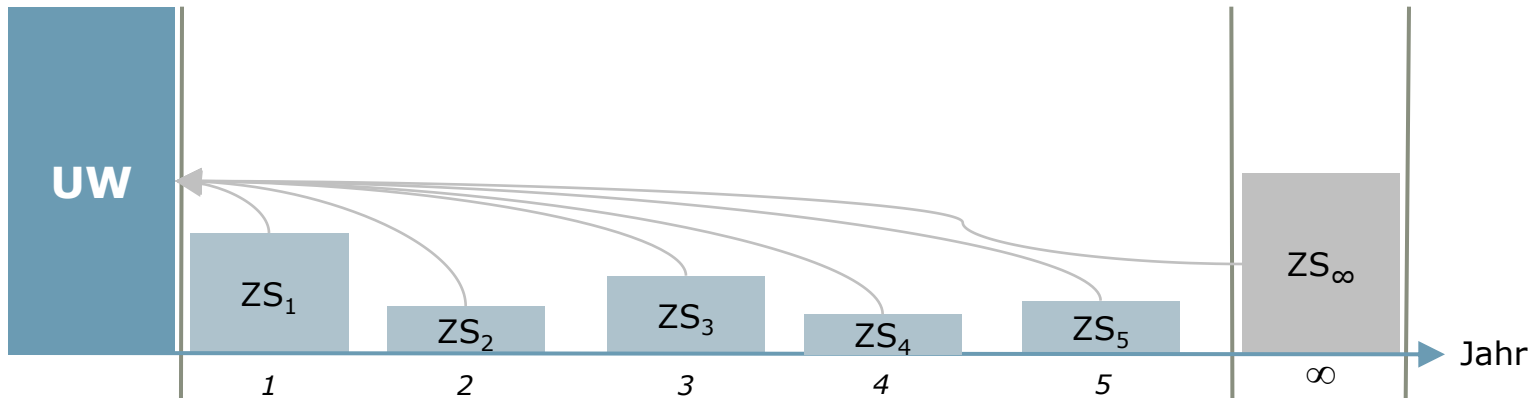
Was hat dieses Beispiel mit „Grenzen“ und „Märkten“ zu tun?

Aktienkurse der vier Lieferanten; gelb markiert ist Morton Thiokol



# Was bedeutet „Verarbeitung von Informationen“

## Veranschaulichung anhand der Ertragswertmethode



$$UW = \frac{\rho ZS_1}{(1+r)^1} + \frac{\rho ZS_2}{(1+r)^2} + \frac{\rho ZS_3}{(1+r)^3} + \frac{\rho ZS_4}{(1+r)^4} + \frac{\rho ZS_5}{(1+r)^5} + \frac{\rho ZS_\infty}{(1+r)^\infty}$$

Die nächsten 5 Jahre

$\infty$

$\rho$  = Wahrscheinlichkeit

UW = Unternehmenswert

ZS = Zahlungsstrom

r = Abzinsungsfaktor

g = Wachstum

Pfeil = Diskontierung


# Und nochmals der Challenger-Crash

## Der Verlust von Cash Flow wird in den Preis integriert

Die Aktie verlor 12% was einem Verlust an Kapitalisierung von **\$ 200 Mio.** entspricht

Erwartete Kosten/entgangener Ertrag aufgrund des Unglück:

• Rechtsstreit:	\$ 7 Mio.
• Direktzahlung an Nasa:	\$ 10 Mio.
• Entgangener Gewinn durch Reparaturkosten:	\$ 40 Mio.
• Ausschluss aus Nasa-Programm:	\$ 150 Mio.
<hr/>	
• <b>Total</b>	<b>ca. \$ 200 Mio.</b>
<hr/> <hr/>	



# Was ist nun die Leistung des Marktes?

## Trotz Marktversagen: Aus Fehlern lernen

### Schnell

- ✓ Eine Fülle von Informationen in wenige Minuten analysiert

### Effizient

- ✓ Keine grosse Organisation nötig; Marktteilnehmer sind vernetzt

### Rational

- ✓ Auch unangenehme Informationen werden verarbeitet

### Informativ

- ✓ Die Preise setzen Signale und leiten die Marktteilnehmer

### Im Optimalfall:

### Disziplinierend

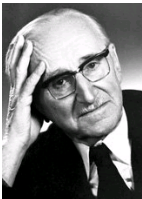
- ✓ Steigende sowie fallende Preise beeinflussen die Handlungen

