

# BÖRSENBLATT

für die gebildeten Stände

## WIE VIEL HEGEMONIE BRAUCHT DER MARKT?

*Erstaunlich viele Fragen im Leben und in der Wissenschaft lassen sich auf eine einfache, vom unvergessenen Gerhard Schröder popularisierte<sup>1</sup> Unterscheidung reduzieren: Koch oder Kellner. Der Koch hat das Produkt und prägt den Stil des Hauses. Er denkt und arbeitet mit Prinzipien, während der Kellner mit Analogien arbeitet. Der Kellner greift lediglich auf Vorhandenes zu, kann es nur präsentieren, nicht aber grundlegend verändern. Wenn die Speise verdorben ist, zäh gekocht und schlecht gewürzt, kann der Kellner nicht viel machen, so schön sein Frack auch sein mag. Ein Koch ist unverzichtbar für das Restaurant – ohne Kellner geht immer noch Selbstbedienung.*



von Dr. Georg Graf von Wallwitz

Das Geschäft der Investoren befindet sich meist auf dem Niveau des Kellners. Wir arbeiten viel mit Analogien (wir nennen das: Modelle), sehen uns ähnliche Situationen in der Vergangenheit an und versuchen

daraus eine Vorstellung zu entwickeln, wie es in der Zukunft weiter gehen könnte. Wie haben sich die Kurse früher entwickelt, wenn der Ifo-Konjunkturklima-Index so hoch und die Bewertungen im DAX so niedrig waren wie heute? Wie reagieren Aktien in den USA normalerweise, wenn die Zentralbank zum sechsten Mal die Zinsen anhebt und die Zwischenwahlen im Kongress nicht mehr weit sind? Das sind die Analogien, mit denen wir uns durch den Nebel des gewöhnlichen Börsentages behelfen. Nichts kann der Investor daher weniger gebrauchen als Situationen, die es noch nie gab (wie etwa derzeit in den USA eine massive Steuersenkung in einer Phase der Hochkonjunktur und Vollbeschäftigung).

Manchmal muss der Investor aber auch Koch können. Wichtig ist es, die Prinzipien zu erkennen, die die Weltwirtschaft treiben, die Axiome, aus denen sich alles herleitet. Denn ohne einen ordnenden Rahmen verliert der Anleger schnell die Orientierung – insbesondere, wenn die Analogien nicht weiter helfen. Wenn die Dinge tatsächlich einmal anders liegen, verlieren Investoren ohne ein von Prinzipien getragenes Weltbild schnell den Halt. Sie können dann nicht mehr agieren, sondern nur noch reagieren.

Der Prinzipienrahmen, in welchem wir seit einigen Jahren kochen, wurde an dieser Stelle schon oft erklärt: Es ist unter Ökonomen schon lange kein Geheimnis, dass die Weltwirtschaft unter zu geringem Wachstum, zu geringen Investitionen (mit niedrigen Zinsen), einer alternden Bevölkerung und zu hoher Verschuldung leidet. Unter dem etwas hochtrabenden Stichwort „Zeitalter der Stagnation“ (*secular stagnation* für die cognoscenti) wird ein Phänomen beschrieben, welches erstmals von Alvin Hansen mit Blick auf die Zwischenkriegszeit beschrieben wurde. Damals litt die westliche Welt unter einem erstaunlich flauen Aufschwung nach der Weltwirtschaftskrise 1929-1933. Dieses Paradigma der *secular stagnation* passt auf die gegenwärtige Situation wieder erstaunlich gut – und vor diesem Hintergrund investieren wir:

Da Ökonomen sich im Umgang mit messbaren ökonomischen Phänomenen aber wohler fühlen als mit politischen Strukturbrüchen, beschränken sie sich oft (wie etwa Paul Krugmann<sup>2</sup> und Larry Summers<sup>3</sup> bei der Diskussion des Konzepts der *secular stagnation*) auf die greifbaren, datenuntermauerten ökonomischen Zusammenhänge. Das kann man ihnen nicht verdenken, denn im Grunde handelt es sich dabei um eine Tugend. Allerdings ist es in den letzten Monaten klar geworden, dass die Parallele zur Weltwirtschaftskrisenzeit noch weiter gezogen werden kann, als deren derzeitige Hauptvertreter es sich (öffentlich) klar machen.

