

# BÖRSENBLATT

---

## FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

### Nr. 19 / Mai 2005

Die großen Pfeiler des Anstandes in Deutschland sind derzeit fraglos Münte und Papa Ratzl. Beide haben Kultstatus, der eine implizit, der andere explizit. Beide stehen unglaublich alten Institutionen vor, in denen abweichende Meinungen nicht immer gut ankommen. Wo beide einer Meinung sind, da kann also kein Zweifel sein:

Beide sehen die Richtung, in die sich die westliche Welt und insbesondere unser deutsches Vaterland bewegt, mit großer Sorge. Sie sehen Entsolidarisierung, moralischen Verfall und Gewinnstreben auf dem Vormarsch. Die Familien zerfallen, die Arbeit ernährt uns nicht mehr, Neid und Habgier bestimmen Handeln und Denken.

Auch das gebildete Deutschland findet sich in diesem allgemeinen Seufzen wieder, denn es weiß, wie lange dieser Prozess schon andauert. Ein kurzer Blick in Ovids Metamorphosen und wir finden in der Beschreibung des ehernen Zeitalters ein treffliches Bild unserer Zeit. Sogar Details, wie die unglaublichen Gewinne der Öl- und Rohstoffproduzenten werden dort bereits kritisch angeführt:

*Das letzte Zeitalter ist von hartem Eisen. Unverzüglich brachen in das Zeitalter des schlechten Metalls alle Sünden herein. Es flohen Scham, Wahrheit und Treue; auf ihren Platz traten Betrug und List, Verrat und Gewalt, und Liebe zum Frevel. [...] Und ein genauer Feldmesser bezeichnete mit einer langen Grenze den Erdboden, der früher allen gehörte, wie das Licht der Sonne und die Luft. Und man forderte vom reichen Erdboden nicht nur die Saat und die*

*geschuldete Nahrung, sondern man ging auch in den Bauch der Erde, und man hatte die Schätze ... ausgegraben, als Anreiz zum Bösen. Und schon war das schädliche Eisen und das Gold, ... hervorgegangen: es entsteht Krieg, der nach beiden Seiten kämpft und der mit blutiger Hand die klirrenden Waffen zusammenschlägt. Man lebt vom Raub; der Gastfreund ist nicht sicher vor dem Gast, der Schwiegervater nicht vor dem Schwiegersohn; auch die Gunst der Brüder ist selten. Der Mann trachtet nach dem Verderben der Gattin, jene nach dem des Gatten; die schrecklichen Stiefmütter mischen tödlichen Gifttrank; der Sohn forscht vor der Zeit nach den Jahren des Vaters. Und die jungfräuliche Göttin der Gerechtigkeit verlässt als letzte der Götter die von Gemetzel triefenden Länder.*



Raubtierkapitalisten, nach Ovid

Die Klage der Gebildeten, der Frommen und der Arbeitenden ist sehr alt. Wir stehen mindestens seit Platon, also seit 2500 Jahren, am Abgrund. Und es spricht einiges dafür, dass wir dort noch viel Zeit verbringen werden.

Jedenfalls Zeit genug, um über die Werthaltigkeit der Kritik nachzudenken.

Unter **Kapitalismus** versteht man ein Wirtschaftssystem, das auf der freien, nur durch Angebot und Nachfrage regulierten Preisfindung in fairen (d.h. transparenten und monopolfreien) Märkten basiert. Wer dieses Wirtschaftssystem ablehnt, ist resistent gegen die Erfahrungen von 600 Jahren europäischer Geschichte und die

Erkenntnisse von bald 200 Jahren Nationalökonomischer Forschung. Den wollen wir hier nicht belehren, dazu ist dies nicht das Forum. Die Politiker, die den Kapitalismus in Frage stellen, tun dies ja auch in der Regel nicht aus Unwissenheit, sondern um einen Sündenbock zu haben für die eigenen Versäumnisse. Sie stehen in einer langen Reihe mit Figuren wie Herrn Mahatir, dem starken Mann Malaysias, der den Dreiklang von Antikapitalismus, Antiamerikanismus und Antisemitismus Ende der 90er-Jahre gespielt hat. Das „globale Kapital“ ist unangenehm für schlechte Politiker (in Südostasien wurde die Vetternwirtschaft gesprengt, in Deutschland ist heute jene Wirtschaftsform dran, die Marx „Korporatismus“ nannte und die heute an der hohen Arbeitslosigkeit eine wesentliche Schuld trägt). Es ist aber sicher nicht die Ursache dafür, dass in Deutschland für weite Teile der Bevölkerung der Lebensstandard sinkt.