# Theoretische Basis der freien Marktwirtschaft

## Staat vs. Markt: Eine klare Aufgabenverteilung



- Adam Smith, *The Wealth of Nations*
- Die „unsichtbare Hand“
- Maximierung Eigeninteresse = Maximierung Gemeinwohl



- Friedrich A. Hayek, *The Use of Knowledge in Society*
- „Competition means decentralized planning“



- Milton Friedman, *Capitalism & Freedom*
- Umgang mit Monopolen und Property Rights
- Wirtschaftliche Freiheit <-> politische Freiheit



- Ronald Coase, *The problem of social cost*
- „... total effect of these arrangements in all spheres of life should be taken into account.“

# Thematische Einordnung

## Warum gibt es überhaupt Katastrophen? Markt- und Staatsversagen!

### Marktversagen



1

#### Marktteilnehmer handeln

- irrational

#### Vorhandene Informationen

- nicht beachtet
- nicht verfügbar
- nicht transparent



Dot-com Bubble

### Staatsversagen



1

#### Eigentumsrechte

- nicht zugeordnet
- nicht durchgesetzt



2

#### Öffentliche Güter

- nicht bereitgestellt

3

#### Monopole

- nicht oder falsch reguliert

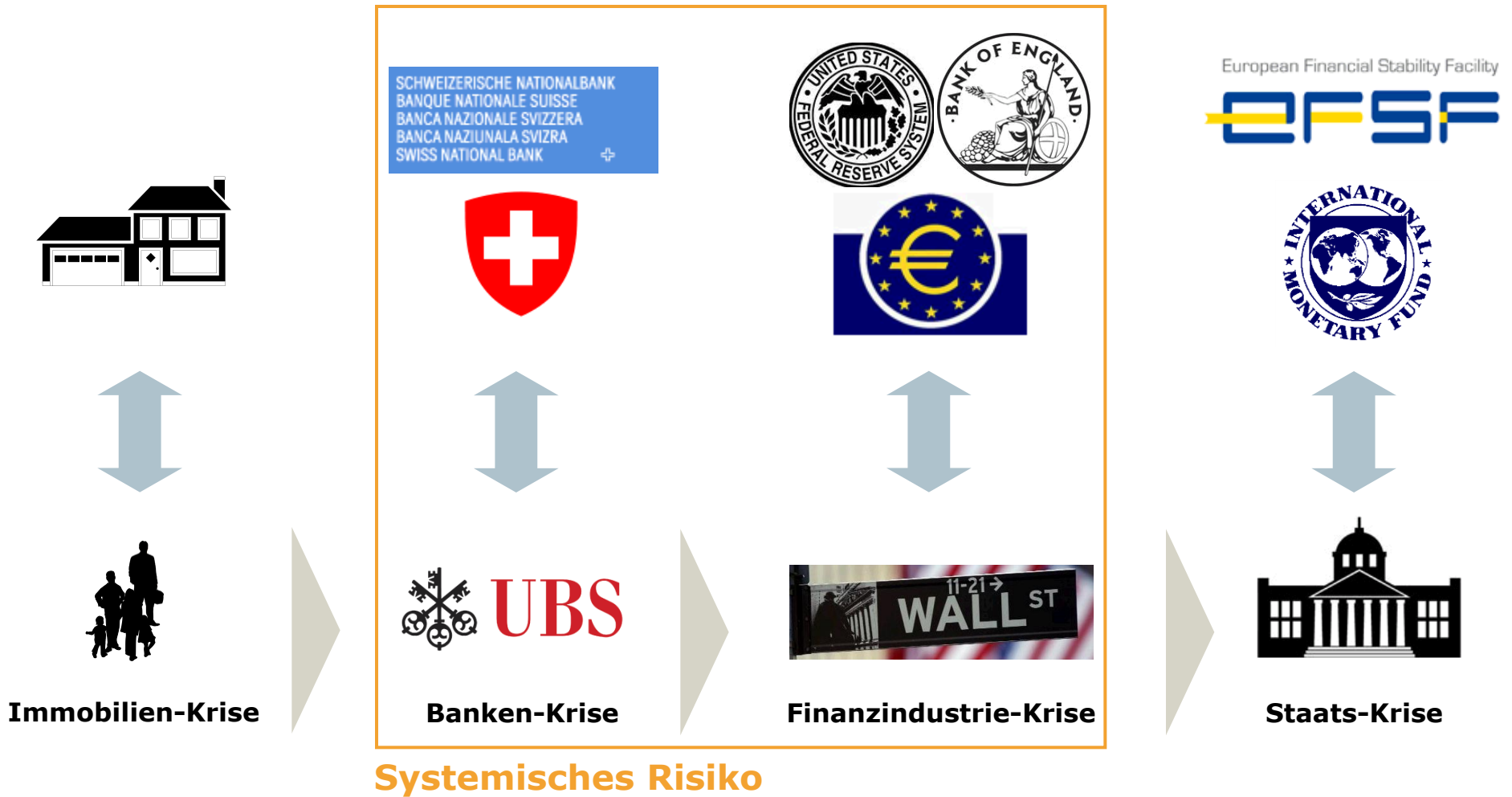
4

#### Einmischung in Märkte

- wo kein Bedarf

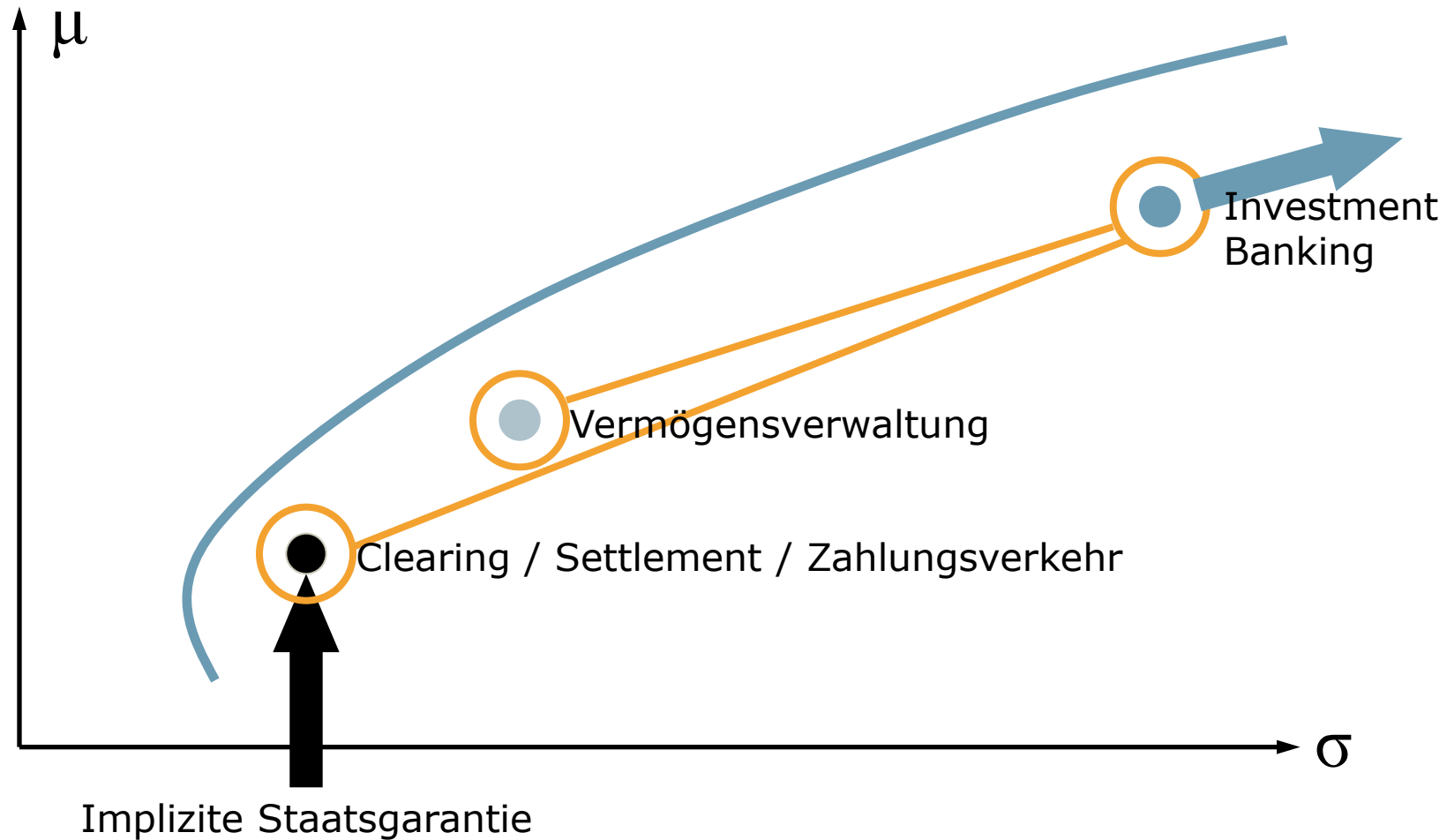
# Krisenentwicklung seit 2007

## Was lief schief? Negative Externalitäten



# Der Effekt ist klar: erhöhte Risikonahme

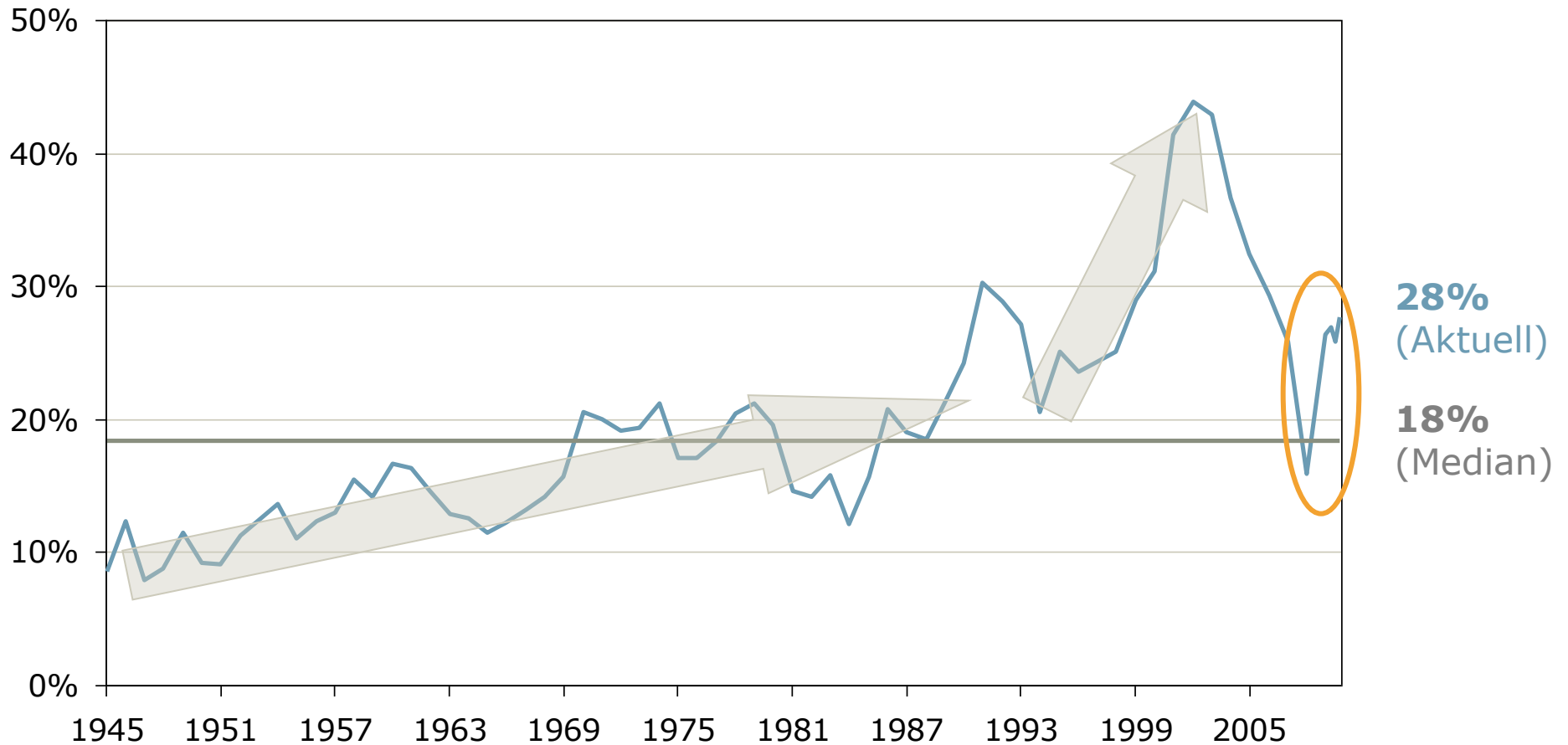
Die Implizite Staatsgarantie führt zu Fehlanreizen