### Damals ohne Hegemon

Um das zu erklären, genügt ein Blick auf die Schlagzeilen der letzten Wochen. Was vor einigen Monaten als eine unbeholfene Aktion zum Schutz amerikanischer Stahlkocher begonnen hat, ist in diesem Frühjahr dabei, zu einer größeren Auseinandersetzung

zwischen den USA und China zu werden. Damit droht zwar kein ganz großes Desaster, ein Krieg um Nordkorea oder um das Südchinesische Meer. Darin sehen weder die Partei in China noch das amerikanische Militär irgendeinen Mehrwert. Interessant ist die Reiberei vielmehr, weil sie demonstriert, wie sehr der Weltwirtschaft ein wohlwollender Hegemon abgeht.

In der Weltwirtschaft geht es etwa so zu wie auf einem Schulhof, wo sich die unteren Klassen zwar gerne mit einander balgen, die aber alle Respekt haben vor der K12, dem Jahrgang, der bald ins Leben entlassen wird, den schon die Würde der kommenden Abiturprüfung umgibt. In inoffizieller oder offizieller Rolle (als Tutor) können die Kinder der K12 einen Streit schlichten, wenn sie es wollen, indem sie sich kümmern, wie ihre Autorität es ihnen erlaubt. Ihr Einfluss ist ungleich größer als derjenige der Lehrer, weil sie viel realere Sanktionsmöglichkeiten haben als die albernen Strafaufgaben, zu denen die Erwachsenen greifen müssen.

Egal wann und wo, Menschen fangen schnell an, mit einander zu streiten, wenn es keine Spielregeln gibt und keine Instanz, die diese auch durchsetzen kann. Für ein gedeihliches Zusammenleben braucht es einen wohlwollenden Hegemon, dessen Rolle ist es, Anker in Krisenphasen zu sein und in guten Zeiten ein Vorbild bei der Befolgung des zum allgemeinen Vorteil wirkenden Regelwerks. Letzteres sollte er wesentlich mitgestaltet haben (darin unterscheidet er sich vom Streifenpolizist oder vom Aufsicht habenden Lehrer). Das sichert nicht nur seine Stellung, sondern nimmt ihn auch in die Pflicht, dafür zu sorgen, dass niemand nachhaltig unter die Räder kommt.

Zwischen den großen Kriegen erlebte die Weltwirtschaft eine Phase ohne wohlwollenden Hegemon. Großbritannien war nicht mehr in der Lage, diese Rolle auszufüllen,

die Währungsreserven waren weitgehend verbraucht, die Kriegsschulden gegenüber den USA drückten und dem Pfund traute es kaum noch jemand zu, so gut zu sein wie Gold. Die Notkredite, welche die Bank von England Anfang der 30er-Jahre an Deutschland und Österreich vergab, um das schlimmste zu Verhindern, waren erschütternd gering – nicht, weil die Engländer Europa nicht retten wollten, sondern weil tatsächlich nicht mehr in der Kasse war. Andererseits waren die Amerikaner nicht bereit, die Bürde zu übernehmen. Sie hatten das Gold, bei ihnen war ganz Europa bis zur Halskrause verschuldet, der Finanzplatz in New York war liquide, breit und tief genug, um Hilfspakete für die in Bedrängnis geratenen Europäer zu finanzieren. Aber die Republikaner, die bis Ende 1932 die Regierung stellten, gehorchten ihren protektionistischen Instinkten und umgaben die USA stattdessen mit Zöllen, welche die Krise noch erheblich verschärften. Was als ein Crash am Aktienmarkt angefangen hatte und mit dem Zusammenbruch einer Bank (der Wiener Creditanstalt) in einem zweitklassigen Europäischen Finanzzentrum eine internationale Dimension bekommen hatte, wurde so zu einer globalen wirtschaftlichen Katastrophe.