### Was wirklich ein Problem ist

Diejenigen, denen der grundsätzliche Mechanismus und die praktische Alternativlosigkeit rationalen Wirtschaftens klar ist, sind sich aber auch darüber im Klaren, dass der Markt (oder die Börse) nicht nur verteidigt werden muss gegen die Behauptung, er sei eine unmoralische Veranstaltung.<sup>1</sup> Er muss auch verteidigt werden gegen die Angriffe von der entgegengesetzten Seite: Es gibt nämlich Marktteilnehmer, die versuchen, den Markt unfair zu machen. Beispielsweise ist es den **Investmentbanken** in den letzten 20 Jahren gelungen, frühere Beschränkungen auszuhebeln. An den großen Transaktionen (Firmenkäufen) nehmen sie heute in ihren

---

<sup>1</sup> Eine solche Behauptung ist ein Kategorienfehler. Der Markt ist lediglich ein Werkzeug zur Preisfindung und kann als solcher **weder moralisch noch unmoralisch** sein. So wenig der Hammer etwas dafür kann, wenn er zu einem Verbrechen benutzt wird, kann der Markt etwas dafür, wenn einige der Menschen, die am Markt aktiv sind, von unsittlichen Motiven geleitet werden. Unsittliche Charaktere gibt es an der Börse in ähnlichem Maße wie bei allen anderen Massenveranstaltungen.

Eigenschaften als Berater, Broker, Händler und Mitinvestoren teil. Theoretisch dürfen sie zwar keinen Vorteil aus der Tatsache ziehen, dass sie bei großen Geschäften irgendwie auf beiden Seiten des Tisches sitzen. In der Praxis ziehen sie aber einen gewaltigen Vorteil. Daraus kann man schließen, dass es den Investmentbanken gelungen ist, den Markt zu ihren Gunsten unfair zu beeinflussen. Das schadet dem Kapitalismus.

Eine andere Bedrohung sind in der Tat die **Hedgefonds**, die ein Moment der Intransparenz in die Märkte bringen, das zu erheblichen Verzerrungen führen kann. Das ist nicht gesund. An den Börsen muss es transparent zugehen. Wenn aber ein so wichtiger Akteur keine Rechenschaft ablegt, ist das ganze System nicht mehr transparent.<sup>2</sup> Das schadet einer global effizienten Allokation von Ressourcen und ist daher abzulehnen. Hedgefonds spielen im Prinzip eine wichtige und gute Rolle im Finanzsystem – aber sie werden in Zukunft nicht mehr gleicher sein dürfen als die anderen Schweinchen.

### China und die Angst vor Stagflation

Der tiefere Grund für das Abrutschen der Märkte im März war aber weder Müntes Kapitalismuskritik noch die Wahl des neuen Papstes.<sup>3</sup> Es war letztlich eine Mischung aus

---

<sup>2</sup> Auch über die Hedgefonds verstehen es die Investmentbanken heute auf beiden Seiten großer Geschäfte den Akteuren in die Karten zu sehen und dann auf der Gewinnerseite das eigene Geld zu platzieren.

<sup>3</sup> Der entscheidende Unterschied zwischen Münte und dem Papst ist äußerlich, dass der Papst nicht wiedergewählt werden will. Das erleichtert den Papst den klaren Blick auf die Verhältnisse, in denen das Menschliche Leben sich abspielt. Anders als die Politik will die Theologie der Wirtschaft keine Vorschriften machen, wie sie zu funktionieren hat. Um es mit Kardinal **Ratzinger** zu sagen: „Auf den ersten Blick ist – gerade von einer klassischen Wirtschaftstheorie her – nicht zu sehen, was eigentlich Kirche und Wirtschaft miteinander zu tun haben sollen, wenn man einmal beiseite lässt, dass auch die Kirche Träger wirtschaftlicher Unternehmungen und insofern ein Marktfaktor ist“. Die Kirche muss den Menschen davor schützen, lediglich als Produktionsmittel angesehen oder

schlechten Konjunkturdaten und der großen China-Furcht.

Dabei hatte alles so **schön begonnen**. Die Zahlen der Unternehmen zum ersten Quartal waren passabel bis gut. Die Ausblicke auf den Rest des Jahres waren nicht euphorisch, aber alles andere als schlecht.

Aber dann kamen Daten, die **Zweifel an der finanziellen Gesundheit der Verbraucher in den USA** aufkommen ließen. Sowohl das Konsumentenvertrauen als auch die sehr wichtige Zahl der Neubaubeginne waren ausgesprochen schlecht. Beide Zahlen lassen auf einen angeschlagenen Konsumenten schließen. Der Konsument ist aber die Stütze der Konjunktur in den USA. Ein Glück nur, dass er sich billig refinanzieren kann durch die historisch extrem billigen Zinsen. Da ein bedenklich hoher Anteil der Amerikaner davon dummerweise keinen Gebrauch macht und sich kurzfristig verschuldet,<sup>4</sup> ist der US-Konsument ausgesprochen anfällig für Zinserhöhungen.

Zinserhöhungen werden aber kommen, wenn die Chinesen das tun, was in ihrem eigenen Interesse ist und wozu sie von protektionistisch gesonnenen Kongressabgeordneten aufgefordert werden: Wenn sie den Renminbi gegenüber dem Dollar aufwerten.

