

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 78, November 2011

Das Pendel der Geschichte

My purpose is to buy securities where I am satisfied as to assets and ultimate earning power and where the market price seems cheap in relation to these. If I succeed in this, I shall simultaneously have achieved safety-first and capital profits. All stocks and shares go up and down so violently that a safety-first policy is practically certain, if it is successful, to result in capital profits. For when the safety, excellence and cheapness of a share is generally realised, its price is bound to go up.

John Maynard Keynes, Brief an F.C. Scott vom 6. Februar 1942.

Es ist immer wieder eine große Verlockung, die Geschichte aus so großer Distanz zu betrachten, bis man in ihr sieht, was man sehen will. Be-

liebt ist es, sie wahlweise als großen Kreislauf, als steten Fortschritt, oder als Pendelbewegung zu sehen. Nimmt man sie als einen oszillierenden Prozess, so markiert die unter dem Namen Occupy Wall Street (OWS) laufende Bewegung du jour vielleicht einen Wendepunkt, auch wenn sich so etwas seriös erst nach einer halben Generation beurteilen lässt. Nehmen wir also einmal an, es habe in den letzten Jahrhunderten ei-

nen Pendelschwung zwischen der breiten Masse der Bevölkerung und ihren Eliten gegeben, welcher mal die eine und mal die andere dominieren lässt. Dann ging der Schwung in den ersten 30 oder 35 Jahren nach dem Krieg zu einer immer egalitäreren Gesellschaft, die am Ende weder ihre wirtschaftliche noch ihre intellektuelle Elite

zu schätzen wusste. Diese konnten sich in der auf die 1970er-Jahre folgenden Generation wieder Geltung verschaffen, wobei das Pendel, wie es immer wieder passiert, irgendwann zu weit ausgeschlagen und heute ein neues Unbehagen erzeugt hat.



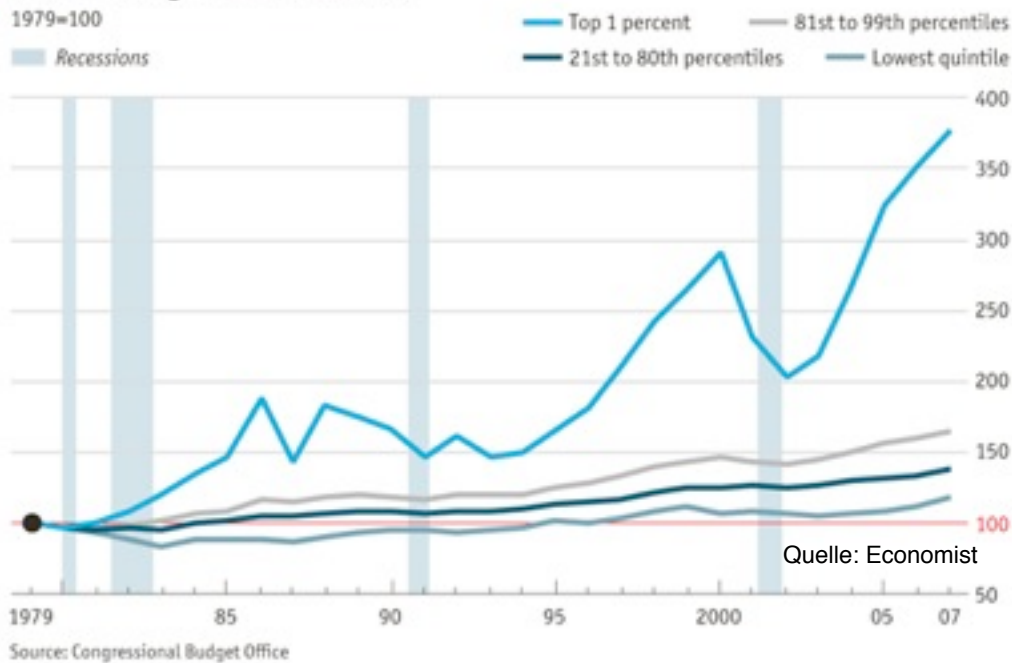
Ein Gespenst geht um

Jetzt sind wir vielleicht an einem Punkt, wo der Pendelschwung wieder zurückkommt. Die finanzielle Elite hat insbesondere in den angelsächsischen Ländern ein Gewicht bekommen, das mindestens ebenso unheimlich und korrumpierend ist wie die Macht der Gewerkschaften 35 Jahre zuvor. Es gibt gute und viele Gründe, mit den Umständen, wie sie sich im Umfeld der Fi-

