

# BÖRSENBLATT

## FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 68, Oktober 2010

### Währungsspiele

In der Philosophie ist die Zeit der großen Theoriegebäude seit gut 100 Jahren vorbei. Man hat irgendwann aufgehört, kathedralenartige Gedankengebäude zu errichten. Seither wird mit kleiner Münze gezahlt. Heidegger hatte keine Moralphilosophie, die Frankfurter Schule interessiert sich nicht für den Ursprung alles Seins, die Analytische Philosophie ist in der Erkenntnistheorie festgefahren und der Dekonstruktivismus ist eigentlich immer nur Methode geblieben.

Dagegen ist es erfrischend, was die Physik sich noch zutraut. Dort ist man seit der Entdeckung des Zusammenhangs von Magnetismus und Elektrizität Anfang des 19. Jahrhunderts der ganz großen „Theory of Everything“ auf der Spur. Gesucht wird die eine Formel, die alles erklärt, die keine Fragen offen lässt, die Eine Antwort auf Alles. Stephen Hawking, ein berühmter Physiker auf Newtons Lehrstuhl in Cambridge, hat nun ein erderschütterndes Buch geschrieben, worin er nicht nur Gott, sondern auch die Philosophie für tot erklärt. Das jedenfalls ergibt sich aus der von ihm wesentlich vo-

rangetriebenen M-String-Theorie. Damit ist Hawking ziemlich genau an dem Punkt angekommen, wo Nietzsche bereits in der Fröhlichen Wissenschaft vor 128 Jahren war. Seither gab es in der Philosophie nicht mehr einen solchen Brustton der Überzeugung, wie ihn jetzt

die Physik pflegt und wir nehmen fast an, dass in 30 oder 50 Jahren, wenn die M-String-Theorie sich experimentell überprüfen lässt (zum Glück für Hawking nicht früher!), auch die Physik dazu übergehen wird, mit Kleingeld zu zahlen.

An der Börse hätten wir auch sehr gerne eine *Theory of Everything*. Leider sind wir davon aber noch sehr weit entfernt und seitdem die Kapitalmarkttheorie in der Krise der Jahre 2008/09 wenig hilfreich war, ist dort vom Brustton der Überzeugung noch weniger zu hören als sonst. An den Finanzmärkten herrscht

derzeit **spätherbstliche Zufriedenheit**, seitdem der griechische Sommer verfliegen ist. Die Gewinne der Unternehmen sind gut, die Zinsen sind jeden Tag niedriger, die Wahrscheinlichkeit einer zweiten Rezession ist gering und der Blick auf das



Dr. Georg Graf von Wallwitz

Jahr 2011 ist noch ungetrübt. Die amerikanische Zentralbank hat klar gemacht, dass es ihr mit der *Operation QE2* (so nennt sich der zweite Teil des *quantitative easing*, das die Fed seit 2009 betreibt) ernst ist, dass sie also den Markt auch noch stärker mit Geld fluten möchte als bisher. Die Japaner tun das jetzt auch: Die Bank of Japan hat ihre Zinsen von 0,1% auf ein ungenanntes Niveau darunter gesenkt und druckt frisches Geld, um nun sogar Unternehmensanleihen zu kaufen. Das klingt fast so wie in den guten alten Greenspan-Zeiten, als man sich sicher sein konnte, dass die Märkte nicht fallen werden, weil die Zentralbank zur Hilfe kommt, bevor es weh tut.

### **Währungen statt Waffen**

Wirklich selbstbewusst ist die Stimmung aber nicht und ein neuer Brustton, wie er in der Physik gepflegt wird, will sich nicht einstellen. Die Märkte ahnen, dass sie ihre milde Stimmung den falschen Gründen verdanken. Sie haben durchaus Recht mit ihrer Verunsicherung und ihrer Zurückhaltung im Umgang mit den blendenden Rahmenbedingungen. Das Geld ist so billig und eine zweite Rezession so unwahrscheinlich, weil die **Welt sich in einem Währungskrieg befindet**, wie Brasiliens Finanzminister kürzlich zu Recht festgestellt hat. Fast alle Zentralbanken reden ihre Währungen herunter und lassen ihren Worten auch taten folgen. Schweizer und Japaner haben direkt interveniert und fast alle drucken Geld in Höchstgeschwindigkeit. Für die Vergesslichen unter den Gebildeten führen wir die Summen noch einmal auf: Seit Januar 2008 haben die jeweiligen Zentralbanken folgende Summen kreiert, um damit Staatsanleihen oder vergleichbare Papiere zu kaufen: 1.200 Milliarden US-Dollar, 132 Milliarden Britische Pfund, 6.600 Milliarden Chinesische Renminbi, 7.600 Milliarden Japanische Yen, 115 Milliarden Brasilianische Reais, 825 Milliarden Hong Kong Dollar, 486 Milliarden Saudische Riyal, 3.200 Milliarden Tai-

