

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 23, Oktober 2005

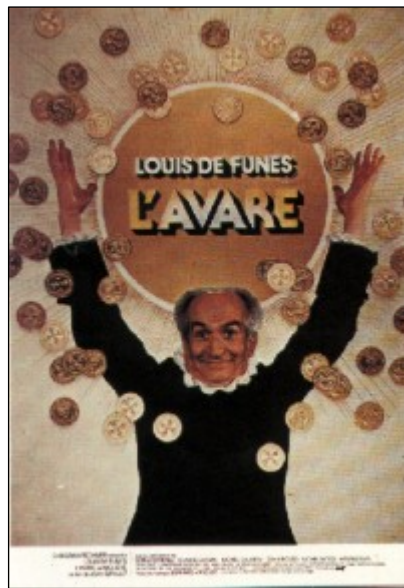
Ein glückliches Volk, die Griechen. Sie kannten keinen Geiz. Alle Hauptsünden (*vitia capitalia*) kannten sie, nur diese nicht. Sie hatten nicht einmal ein Wort dafür. Sie kennen die kleinliche und schmutzige Profitgier (*αισχροκερδεια*, Eth. Nic. 1122 a 2f., oft fälschlich mit „Geiz“ übersetzt). Aristoteles beschreibt sie als das, was „Hurenwirte und dergleichen, und Wucherer, die kleine Summen zu hohen Zinsen ausleihen“, gemein haben: „alle diese nehmen woher sie nicht sollen und mehr als sie sollen.“ (ebd. 1121 b 32ff.). So beschreibt Aristoteles eine Konstante im Wesen des Menschen: kaum jemand kümmert sich darum, was ihm zusteht, alle trachten nach einem möglichst großen Stück vom Kuchen für sich selbst. Schändlicher Erwerb, wie ihn etwa „Falschspieler und Kleiderdiebe“ betreiben, bleibt allerdings bis heute eine inakzeptable Form des Geldverdienens.

Es bedurfte der Deutschen Sprache und des größten aller deutschen Denker, um den Begriff des Geizes richtig zu fassen. Fast wäre man versucht zu sagen: Geiz ist deutsch.

Kein geringerer als der „Alleszermalmer“ Immanuel Kant hat in den *Metaphysischen Anfangsgründen der Tugendlehre* auf den Punkt gebracht, was wir heute Geiz nennen: „Ich verstehe hier unter [Geiz] nicht den habsüchtigen Geiz [...]: denn dieser kann auch als bloße Verletzung seiner Pflicht (der Wohltätigkeit) gegen Andere betrachtet

werden; auch nicht den kargen Geiz, welcher, wenn er schimpflich ist, Knickerei oder Knauserie genannt wird, aber doch bloß Vernachlässigung seiner Liebespflichten gegen Andere sein kann; sondern die Verengung seines eigenen Genusses der Mittel zum Wohlleben unter das Maß des wahren eigenen Bedürfnisses; dieser Geiz ist es eigentlich, der hier gemeint ist, welcher der Pflicht gegen sich selbst widerstreitet.“ (AA Bd. 6, S. 432)

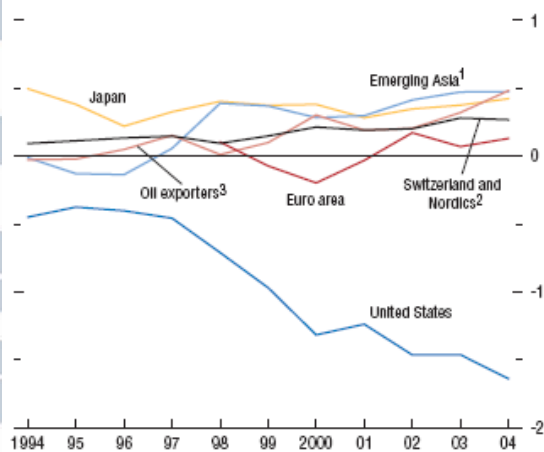
Der Geizige gibt sein Geld nicht einmal für sich selbst aus. Er schadet lieber sich selbst, als dass er sich von seinem Geld trennen würde.



Nun würden wir unsere geschätzte Leserschaft nie mit Abscheulichkeiten wie Hurenwirtschaft und Kleiderdiebstahl konfrontieren, wenn der Geiz als volkswirtschaftliches Phänomen nicht so zentral für die Entwicklung der Welt in den kommenden Jahren wäre.