US real average after-tax income

1979=100

Recessions



Die Schere zwischen Arm und Reich ist kaum aufgegangen in den letzten 30 Jahren. Lediglich zwischen dem obersten Prozent und dem Rest.

nanzmärkte in den letzten 20 Jahren herausgebildet haben, unzufrieden zu sein. Es hat sich eine Art Insider-Kapitalismus gebildet, wo es einer kleinen Zahl von Akteuren gelungen ist, das System so zu nutzen bzw. zu gestalten (durch Steuerschlupflöcher, Staatsgarantien, laxe Regulierung), dass sie und nur sie vom Wirtschaftswachstum profitieren.¹ Wenn sich in weiten Teilen der Bevölkerung aber das Gefühl breit macht, bei der Verteilung von Macht und Einkommen gehe es unfair zu (die Milliarden von Steve Jobs sind wohlverdient, nicht aber die Millionen an Boni für gescheiterte Banker), dann kann das unübersehbar negative Konsequenzen für das Funktionieren einer Demokratie haben.

Eliten, die viele ihrer Betätigungsfelder (aktuell: vom Hochfrequenzhandel bis zum Umverpacken von exotischen Krediten) nicht klar machen und ihren Nutzen für die

Gesellschaft erläutern können, haben früher oder später immer ein Problem. Dennoch ist auch angesichts eher mäßiger Leistungen in den Krisen der letzten zehn Jahre der Reformeifer der Geldleute heute etwa so groß wie derjenige der Bourbonen um 1780 und ihr Interesse gilt, damals wie heute, im wesentlichen der Erhaltung des Lebensstils. Das

wird, damals wie heute, auf Dauer nicht genug sein, denn es ist nicht nur ineffizient, sondern auch ungerecht.

In Europa kann man die Anti-Banken-Bewegung übrigens nicht so ganz ernst nehmen wie bei den Angelsachsen, da die Ungleichheit nicht so groß ist und an der gegenwärtigen Krise nicht die Banken, sondern die faule Konstruktion des Euro Schuld trägt. Noch gelingt es den Regierungen in Europa, den Volkszorn gegen die Banken zu richten, und die eigene Schuld (die indirekt eine Schuld des Wählers ist) durchzureichen. Lange kann das aber nicht funktionieren und OWS wird wahrscheinlich ein amerikanisch-britisches Phänomen bleiben, wo die soziale Ungleichheit und der Einfluss der wirtschaftlichen Elite auf die politische ins Extrem gewachsen sind.

¹ Das klassische Buch hat dazu Mancur Olson geschrieben: *The Rise and Decline of Nations*, 1982

Der Moment, in dem das Pendel zurückzuschwingen beginnt und noch keine eindeutige Richtung hat, hat einen großen Charme. Es werden die Selbstverständlichkeiten der vorhergehenden Bewegung hinterfragt und die Dinge neu durchbuchstabiert. Warum geht man für einen Kredit zu einem globalen Finanzunternehmen, wenn man auch den Nachbarn fragen kann? Welche Geldgeschäfte haben einen sozialen Nutzen und welche nicht? Wie viele Schulden verträgt eine Gesellschaft, wie viele benötigt sie?

OWS sollte sich nicht dazu hinreißen lassen, in die Details zu gehen, denn dort würde die Bewegung untergehen. Sie darf keinen Forderungskatalog entwickeln, denn dieser würde höchstwahrscheinlich in alte Fahrwasser geraten und dann in einen ganz eigenen Morast einer anderen, nicht weniger eigennützigem Elite. In dem Moment, in dem noch keine Richtung vorgegeben ist, sollte sie sich so lange wie möglich einrichten. Das Detail, der Beginn des Alltags, ist in jeder menschlichen Beziehung das Ende der großen und gerechten Ideen und damit der moralischen Autorität. Diese lässt sich nicht in Programme fassen. Der Erfolg einer solchen Bewegung hängt davon ab, eben keine Vorschläge zur Regulierung zu machen, sondern darauf hinzuweisen, dass es einen moralischen Konsens gibt in der Gesellschaft, von dem auch die finanziellen Eliten abhängen, den sie aber über Gebühr strapaziert haben.