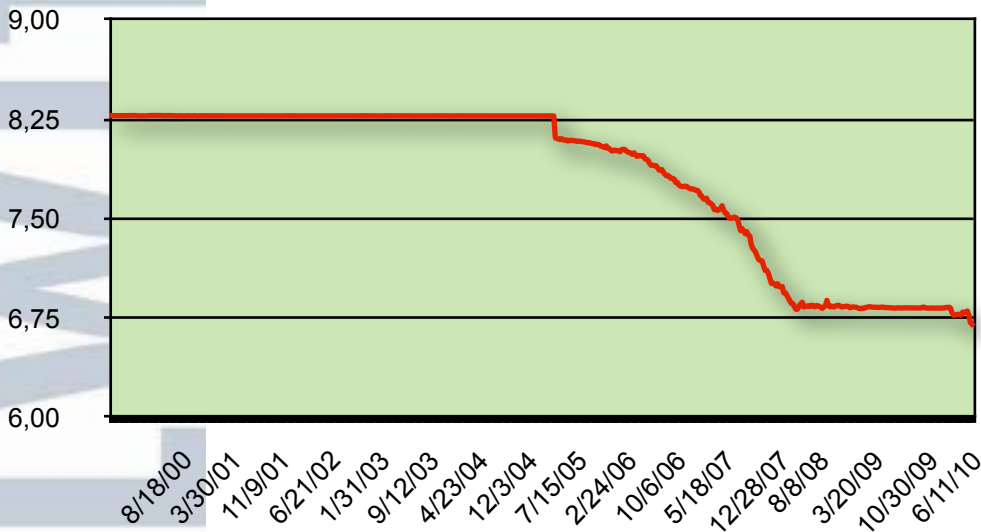
wan-Dollar, 1.900 Milliarden Thailändische Baht und, man höre und staune, 183 Milliarden Schweizer Franken. Nur die Europäer mussten kaum drucken, um abzuwerten. Wir haben die Griechen. (Und die Iren und noch einige mehr in der Hinterhand.)

Das Interessante an diesem Währungskrieg ist, dass die Entscheidung nicht, wie in den letzten 60 Jahren, zwischen dem Hegemon (USA) und seinen Vasallen (Deutschland, Japan) ausgefochten wird, sondern zwischen der aktuellen und der möchterege Supermacht (USA und China). Während in der Vergangenheit immer klar war, wer gewinnt (*The Dollar is our currency, but it is your problem* erklärte 1971 John Connolly, damals US-Finanzminister seinen europäischen Kollegen) ist das in dieser Konstellation weit weniger klar. Daher ist das destruktive Potential dieser Auseinandersetzung um die Währung heute weit größer.

China ist der Welt größter Kapitalexporteur, obwohl das Land eigentlich Kapital aufsaugen sollte wie kein zweites. Das Geld fließt aber aus einem Schwellenland, wo es hoch rentabel angelegt werden könnte, in US-Staatsanleihen, die vor Währungsverlusten einen Ertrag von ca. 0,5% p.a. abwerfen. Diese Situation lässt sich nur mit der Furcht der Chinesen erklären, so zu enden wie die Japaner: Diese hatten im Jahr 1985 einer Abwertung des US-Dollar zugestimmt, der bis 1987 um 51% fiel. Dadurch haben viele japanische Firmen ihre Wettbewerbsfähigkeit verloren, ohne dass das eigentliche Ziel der Intervention, die Reduzierung des Leistungsbilanzdefizits der USA gegenüber Japan (das strukturell bedingt war und nicht vom Wechselkurs abhing), erreicht worden wäre. Da in China die Margen der Unternehmen sehr dünn sind, käme eine Aufwertung für viele einem Todesurteil gleich. Darauf will sich die Führung nicht einlassen.

Die USA haben bislang gut von den billigen Währungen in Asien gelebt. Die Amerikaner konnten billig einkaufen und mussten als Gegenleistung sich nur verschul-

Wechselkurs des Renminbi zum Dollar



den. Die Liebe der Asiaten zu amerikanischen Schulden sorgte für niedrige Zinsen und jenes gute Gefühl, das 2008 so plötzlich zu Ende ging. Die große Rezession hat in den USA aber für neue Prioritäten gesorgt. Heute sind 10% der Bevölkerung arbeitslos, was für viele der Betroffenen eine Katastrophe ist. In den USA sind die sozialen Sicherungssysteme nur sehr schwach ausgebildet und wer keinen Job hat, ist auf seine Ersparnisse verwiesen. Und wer in den letzten Jahren zu gut gelebt hat, verspürt nun Reue. Diese Reue schlägt in den USA schnell in Wut um, der Kongress solle irgendetwas gegen die Arbeitslosigkeit tun. Der Kongress hat Angst vor dem Wähler und findet die Schuldigen in China.

Es spielen zwar alle das Abwertungsspiel, aber auf die Begegnung USA-China kommt es an. Die USA versuchen ihre Schulden mit Hilfe einer **milden Inflation** erträglicher zu machen, China hält dagegen und versucht den Status Quo beizubehalten. Die USA wollen sich durchsetzen, indem sie auf vielfältige Weise Geld drucken, die Chinesen versuchen es durch eisernes Festhalten am Wechselkurs. Das ist für beide schmerzhaft: Die USA ruinie-

ren auf Dauer ihre Währung, während die Chinesen durch die niedrigen Zinsen, welche sie den Amerikanern nachmachen müssen, die Haushalte zwingen, das produzierende Gewerbe zu subventionieren (die Haushalte bekommen kaum Zinsen auf ihre Ersparnisse, die Unternehmen aber sehr billige Kredite). Für beide kann dieses Spiel in Tränen Enden.