Die Welt ist derzeit unterschieden in zwei Lager, die wir hier der Einfachheit halber nach ihren literarischen Prototypen „**Der Geizige**“ (Moliere) und „**Felix Krull**“ (Thomas Mann) benennen. Die einen (Chinesen, Japaner, Deutsche) geben derart wenig für den eigenen Konsum aus, dass sie sich damit selbst zu schaden beginnen (In Europa liegt der Anteil des Konsums am BIP bei 58%, in Japan bei 55% und in China nur bei 42%). Das sind die Geizigen. Felix Krull hingegen gibt fröhlich Geld aus, von dem er heute keine Ahnung hat, wie er es je erwirtschaften soll. Das sind die USA (Konsumanteil: 71%).

Einer für alle?



Source: IMF staff calculations.

Felix Krull, die Geizigen und die Mutter aller Defizite: Leistungsbilanz in % vom Welt-BIP

Die alles entscheidende Frage ist nun: **Wer war zuerst da?** Der Geizige oder Felix Krull? Die Einen sagen: die Amerikaner konsumieren so viel und produzieren so wenig, dass sie durch immer höhere Leistungsbilanzdefizite den Rest der Welt zwingen, ihr Geld in den USA anzulegen, anstatt es selbst in den Konsum zu stecken. Felix Krull gibt so viel Geld aus, dass dem Rest der Welt nichts anderes übrig bleibt als zu sparen. Die Anderen sehen es genau umgekehrt: Den Geizigen dieser Welt fällt nichts ein, wofür sie ihr Geld selbst ausgeben könnten: so drängen sie ihr Geld Felix Krull auf, der keine Wahl hat, als sich ein schönes Leben zu machen.

Europäische Ökonomen sind mehrheitlich der Auffassung, dass Felix Krull schuld ist, während die Amerikaner (insbesondere der für die Greenspan-Nachfolge gut positionierte [Ben Bernanke](#)) der Überzeugung sind, dass der Rest der Welt ein Problem hat, das die Amerikaner mit ihrer Konsumfreude lösen.

Die Wahrheit liegt, wie so häufig, wahrscheinlich irgendwo in der Mitte. Die Deutschen haben es wohl in der Tat lieber, wenn ihre im Ausland verdienten Gelder auch dort von den Einheimischen ausgegeben werden. Wichtig ist nur, dass man so *noch* einen Notgroschen für *noch* härtere Zeiten hat. Die Chinesen schreiben in der Tat lieber ihre heutigen Ersparnisse

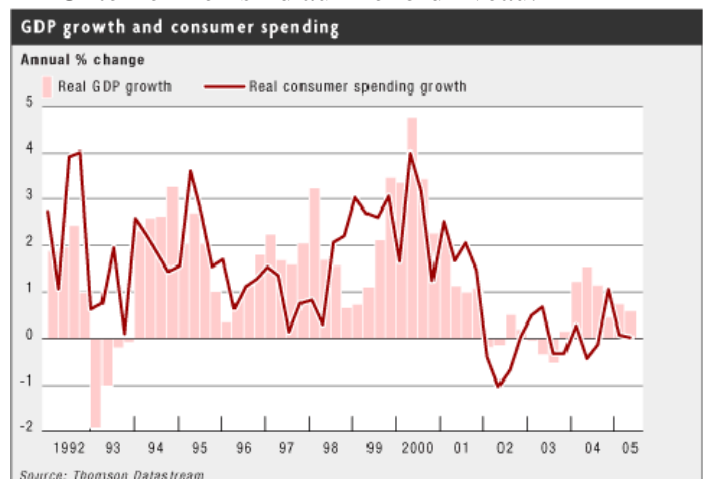
ab, als dass sie die industrielle Entwicklung ihres Landes über eine steigende Währung verzögern würden.

Andererseits würden die Amerikaner es dem Rest der Welt tatsächlich übel nehmen, wenn dieser plötzlich sein Geld nicht mehr hergeben wollte. **Felix Krull und der Geizige bedingen einander.**

Über das Defizit der USA und dessen Finanzierung durch Chinesen und Japaner haben wir hier schon viel geschrieben. Aus gegebenem Anlass wenden wir uns in diesem Monat den Ursachen des Geizes in **Deutschland** zu.