Spannend wäre es, wenn die Pendelbewegung in diesem Sinne nicht einfach nur nach links, zur Egalität, zurückschwingen und einfach nur neue Sieger hervorbringen würde, sondern moralisch und unspezifisch bleiben könnte. So viel Zurückhaltung sollte man aber von niemandem erwarten, auch nicht von einer Bewegung, die Anderen das Maßhalten predigt.²

Die 14. Rettung

Irgendjemand hat nachgezählt, dass die Euro-Rettung vom 26./27. Oktober die vierzehnte innerhalb der letzten 20 Monate war. Das ist nicht ermutigend.

Im Prinzip hat die Politik wieder das geliefert, was die Märkte wollten. Die Griechen haben ihren „Haircut“ bekommen, die Banken werden rekapitalisiert und der EFSF wird auf € 1.000 Mrd. gehebelt. Und wir von der Börse haben gejubelt und gekauft, als gäbe es morgen keine Aktien mehr. Aber der Jubel könnte schnell verfliegen, wenn die Details bekannt werden, auf die man sich ja auch noch einigen muss.

Und so ist der Deal schon beim zweiten Hinsehen eher schwach: Es müssen nur die privaten Gläubiger auf ihr Geld verzichten, nicht die staatlichen. Das führt dazu, dass die Schulden dort nur um € 80 Mrd. reduziert werden, was nicht ausreicht. Im Jahr 2020 soll Griechenland mit einer Staatsverschuldung von 120% der Wirtschaftsleistung wieder am Kapitalmarkt Geld aufnehmen können. Das ist eine Illusion.

Ähnlich sieht es mit der Bankenrekapitalisierung aus. Die versprochenen € 106 Mrd. werden kaum reichen. Insbesondere die französischen Banken wirken mit einem Kapitalbedarf von € 3 Mrd. (Soc Generale) bzw. € 2 Mrd. (BNP) verdächtig ungeschoren. Die Vermutung, dass da noch etwas nachkommt, wird bleiben.

Schließlich hat der EFSF einen Hebel bekommen, aber im Ernstfall ist dieser wenig wert, solange die EZB sich vornehm zurückhält. Letztlich hat der EFSF noch 200 bis 250 Mrd. Euro zur Verfügung, mit denen Investoren gelockt werden sollen, spanische und italienische Anleihen zu kaufen. Das entspricht 8% der Verschul-

² Eine verkürzte Version dieses Abschnitts ist am 26. Oktober als *Politisches Feuilleton* im Deutschlandradio Kultur gesendet worden: <http://www.dradio.de/dkultur/sendungen/politischesfeuilleton/1588138/>

derung dieser Länder. Bei einem Ausfall dieser Länder und einem griechischen Haircut von 50% würde dies bedeuten, dass die Investoren nur noch einen Verlust von 42% hinnehmen müssten. Wir bezweifeln, dass diese Aussicht hinreichen wird, um Enthusiasmus unter den Investoren zu wecken. **Solange die EZB nicht an Bord ist und glaubhaft macht, dass sie ihre Mittel unlimitiert einzusetzen bereit ist, wird jener anonyme Zähler in Brüssel weitermachen können.** Aber es entspricht der deutschen Realpolitik, die EZB so lange aus dem Spiel zu halten (und es dadurch offen zu halten), bis es eine Möglichkeit gibt, direkt in die Haushalte der Schuldenmacher einzugreifen.

Am Ende bleibt festzuhalten, dass Europa, um aus seinem Schlamassel herauszukommen, dringend eine Wachstumsperspektive benötigt, denn Schulden nur durch Entsagung und nicht auch durch eine Verbesserung der Schuldentragfähigkeit in den Griff zu bekommen, ist keine schöne Perspektive. Und, was vielleicht das Wichtigste ist, es müssen sich in den gewissen Ländern die Herrschaftsmechanismen ändern, so dass die Bürger bereit sind, Steuern zu zahlen und der Staat mit diesem Geld dann auch verantwortlich und effizient umgeht. Dieser letzte Punkt ist wahrscheinlich der wichtigste und der schwierigste und derjenige, der uns noch am längsten begleiten wird.

Wir bleiben daher eher zurückhaltend in der Anlagepolitik.

Dr. Georg v. Wallwitz, CFA
+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.