# Das Resultat: ein aufgeblähtes System

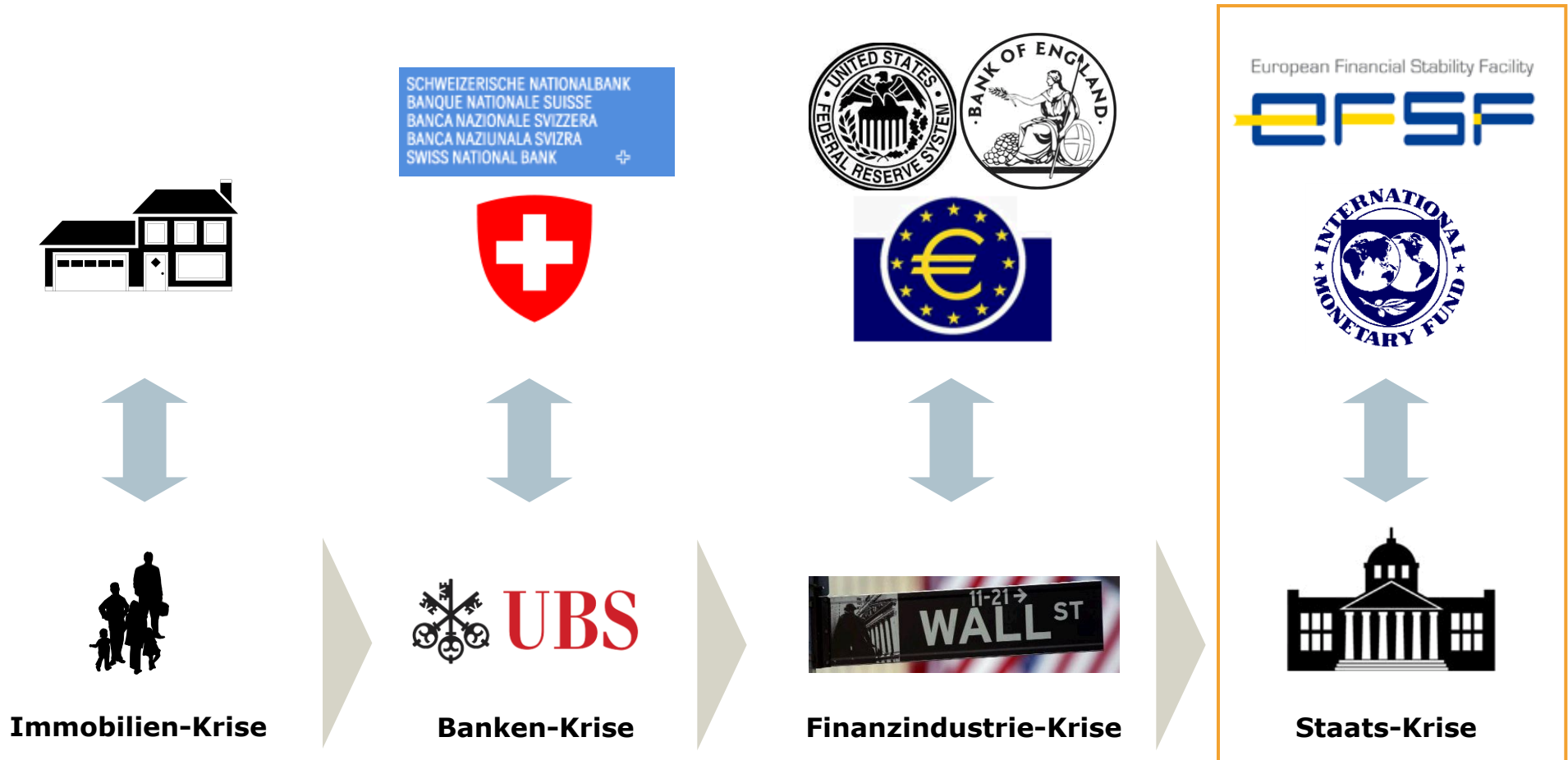
## Die USA befinden sich in einer Abhängigkeit vom Finanzsystem