Für die USA gilt, was schon Lenin wusste: Die Geldentwertung untergräbt die Stabilität der ganzen Gesellschaft. **Für China ist das Risiko fast noch offensichtlicher:** Wenn das Wachstum eines Tages nachlässt, werden die Investitionen so stark zurückgehen, dass das Land um eine gewaltige Rezession nicht herumkommt. Wenn heute zum Beispiel Investitionen in Höhe von 50% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) nötig sind, um ein Wachstum von 10% zu generieren, werden für ein Wachstum von 6% nur 30% des BIP nötig sein. Es ist zweifelhaft, ob die 20% des BIP, die in diesem Fall verschwinden, vom Konsum ausgeglichen werden.<sup>1</sup> Je länger die Amerikaner das Inflationsspiel spielen, desto größer der Schaden für ihre Währung in Form von höheren Zinsen, niedrigerem Wachstum und sozialer Unruhe. Je länger die Chinesen auf den Status Quo setzen, desto größer wird der Anteil der Investitionen am BIP und desto tiefer die wahrscheinlich heute schon unvermeidbare Rezession.

Chinesen und Amerikanern mangelt es am **politischen Willen**, eine Lösung zu finden. In den USA herrscht die Illusion, man könne die nach China verlorenen Jobs wieder zurückholen. Zudem besteht die

<sup>1</sup> Vgl. dazu die Aufsätze von Martin Wolf:

<http://www.ft.com/cms/s/0/a1df57c0-c5b5-11df-ab48-00144feab49a.html>

sowie von Michel Pettis: <http://mpettis.com/2010/08/chinese-consumption-and-the-japanese-“sorpasso”/>

Hoffnung, über einen stärkeren Yuan den eigenen geopolitischen Abstieg zu verlangsamen. Umgekehrt will China seinen Trumpf nicht aus der Hand geben und gefällt sich zunehmend dabei, sein Gewicht in der Weltpolitik zur Schau zu stellen. Wie aggressiv es seine Interessen durchzusetzen kann haben kürzlich die Japaner gespürt, die etwas unachtsam den Kapitän eines chinesischen Schiffes eingesperrt hatten, das in japanisch beanspruchten Gewässern ein japanisches Schiff gerammt hatte. China belegte daraufhin Japan mit einem Boykott bestimmter seltener Metalle, liess wüste anti-japanische Demonstrationen zu, liess alle politischen Kontakte oberhalb der kommunalen Ebene einfrieren und sagte sogar den Auftritt der total coolen japanischen Boy-Group SMAP ab. Japan knickte sofort ein und liess den Seebären frei. China verlangte daraufhin Schadenersatz und eine Entschuldigung und bediente auch sonst die ganze Klaviatur der Eskalation. Es ist kein gutes Omen, wenn China nicht einmal mehr Japan ernst nimmt.



**SMAP: Für das Gesangsverbot aus China haben wir irgendwie Verständnis**

Solange wir nicht die M-String-Theorie verstanden haben, werden wir uns hüten, vorherzusagen, wer dieses Spiel gewinnen mag. Politische Börsen und insbesondere Währungen sind elend schwer vorherzusagen. Aber aus den geschilderten Zusammenhängen könnte sich das Thema entwickeln, das die Börsen in den kommenden Jahren umtreibt. In den kommenden Wochen allerdings dürfte die Laune gut bleiben, denn die guten Unternehmensgewinne und die niedrigen Zinsen werden das Währungsspiel noch eine Weile übertünchen.

### **Das Beste zum Schluss**

Auf unserer permanenten Suche nach einer klugen Investition sind wir kürzlich über die Basel-III-Regelungen gestolpert, die den Banken vorschreiben, dass ihr Nachrangkapital nicht mehr zum Eigenkapital gezählt werden darf. Die entsprechenden Anleihen sind fast durchwegs bedient worden während der Krise und das legt nahe, sie inskünftig zum Fremdkapital zu zählen. Nun sind wir grundsätzlich keine Freunde der weitgehend rechtlosen Nachranganleihen. Aber wenn sie in Zukunft ins Fremdkapital gezählt werden, sind sie nicht mehr so ganz rechtlos. Für die Banken machen diese Anleihen mit ihrer stattlichen Verzinsung plötzlich keinen Sinn mehr, da sie sich auch deutlich billiger Fremdkapital holen können. Eine Spekulation, dass die Banken diese Anleihen bald zurückkaufen und bis dahin stolze Zinsen zahlen, scheint das Risiko wert zu sein, auch ohne im Besitz einer *Theory of Everything* zu sein.

Dr. Georg v. Wallwitz  
+49-89-255 466-0

DISCLAIMER: Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement. GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und ist kein Anlagevorschlag bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quelle für die Grafiken ist, so weit nicht anders vermerkt, Bloomberg.