

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 71, Februar 2011

Konservativ

Wir von den gebildeten Ständen sind von Natur aus konservativ, denn wir erkennen (häufig) den Wert der Tradition. Daher halten wir es instinktiv mit Edmund Burke, der sicher nicht der erste Konservative war, aber als der Vater des Konservatismus gilt, weil er in seiner Streitschrift gegen die Französische Revolution exemplarisch auf den Punkt gebracht hat, was es heißt, konservativ zu sein. Wer konservativ ist, glaubt an eine gottgewollte Ordnung, die er nicht vor dem Gerichtshof der Vernunft zu rechtfertigen hat. Die soziale



Burke im Umgang mit zwei widerlichen Revolutionären

Ordnung basiert auf der Eigentumsordnung und der Nähe zum Herrscher, was in Burkes England auf das selbe hinaus kommt. Wandel ist unvermeidlich, aber er muss graduell vor sich gehen, nicht in Brüchen und Revolutionen. Im langsamem

Wachstum gedeiht eine bessere Ordnung, als sie je auf dem Reißbrett der Umstürzler entworfen werden könnte.

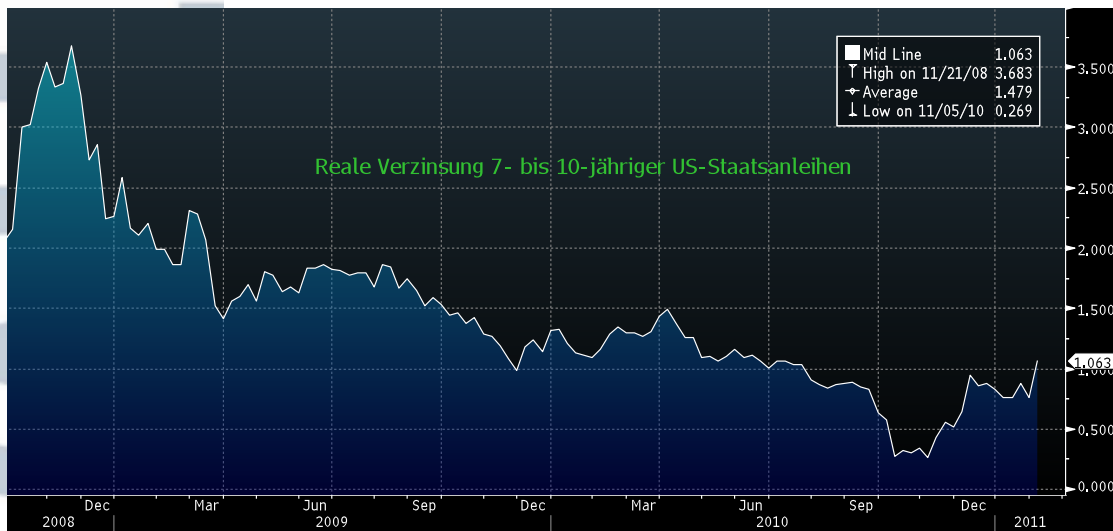
An den Finanzmärkten sind wir in die unschöne Situation geraten, dass es nicht mehr klar ist, was eigentlich konservativ ist. Die von Burke ausbuchsta-

bierten Ziele sind in Konflikt geraten. Die gottgewollte Ordnung (oder was wir bislang dafür gehalten haben), wonach Kapital etwas kostet, ist schon seit einer Weile in ihr Gegenteil verkehrt. Kapital trägt nur noch dem Namen nach

Zinsen, in der Realität kostet es aber Geld, Kapital zu besitzen. Dieser Zustand ist zwar nicht das Werk von Marxisten (so clever hätten sie es sich nicht ausdenken können), aber es kommt ihren Wunschvorstellungen recht nahe.

Wer heute eine zweijährige US-Staatsanleihe kauft, bekommt etwa 0,75% Zinsen, während die Inflation ihn etwa 1,7% im Jahr kostet. Nach Steuern verliert er jedes Jahr ein gutes Prozent seines Vermögens. Er erhält es nur nominell, nicht real. In Nord- und Mitteleuropa sieht es nicht wesentlich anders aus.

dieser Politik fortzufahren, reicht bereits eine sehr niedrige Inflationsrate, um *de facto* Kapital von den Sparern zu den Schuldenmachern zu transferieren. Nicht nominell, aber real. Da die Staaten spätestens seit der Finanzkrise zu den größten Schuldnern geworden sind, ist ihnen diese Situation sehr recht. Nominell bedienen sie ihre Schulden und



Auch Staatsanleihen mit langer Laufzeit werfen nur wenig mehr ab als die Inflationsrate

Burke hätte mit Lenin übereingestimmt, der meinte, man könnte eine Gesellschaftsordnung am zuverlässigsten zerstören, indem man die Eigentumsordnung durch eine Inflation umdreht. Nun haben wir keine hohe Inflation und es ist keineswegs ausgemacht, dass wir in den entwickelten Ländern in absehbarer Zeit wieder Preissteigerungen von über 4% sehen werden. In den Schwellenländern verhält es sich etwas anders, dort sind schon heute Inflationsraten zwischen 5% (China) und 10% (Indien) eine Realität. Aber indem die Notenbanken die Zinsen auf extrem niedrigem Niveau halten und bis auf weiteres gezwungen sind, mit

können ihren guten Ruf pflegen, in der Realität drehen sie ihren Gläubigern aber eine lange Nase.