### Gewinnanteil US-Banken an sämtlichen US Gewinnen



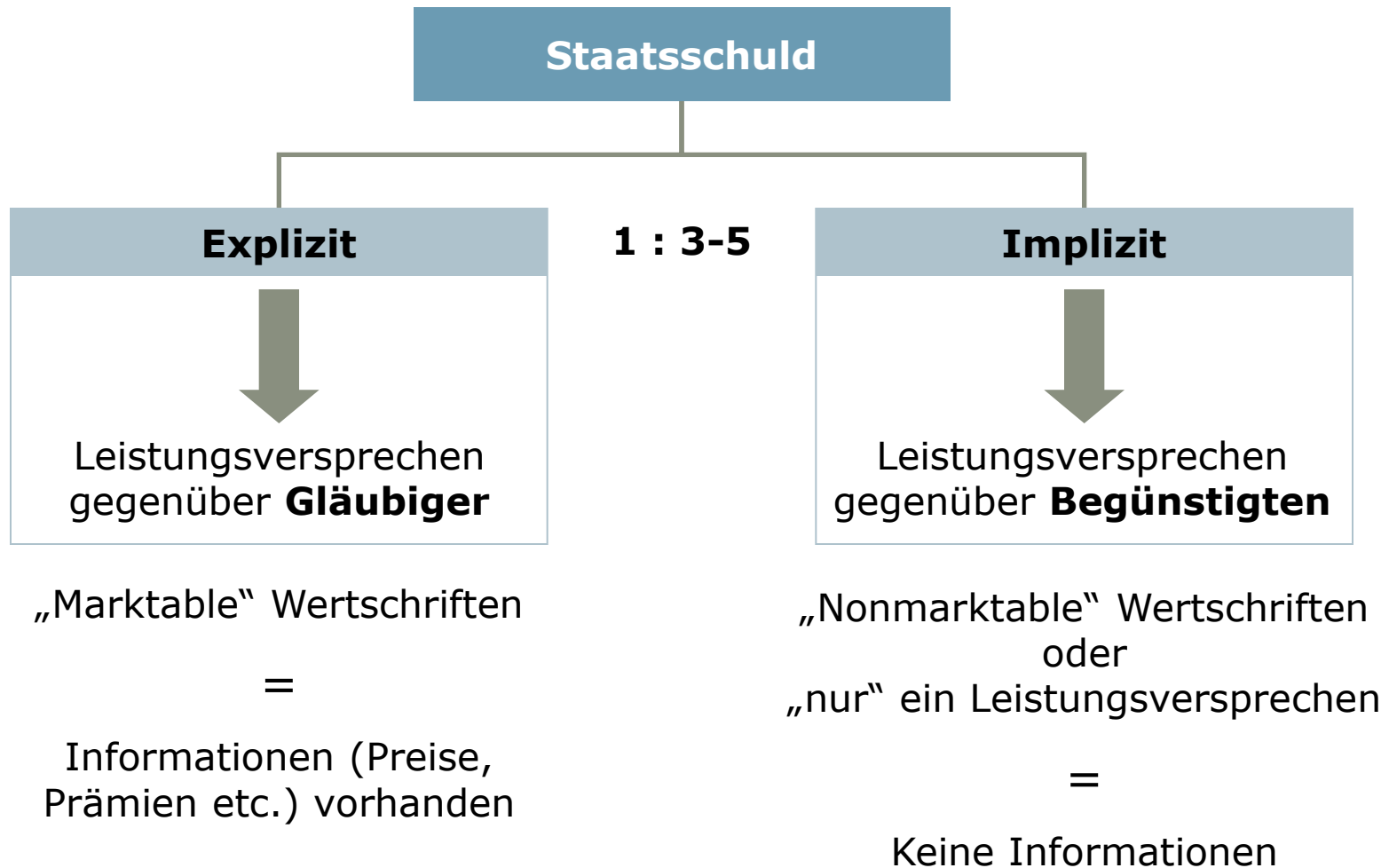
# Und die Staatskrise?

## Massiv überschuldete Staaten: ein klares Staatsversagen



# Wo bleibt die disziplinierende Wirkung?

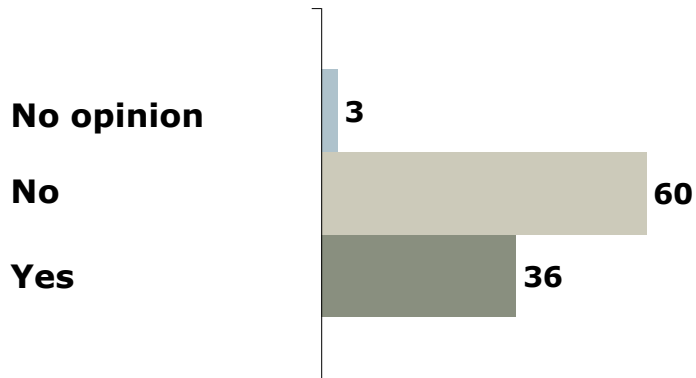
Ausweichmechanismen gibt es genug



# Umfragewerte zeigen Skepsis

## Nur wenige Amerikaner rechnen mit einer Pension

Do you think the Social Security system will pay you a benefit when you retire?



Wie liesse sich diese Erkenntnis in einer für die Marktteilnehmer verständlichen Information verdichten?

