

# BÖRSENBLATT

---

## FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

### Nr. 21, August 2005

Der Erfinder der Planwirtschaft war nicht, wie einige unserer jüngeren Leser vermuten, der in dieser Publikation häufig wohlwollend zitierte Karl Marx. Es war, wie auch von unseren älteren Lesern nur die wenigsten wissen, **Philipp II** von Spanien. Regenten aus dem Hause Habsburg sind des Sozialismus unverdächtig, das hat genetische Ursachen. Aber Philipp II wollte es sich dennoch nicht nehmen lassen, auch das Wirtschaftsleben seines gigantischen Reichs selbst zu managen. Anfangs machte das auch mächtig Spaß, denn Spanien hatte gigantische Einnahmen aus den südamerikanischen Kolonien und den Steuern aus den Niederlanden. Später, mit dem Anschluss Portugals, kamen noch die Einnahmen aus dem Afrika-Indien-Südostasienhandel hinzu. Spanien war in der ersten Hälfte des 16. Jahrhunderts die bei weitem reichste Nation.

Diesen Einnahmen standen viele gute Ideen für Ausgaben gegenüber: Ein Sieg über die Türken (das gelang in der Seeschlacht bei Lepanto unter Johann von Österreich), die Niederschlagung der Unabhängigkeitsbewegung in den Niederlanden (größter Erfolg: Philipp ließ seinen Sohn Don Carlos, der bucklig und geistig zurückgeblieben war, aber dennoch (oder deswegen?) mit den Niederländern sympathisierte, ins Gefängnis werfen, wo er bald starb) und ein Sieg über die aufstrebende Protestantische Vormacht England unter Elisabeth II (die Engländer lachen bis heute über die Armada).

Ohne allzu sehr ins Detail gehen zu wollen: Philipp II war, was man heute einen Kontroll-Freak nennt. Er wollte über jedes Detail informiert sein und es durfte nichts ohne seinen Befehl geschehen. Aber als echter Habschi war er natürlich auch ein echter Snob und ließ sich die Angelegenheiten des Reiches nur von waschechten Granden erklären, die in der Regel wohl auch nicht recht verstanden, wohin sich die Dinge entwickelten. Beispielsweise ordnete er an, dass die Landwirtschaft weitgehend eingestellt werden sollte in Spanien, damit man Schafe weiden



Dr. Georg Graf von Wallwitz

konnte. Den Schafen war es wohl zu heiß in ihrer Wolle, jedenfalls fielen sie bald tot um und am Ende hatte man weder Wolle noch Weizen und musste beides teuer einkaufen.

Insgesamt gelang es Philipp II so viel Geld auszugeben, dass die Einnahmen hinter den Aushaben herzuhinken begannen. Er verschuldete bei einigen sympathischen Kredithaien aus Augsburg und Genua, die ihm ein derart günstiges Angebot machten, dass im Jahr 1589, dem Todesjahr des allerkatholischsten Königs, lediglich 40% des Staatshaushaltes für Zinsen aufgewendet werden mussten. Von Tilgung nicht zu sprechen. In Augsburg sorgte das für einen Bauboom, im Vatikan für ein langes Festhalten am Zinsverbot.

Die eigentlich einmalige Leistung von Philipp II war nicht, sein Land zu ruinieren. Das haben Andere mit mehr Eleganz geschafft. Das Erstaunliche war, dass er es geschafft hat, seine Unternehmungen vom

Ausland freiwillig finanzieren zu lassen. Nach ihm hat jede Großmacht selbst verdienen müssen, was sie für die Beherrschung von Ausländern ausgegeben hat.

So konnte man das bis vor kurzem formulieren. Aber es stimmt nicht mehr: Die USA haben es als zweite Großmacht der Geschichte geschafft, nachhaltig auf Pump zu leben. So etwas kommt nur alle 500 Jahre vor und es sollte an dieser Stelle entsprechend gewürdigt werden. Es sollte schnell gewürdigt werden, denn es könnte bald schon der Vergangenheit angehören.