Warum die **Chinesen aufwerten** müssen, hat Alan Greenspan kürzlich vor dem Kongress gut zusammengefasst. Wir haben den Text seiner Aussage am Ende dieses Börsenblattes angehängt. Im Einzelnen sind die Gründe recht technisch. Jedem dürfte jedoch der folgende Grund einleuchten: Wenn die Chinesen weiterhin Dollars kaufen wie bisher um ihre Währung niedrig zu halten, werden sie in drei Jahren so viele

Dollars haben, dass eine Dollar-Abwertung dann einen **Verlust in Höhe von 20% des chinesischen Bruttoinlandsprodukts** zur Folge hätte – mit unabsehbaren Konsequenzen für das globale Finanzsystem. Man stelle sich vor, die Bundesbank verliert 400 Milliarden Euro auf ihre Währungsposition.<sup>5</sup>

Es ist also klar, dass die Chinesen aufwerten werden. Daher werden sie weniger Dollaranleihen kaufen müssen. Damit wird die derzeit künstlich hohe Nachfrage geringer werden. Durch die geringere Nachfrage sinkt der Preis der Anleihen. Sinkende Kurse bei Anleihen bedeuten höhere Zinsen. Und höhere Zinsen sind Gift für den US-Verbraucher.

Und plötzlich ist das Gespenst der **Stagflation** wieder da. Wenn der Verbraucher schwächelt, wäre das ein schwerer Schlag für die Wirtschaft, die leicht in eine Rezession geraten könnte. Eine Dollarkrise muss aber auch zu erheblichem Inflationsdruck führen.

Das muss alles nicht so kommen, aber es gibt sehr ernsthafte Leute, wie etwa Nouriel [Roubini](#) von der NYU, die ein solches Szenario für wahrscheinlich halten. Je mehr der Börse diese Gefahr klar wird, desto weiter fallen die Kurse.

Solange dieses Damokles-Schwert über der Weltwirtschaft hängt und die Börse zunehmend verunsichert, bleiben wir bei unserer sehr defensiven Portfolioausrichtung (wir haben in der Regel Puts gekauft). Wir warten auf günstigere Bewertungen, stabile Rahmenbedingungen und einen wachsenden Risikoappetit an den Börsen. Oder auf eine göttliche Eingebung – jetzt, wo wir Deutschen ganz nah bei Gott sind.

---

behandelt zu werden. Dadurch verliert er seine Würde und das widerspricht der göttlichen Schöpfungsabsicht. **Insgesamt steht die kirchliche Kapitalismuskritik auf erheblich besserem Boden als die sozialistische oder nationalistische.**

<sup>4</sup> Das gilt auch für den Staat: Die Duration (Laufzeit) der Staatsschuld in den USA ist auf mittlerweile unter 5 Jahre gesunken. Das ist historisch sehr niedrig, obwohl die Gelegenheit günstig wäre, das Zinsniveau auf Jahre hinaus zu sichern. Der Staat handelt hier völlig verantwortungslos.

---

<sup>5</sup> Das ist schon deswegen unvorstellbar, weil die Währungsreserven der Bundesbank nur 80 Mrd. Euro wert sind.

**Anhang: Alan Greenspans Aussage vor dem Kongress zur bevorstehenden Abwertung des Dollar gegenüber dem Renminbi:**

"Fixing the renminbi to the dollar is beginning to significantly work to the detriment of Chinese economy. I think there is no question that two things are happening.

One is, in order to sustain the value of the renminbi to the value of the dollar, they've been purchasing very significant amounts of U.S. treasury issues.

In so doing, in order to prevent an inflationary money supply increase, they do what central bankers call sterilizing the purchase of foreign reserves... and they do this by selling bank issues, bank liabilities, denominated in their domestic currency, and so as they do that, that tends to prevent purchases of foreign reserves from expanding the money supply.

However, because there are interest rate caps in China, they're finding some difficulty in selling an adequate amount of domestic-currency-denominated debt to absorb the excess. And that is creating imbalances that suggests that sooner rather than later, they are going to have to, for stability purposes, move their currency.

Secondly, they'll also, by holding their exchange rate down, create a misallocation of resources in China in the sense they are subsidizing the capital stock associated with very large numbers of workers... [This] prevents standards of living from rising, because their intellectual technical capabilities are rising and if the exchange rate began to rise they would start to move capital into more efficient types of uses, which essentially would mean that output per hour would rise.

Holding their exchange rate where they are is preventing the growth in the terms that would be most valuable for China in the decades ahead. So as far as I'm concerned, it is very much in their interest to move.

And as you can imagine, we in U.S. government have been in conversations with them to indicate that, in our judgment and in our experience, they should be moving sooner rather than later. And there is a debate going on within China on this issue. I have no way of projecting when they will move. That they will move, I am reasonably certain."