# Die alles entscheidende Finanzierungsfrage

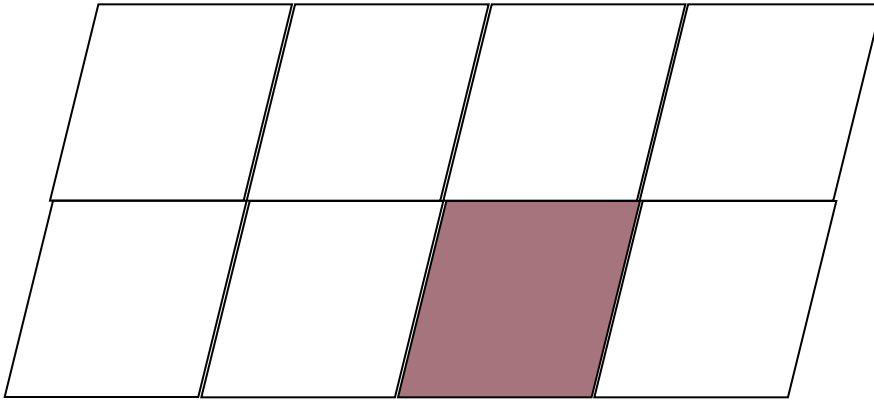
## US Intragovernmental Holdings – wer ist das?

Federal Old-Age and Survivors Insurance Trust Fund	ca. 50%
Civil Service Retirement and Disability Fund	ca. 17%
Federal Hospital Insurance Trust Fund	ca. 7%
Military Retirement Fund	ca. 5%
Federal Disability Insurance Trust Fund	ca. 5%
DOD Medicare-Eligible Retiree Health Care Fund	ca. 3%
Federal Supplementary Medical Insurance Trust Fund	ca. 1.4%
Nuclear Waste Disposal Fund	ca. 1%
The Deposit Insurance Fund (FDIC)	ca. 0.4%
<b>Total</b>	<b>ca. 4'600 Mrd.</b>

▶ Sämtliches Vermögen der Pensionierten ist in „special issues“ der US-Regierung angelegt!

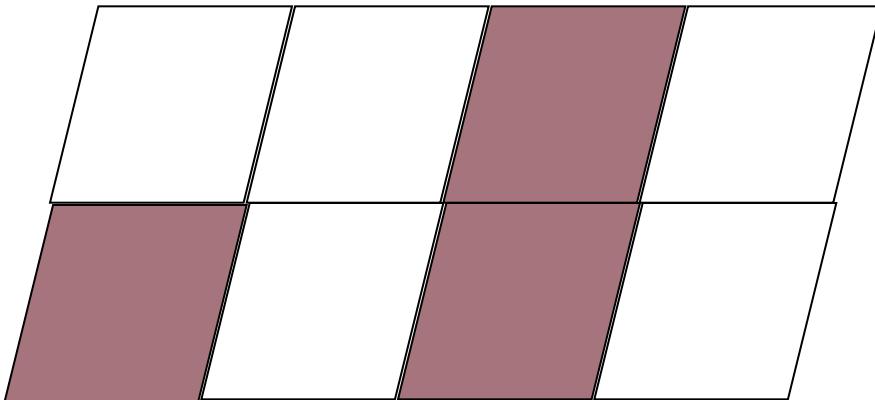
# Der grosse Irrtum

In den Rettungspaketen gibt es ein tautologisches Element



Verhältnis „gesund“ zu „krank“

**7:1**



Verhältnis „gesund“ zu „krank“

**5:3**



Das Verhältnis verschlechtert sich rasch! Die „Kranken“ können nicht mehr zahlen!