Den Kapitalbesitzern wird es im Grunde genauso gehen wie den Rentenversicherten, die zusehen müssen, wie der Staat die

Zusagen von einst nicht mehr einhalten kann. Das Renteneinstiegalter wird erhöht oder die Zahlungen werden gekürzt mit der Begründung, den künftigen Steuer- bzw. Beitragszahlern könnten die Belastungen nicht mehr zugemutet werden. Die Schulden von heute werden aber von genau denselben Steuerzahlern getragen werden müssen, die bereits überlastet sind, wenn es um die Rente geht. Der Glaube, der Wille der nächsten Generation, die Schulden der Alten zu zahlen sei höher als für ihren laufenden Lebensunterhalt aufzukommen, ist im besten Falle naiv.

Den Staaten kommt der zweite Aspekt des Konservatismus zu Gute, der Hang zu gradueller Veränderung. Der Konservative ist allenfalls zu Veränderungen in Trippelschritten bereit und auch das erst, wenn es eigentlich zu spät ist. Versicherungen werden ihr Geld auch weiterhin weitgehend in Staatsanleihen und Pfandbriefen anlegen, denn die Versicherten merken es in der Regel nicht, dass sie einen realen Verlust machen, der ihnen korrekt als nomineller Gewinn vorgestellt wird. Stiftungen werden ihre Statuten nicht ändern, bloß weil Anleihen für eine Weile weniger attraktiv erscheinen. Und überhaupt, der Gesetzgeber verlangt ja nur die nominelle Erhaltung des Kapitals, nicht die reale. Dass die Versicherten bzw. die Stiftungen am Ende weniger mit dem Geld, das sie zur Verfügung haben, anfangen können, steht auf einem anderen Blatt. Damit erliegen sie dem, was die Ökonomen eine „Geldillusion“ nennen. Sie lassen sich davon blenden, dass sie nach wie vor eine anständige Zahl auf dem Kontoauszug stehen haben und ig-

norieren dabei, dass sie sich deutlich weniger davon kaufen können.

Es gibt noch einen guten Grund, der es den Konservativen nahelegt, sich so schnell wie möglich von ihrem grenzenlosen Vertrauen in 10-jährige deutsche Staatsanleihen zu verabschieden: Die Inflation muss nicht einmal zu einem echten Problem werden, um die Kurse der Anleihen fallen zu lassen. Die Zeit des billigen Kapitals könnte sich nämlich bald dem Ende zu neigen und die realen Zinsen zum Steigen bringen. Billig wurde das Geld, indem die Asiaten und die Deutschen furchtbar viel Geld gespart haben, das im Rest der Welt eigentlich niemand gebraucht hat. Die angelsächsischen Länder und ihr Dunstkreis, wo das Geld geparkt wurde, haben es nicht für etwas Sinnvolles wie Infrastrukturprojekte ausgegeben (obwohl das dringend nötig gewesen wäre), sondern für ihren Konsum. So war viel Geld im Angebot und wenig echte Nachfrage, was den Preis des Geldes, den Zins, sinken ließ. In Asien jedenfalls könnte sich bald der Trend umdrehen



und der Kapitalexport erheblich nachlassen. Zweierlei könnte zu einer nachlassenden Sparneigung führen. Erstens: Da es keine Sozialversicherung gibt, müssen die Chinesen arbeiten, so lange es geht und dabei möglichst viel sparen, sonst könnten Krankheit und Alter zu einem noch unschöneren Erlebnis werden, als sie es sowieso schon sind. Sollten in China Sozialversicherungen aufgebaut werden - und darauf deutet einiges hin - dann werden die absurden Sparquoten sinken und das freiwerdende Kapital kann im eigenen Land investiert werden oder in den Konsum fließen. Zweitens kommt ein erheblicher Nachholbedarf bei Infrastrukturprojekten in den Wachstumsregionen und den entwickelten Märkten hinzu. Relativ zur Wirtschaftsleistung ist die Investitionsquote in den letzten Jahrzehnten kontinuierlich gesunken. Wenn sich dieser Trend dreht, wird Kapital teuer.

Wenn die Zeit des billigen Geldes zu Ende geht, könnte es passieren, dass die Kapitalkosten deutlich steigen. Wenn die realen Zinsen von ihrem derzeitigen unterirdischen Niveau auf ihren historisch normalen Bereich zwischen 3% und 4% ansteigen, dann reden wir bereits heute, bei einer Inflationsrate von ca. 2,5% in Europa, von 10-jährigen Zinsen um 6%. Sollte die Inflation auch nur nennenswert anziehen, könnten die Zinsen auch schnell bei 8% stehen. Das wäre eine Baisse am Rentenmarkt.

Wenn eine Investition in Staatsanleihen oder Pfandbriefe also nicht mehr in dem Sinne konservativ ist, dass man damit das reale Kapital erhalten kann und sich mittelfristig auf deutlich niedrigere Kurse einstellen muss, stellt sich die Frage nach den praktischen Konsequenzen. *If you can't beat them, join them* ist eine Möglichkeit. Das könnte beispielsweise bedeuten, man investiert selbst in Unternehmen, die vom Vermögenstransfer von den Gläubigern zu den Schuldnern profitieren, etwa in REITs (Real Estate Investment Trusts), d.h. in Immobilienaktien, die selber relativ hoch verschuldet sind (maximal 60%), aber dennoch einen Einkommensstrom produzieren, der dem von Renten nicht unähnlich ist. Oder man kauft Aktien von Versorgern, die heute von sehr vielen Analysten zum Verkauf empfohlen werden, wodurch dort Kursverluste sehr unwahrscheinlich geworden sind.

Jedenfalls sieht ein Portfolio, dessen Kaufkraft erhalten bleiben soll, sehr viel anders aus, als dies noch vor wenigen Jahren der Fall war. Auf mittlere Sicht haben sich die Zeiten tatsächlich geändert.

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