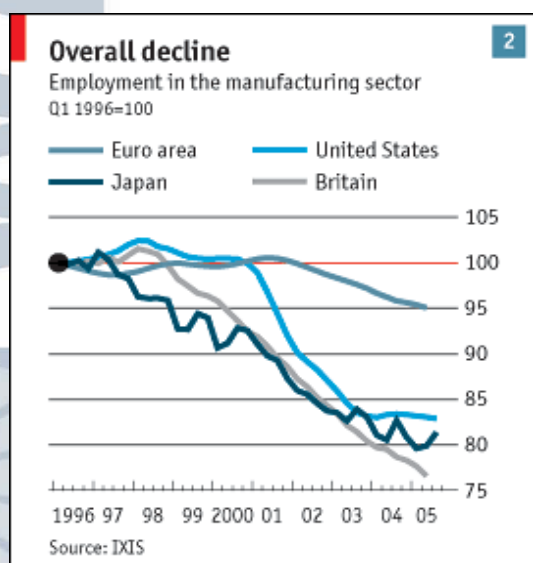
Die Ursachen des Geizes

Zunächst die Fakten: Deutschland hat sich erheblichen Reformen unterworfen (eine Leistung, von der Frankreich weit entfernt ist, weil dort die Gewerkschaften den Klassenkampf noch ernst nehmen, mit [Raketenwerfern](#) ausgerüstet sind und diese auch einsetzen). Der Unternehmenssektor steht gut da: Deutschland ist Exportweltmeister und neben China die einzige nennenswerte Wirtschaftsmacht, die ihren Anteil am Welthandel in den letzten fünf Jahren ausbauen konnte. Deutschland produziert heute zu Lohnstückkosten, die unterhalb des Niveaus der meisten Industrienationen liegen, auch denen der USA. Das Land stellt sich dem globalen Wettbewerb relativ erfolgreich und die Gewinne der Unternehmen sind auf Rekordniveau.



Sollen doch die Ausländer konsumieren!

Wozu also der Geiz? Das Problem liegt in erster Linie darin, dass Deutschland nach wie vor versucht, mit China und Indien zu konkurrieren. In Deutschland wird zu viel hergestellt, was in China und Indien genauso gut zu einem Bruchteil der Kosten produziert werden kann. Dadurch ist das Land einem enormen Druck ausgesetzt. Das spüren die Deutschen und reagieren mit Konsumverzicht. Sie sparen für die schlechten Zeiten und Geiz ist die Geisteshaltung *du jour*. Während andere Länder bereits erheblich ihre Kapazitäten im verarbeitenden Gewerbe reduziert haben und ihr Geld mit Dienstleistungen etc. verdienen (wir haben schon oft darauf hingewiesen, dass die Amerikaner davon leben, sich gegenseitig ihre Häuser zu verkaufen), schlagen die Deutschen nach wie vor die alten Schlachten – die sie heute gar nicht mehr gewinnen können. Also müssen wir sparen für die schlechten Zeiten. Geiz ist die Geisteshaltung *du jour*.



Die sich vor den Chinesen ducken

Das wird sich nicht durch immer weiteren Lohnverzicht ändern. **China und Indien sind nicht zu schlagen, indem man billiger produziert. Dieser Konkurrenz geht man lieber aus dem Weg**, wie es die Angelsachsen und Japaner tun. Das ist zwar nicht heldenmütig, aber erfolgreich. Für die Reformbemühungen in Deutschland bedeutet dies, dass die Politik

weitgehend ihren Beitrag geleistet hat: Die Wirtschaft selbst muss sich stärker ändern. Weniger Autos bauen, mehr designen. Die Chemiefabriken im Ausland bauen und Forschung und Entwicklung in Deutschland halten. Erst dann wird der Geiz aus der Mode kommen.

Greenspan forscht

Die **Hauspreise** sind hier ja immer gerne Thema. Im September gab es dazu einen Donnerschlag: Alan Greenspan hat in seinen vielen Jahren als Chef der US-Notenbank nur zweimal seinen Namen auf eine Untersuchung gesetzt, wie sie die Zentralbanken routinemäßig und in großen Quantitäten produzieren. Wann das erste Mal war, erinnert niemand mehr. Im September aber hat er seinen Namen auf eine Untersuchung gesetzt, die mit [Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments, and Debt On One-to-Four-Family Residences](#) überschrieben ist. Dieses Thema ist, das sieht man schon an der Überschrift, offensichtlich extrem interessant. Es könnte *das* entscheidende Thema für die nächsten Jahre werden. Greenspan warnt in dem sehr technisch gehaltenen Aufsatz vor allem vor einem: Die Amerikaner benützen ihre Wohnimmobilien als Geldautomaten, indem sie deren immer höheren Wert dazu nutzen, immer höhere Hypothekenkredite aufzunehmen. Im Jahr 2004 haben die Amerikaner auf diese Weise \$ 600 Mrd. aus ihren Häusern „rausgeholt“. Dies entspricht etwa 7% des verfügbaren Einkommens. Klar, dass Felix Krull da keine Lust mehr hat, sein Arbeitseinkommen zu sparen. Wir geben alles aus und zur Not noch viel mehr! Krull hat nun zwei Möglichkeiten: Die Investitionen zu reduzieren und langsamer zu wachsen, oder so weiter zu machen wie bisher: Alles ausgeben und die Investitionen von den Ausländern bezahlen lassen. Krull entscheidet sich ohne zu zögern für Letzteres und macht \$ 800 Milliarden Schulden im Ausland. Jedes