# Was meinen die Märkte?

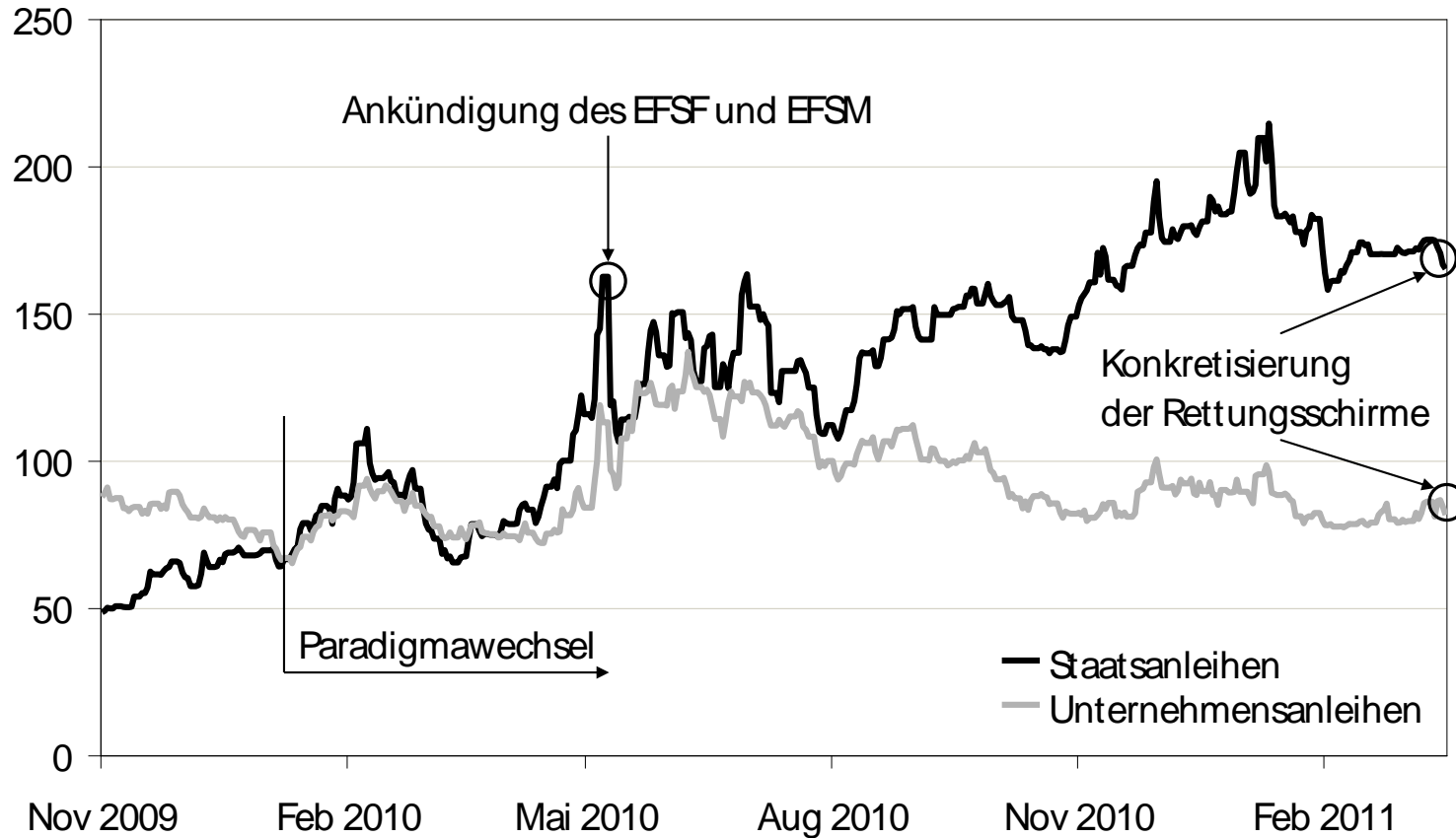
## Konkurswahrscheinlichkeiten aus den Prämien abgeleitet

Land	CDS	Implizierte Konkurswahrscheinlichkeit (in %)
Griechenland	1'338	69%
Irland	661	47%
Portugal	653	46%
Spanien	237	19%
Italien	148	12%
Südafrika	118	10%
Frankreich	74	6%
UK	57	5%
Deutschland	43	4%
USA	45	4%

# Ein Paradigmawechsel

## Credit Default Swap = Ausfallprämien

CDS von Staats- und Unternehmensanleihen (Europa)



# Zusammenfassung

- Wachstum ohne Grenzen kann zu Problemen führen. Das Erkennen von Grenzen ist zentral. Der Markt und seine Teilnehmer sind dazu fähig.
- Katastrophen entstehen durch Markt- und/oder Staatsversagen.
- Irrationale Marktteilnehmer ziehen die falschen Schlüsse aus Informationen. Preise können so falsche Signale und Anreize auslösen.
- Staatsversagen hat seine grundsätzliche Ursache in einem exzessiven Aufgabenkatalog (Totalgarantie!) von Regierungen. Staatliche Institutionen werden gewisse Erwartungen nicht erfüllen können.
- Es drohen Umschuldungen bei der expliziten Staatsverschuldung und versteckte Enteignungen bei der impliziten Staatsverschuldung.
- Damit der Markt seine disziplinierende Wirkung entfalten kann, dürfen politische Massnahmen die Informationsfunktion von Märkten nicht unterbinden.