### Chinesische Unabhängigkeitserklärung

Die Chinesen sind die Augsburgers des 21. Jahrhunderts: Sie finanzieren die Großmacht – die gleichzeitig ihr größter strategischer Rivale ist (das ist der Unterschied: den Münchnern geben die Augsburgers bis heute keinen Kredit.) Nun hat die Chinesische Zentralbank in einer sehr lesenswerten [Erklärung](#) bekannt gegeben, dass der **Renminbi** minimal um 2% **aufgewertet** und vom Dollar zumindest teilweise entkoppelt wird. Das soll helfen, die „sozialistische Marktwirtschaft“ zu verbessern. Nun ist es ein logisch sinnloser Versuch, einer sozialistischen Marktwirtschaft aufzuhelfen. Entweder Sozialismus oder Marktwirtschaft. Aber für die Reale Welt (Philosophen aufgemerkt!) kann auch ein Oxymoron Bedeutung haben.

Was die Chinesen damit sagen wollen ist, dass sie nicht bis an das Ende aller Tage die Defizite in den USA finanzieren wollen, dass sie es aber noch einige Jahre tun werden, bis sie ihre eigene Wirtschaft (durch Entwicklung der Binnennachfrage) so weit haben, dass sie auch ohne künstlich stimulierte Nachfrage aus den USA auskommen kann.

China hat eine ganze Latte eigener Probleme und kann sich ein plötzliches Abnehmen der US-Nachfrage (was die natürliche Konsequenz einer kräftigen Aufwertung wäre) nicht leisten.

Besonders schwer liegt den Behörden im Magen:

- In China bauen sich gewaltige **Überkapazitäten** auf. Die Firmen haben keinen Spielraum für Preiserhöhungen. China wurde in den letzten Jahren zugebaut mit Fabriken, die alles Mögliche herstellen und häufig dasselbe.
- Das bedeutet auf der anderen Seite, dass viele Firmen **Kredite** brauchen, um zu überleben. Die bekommen sie von den ca. 120 Regionalen Banken und 30.000 Sparkassen. Da diese Institute weitgehend unter sozialistischen Gesichtspunkten geführt werden, sind sie meistens pleite, vergeben aber dennoch die gewünschten Kredite an die Firmen **ohne Preisüberwälzungsspielraum**. Dadurch wird nichts besser.
- Es gibt keinen funktionierenden **Kapitalmarkt**. Chinesische Aktien sind Wertvernichter und chinesische Anleihen gibt es nicht.

China hat letztlich keine andere Wahl, als so weiterzuvorsteln wie bisher: Man verkauft den Amerikanern was diese wollen und anstatt die Dollars, die man dafür bekommt, zu tauschen und daheim zu investieren, steckt man sie lieber in die Tresore der Zentralbank. Dadurch werden ca. 200 Mrd. Dollar im Jahr nicht verkauft: Der Dollar bleibt hoch und der Renminbi tief und die Chinesen können weiter zu ununterbietbaren Preisen exportieren.

Die Winzigkeit der Aufwertung soll den Sozialismus in der Marktwirtschaft noch ein wenig erhalten. Es soll dadurch klar gemacht werden, dass China beim Übergang vom einen System zum anderen sich nicht dreinreden lassen will, dass man noch Jahre brauchen wird, bis man am Ende vielleicht 10% aufgewertet hat. China wird sich das **Heft des Handelns** nicht aus der Hand nehmen lassen und lieber weiterzuvorsteln als sich von den Märkten ein Tempo diktieren lassen, das zu noch höherer Arbeitslosigkeit, Bankenpleiten etc. führen würde. Die Chinesen wissen, dass ihre Zeit gekommen ist und wissen, dass nichts auf der Welt so

mächtig ist, wie ein Impuls, dessen Zeit gekommen ist (Victor Hugo. Aber in einem ganz anderen Kontext.)

Am Ende wird man vielleicht sagen: Diese Aufwertung und Entkopplung war der Anfang vom Ende der guten Zeiten für den Amerikanischen Konsumenten. Der Anfang vom Ende der perversen Situation, dass ein **Entwicklungsland Kapital in eine Industrienation exportiert**. Aber die Auswirkungen werden erst nach mehreren Jahren deutlich werden. Für jetzt war es ein **non-event**.

### Die Bullen sind da!

Die Aktienmärkte haben sich mit der Situation schnell angefreundet. Letztlich machen die Chinesen derzeit alles richtig. Sie kennen ihre Probleme und gehen sie so gut an, wie es nur geht. Damit ist die Angst, dass dort etwas schief laufen könnte, geringer geworden.