Jahr. So entsteht aus dem jährlichen 10%igen Wertzuwachs bei US-Immobilien die **Mutter aller Ungleichgewichte** in der Weltwirtschaft, die Teilung in die vielen Geizigen und den einen Krull.

Es wird nicht damit getan sein, die Zinsen niedrig zu halten und darauf zu hoffen, dass das Problem von allein weg geht. Mittlerweile haben die USA nämlich ein [Inflationsproblem](#). Die Zinsen werden daher weiter steigen, ohne Rücksicht auf das Wirtschaftswachstum. Die Liquidität, die den Aktien- und Immobilienmärkten die Gewinne der letzten drei Jahre gebracht hat, verschwindet wieder in einer Zeit, in der das Konsumentenvertrauen und das verfügbare Einkommen bereits auf eine starke Verlangsamung des Wachstums hindeuten.

Ein Prosit an der Börse!

Die Börsen gehen derzeit davon aus, dass die Geizigen die treibende Kraft sind: Diese werden den Geldhahn nicht abrupt abdrehen, sondern vielmehr weiterhin daran interessiert sein, Geld in den USA zu investieren. Es gibt dann keine rasche Abwertung des Dollar (im Volksmund: Dollarcrash), sondern ein Gleichgewicht bei der Kaufkraftparität (bei ca. 1,18 Euro für den Dollar). Die Wirtschaft kann im Prinzip so weiter laufen wie bisher: 1,5% Wachstum in Europa, 3% Wachstum in den USA. Entsprechend erwarten die Analysten auch für das nächste Jahr ein Gewinnwachstum von 8% für die entwickelte Welt nach einer Steigerung von 14% im laufenden Jahr (18% und 14% lauten die entsprechenden Zahlen für die Emerging Markets).

Diesen robusten Gewinnentwicklungen stehen Aktienbewertungen gegenüber, die nicht besonders weit über dem langjährigen Durchschnitt liegen. Sogar japanische Aktien haben die letzten 15 Jahre genutzt, ihre Überbewertung

abzubauen und sind heute fast so billig wie europäische.

Es lohnt aber, die Möglichkeit im Auge zu behalten, dass nicht der Geizige, sondern Felix Krull die Weltwirtschaft vor sich herreibt – schon weil die Börse nicht damit rechnet. Mal sehen, was passiert, wenn die Hauspreise nicht mehr steigen.

Und wen trifft es mal wieder? Die Hausfrauen. Der Markt zeigt heute alle Symptome einer Hausfrauenrallye. Plötzlich sind wieder Neuemissionen gefragt. Alles, was mit Internet oder Energie zu tun hat, wird derzeit um jeden Preis gekauft. Weiß jemand, was **ErSol** oder **Q.Cells** so machen? Egal, auch ein KGV von 130 (Q.Cells bei ihrer Erstnotiz) ist kein Problem: mit Solarenergie kann man nur Geld verdienen. Zeichnungsgewinne von 40% sind schon fast wieder normal. Oder **Red Hat**. Eine Softwarefirma in den USA, die sich erst langsam daran gewöhnen musste, Gewinne zu machen, hat kürzlich die Gewinnschätzungen sogar leicht übertroffen und schwupp, steigt die Aktie um 20% und handelt nun bei einem KGV von 55. Der Älteren Generation kommen diese Phänomene bekannt vor. Ja, richtig, 1999 war das auch so: Da kosteten Aktien so viel wie die Gewinne eines halben Jahrhunderts und alle waren ganz verrückt nach Neuemissionen. Aber das ist alles schon so lange her, dass wir uns nicht mehr an den Ausgang des Spektakels erinnern.

Marktphasen wie diese – **erhebliche fundamentale Risiken, gepaart mit Champagnerlaune** – haben in der Vergangenheit gelegentlich zu Enttäuschungen geführt.

Schrecklich wäre es nur, wenn die deutschen, chinesischen und japanischen Hausfrauen all ihr Geld verlieren. Sie werden dann noch geiziger und am Ende muss Felix Krull sich noch ein weiteres Jahr damit beschäftigen, ihr Geld auszugeben. So weit könnte es kommen.