Das Szenario zur Jahresmitte sieht **strahlend** aus: Die Unsicherheiten bzgl. der Konjunktur und einer Dollarkrise sind beseitigt. Es gibt keine Inflation. Terror spielt keine Rolle. Der Anstieg des Ölpreises ist gebremst. Die Gewinne sind gut gestiegen, sodass die Unternehmensbewertungen immer noch billig (Europa) bzw. nicht mehr teuer (USA) sind. Die Emerging Markets sind stabil und die Weltwirtschaft boomt. Die Verzinsung von Anleihen ist so niedrig, dass man mit den Dividenden der Unternehmen sehr gut bedient ist (die Firmen in Europa schütten nur 37% ihrer Gewinne aus, im Durchschnitt der letzten 20 Jahre waren es aber 46%. Es gibt großes Potential für Dividendenerhöhungen!).

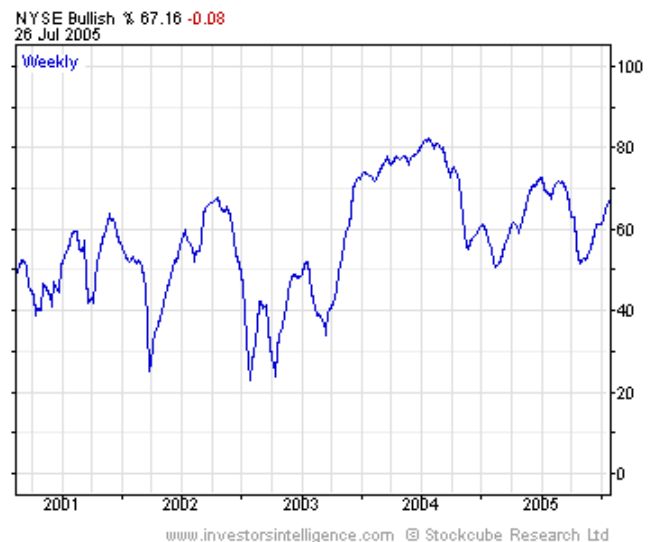
Ablesen kann man es am Verhalten derjenigen, die sich „smart money“ nennen: Unsere underperformenden Freunde aus der Hedgefonds-Branche haben so viele Aktien wie seit 1998 nicht mehr, sie haben aufgehört, den Dollar zu shorten und sie haben nur noch die allernötigste Grundausstattung an Anleihen.

Das ist der Konsens und der Markt verhält sich wie ein schöner Sommertag im Juli. **Wolkenlos**. Der Eurostoxx 50 Index steht

heute schon wieder über dem Niveau von Anfang 1999. Es ist nie etwas passiert. Jeder, der Geld möchte, bekommt es: 62% aller Neuemissionen von Unternehmensanleihen sind **Junk-Bonds**, also Anleihen von Leuten, die nicht kreditwürdiger sind als Philipp II.

Zeit in Urlaub zu gehen? Es sieht fast so aus. Wir bleiben bei Renten untergewichtet, bei Aktien übergewichtet und ziehen Europa und die Emerging Markets den USA und Japan vor.

Da wir aber von Natur aus **skeptisch** und übellaunig sind, kaufen wir weiterhin bei Gelegenheit die immer billigeren Puts. Wir reiben uns an der kaum noch steigenden globalen **Liquidität**, an den steigenden **Zinsen** in den USA, an der unübersehbaren **Immobilienblase** in den angelsächsischen Ländern, an den **Überkapazitäten** in China, an den ekelhaft lockeren **Kreditbedingungen** und an dem immer stärker um sich greifenden Optimismus an den Aktienmärkten, wie er sich aus der nebenstehenden Grafik ablesen lässt. Derzeit sind 67% aller Marktteilnehmer positiv gestimmt. Das bedeutet natürlich nicht, dass nicht auch



100% aller Marktteilnehmer bullish sein könnten. Aber es bedeutet, dass der Zustrom von neuem Geld sich in Grenzen halten wird und dass die guten Einstiegskurse jedenfalls vorbei sind.

So gilt von diesem Bullenmarkt, was auch vom Sommer gilt: **Enjoy it while it lasts**.