### Und heute wieder

Die Konstellation ist heute eine ganz andere, aber doch ähnlich. China wäre gerne Ordnungsmacht und es hätte mittlerweile auch die erforderliche Wirtschaftskraft. Dem Reich der Mitte geht aber das Wohlwollen gegenüber und das Ansehen bei dem Rest der Welt ab. Und da die Partei nicht die Kontrolle über die Märkte abgeben möchte, kann aus dem Yuan auch keine echte Reservewährung werden (denn um diesen Status zu erlangen, muss eine Währung jederzeit unbegrenzt zur Verfügung stehen – gerade in Krisenzeiten). Ein Land, dessen Absichten

bestenfalls undurchsichtig sind, das sich nur äußerst widerwillig an die Regeln der WTO hält (die es schon vor bald 20 Jahren unterschrieben hat), wird es auf die Dauer kaum schaffen, wie ein wohlwollender Hegemon Spielregeln zu etablieren, die allgemein akzeptiert werden.

Auf der anderen Seite wirken die USA politisch erschöpft und weite Teile der Bevölkerung wollen die Rolle des Hegemons nicht mehr. Viele Amerikaner empfinden die Rolle der Führungsmacht nicht mehr als Privileg, sondern als Ergebnis eines Komplotts übelmeinender Ausländer. Sie sehen nicht die Vorteile, die es bringt, die globale Reservewährung, den weltweiten Zahlungsverkehr, die Standards im Internet, die Weltbank und die Seewege zu kontrollieren. So entsteht ein Machtvakuum.

Der größte Unterschied zu den Verhältnissen nach der Weltwirtschaftskrise ist vielleicht der Umstand, dass es heute große, selbständige und vor allem handlungsfähige Zentralbanken gibt. Aber reicht das, um optimistisch gestimmt zu sein?

Auf der europäischen Ebene scheint sich die Konstellation der Zwischenkriegszeit ebenfalls zu wiederholen. In Europa kommen derzeit mit dem Abgang der Briten (die diese Rolle sowieso schon lange nicht mehr einnehmen wollten) nur noch zwei Länder als Ordnungsmächte in Frage: Frankreich und Deutschland. Aber den Franzosen geht es wie den Briten nach dem ersten Weltkrieg: sie sind wirtschaftlich, institutionell und personell zu schwach, um die Rolle auszufüllen, die sie gerne hätten. Und die Deutschen, die jedenfalls wirtschaftlich in der Lage dazu wären, wollen nicht den Hegemon spielen und verweigern sich wie einst die USA. Sie scheuen die Kosten, die damit verbunden wären: Sie müssten Anker in finanziellen Krisen sein, was Geld kosten würde, und sollten im Gegenzug mitreden

bei vielen innenpolitischen Entscheidungen der Mitglieder der Währungsunion. Damit macht man sich nicht immer beliebt und der Antiamerikanismus vieler Europäer würde bald durch einen entsprechenden Antigermanismus ersetzt (der natürlich auch kein neues Phänomen wäre). Eine in die Jahre gekommene Regierungschefin sieht nicht so aus, als würde sie den Mantel der Geschichte ergreifen und ihrem Volk sagen: Die Eurozone wird krisenanfällig, ein Wachstumshemmnis und ein Anlass für Zwietracht bleiben, solange Deutschland, der größte Profiteur der Europäischen Einigung, nicht bereit ist, überproportional Lasten zu übernehmen und als Vorbild zu dienen. Aber da die deutsche Solidarität beim Geld aufhört, wird nichts passieren und das Gewürge geht weiter.

Das ist keine Einsicht für das tägliche Geschäft. Es ist nichts, was uns die gegenwärtige Allokation verändern lässt, denn sie untermauert nur, was wir ohnehin wussten: Wir leben in einem Zeitalter der Stagnation. Das Wachstum wird weiterhin ein rares Gut sein und die Zinsen werden eher niedrig bleiben. Aber dennoch lohnt es sich, darüber nachzudenken. Große strukturelle Veränderungen oder gar Brüche entscheiden langfristig fraglos über das finanzielle Wohl und Wehe einzelner Firmen entscheiden und ganzer Länder. Je eher wir diese Verwerfungen erkennen, desto länger können wir von einer bestimmten Entwicklung profitieren. Wir verdienen dann wie ein Koch, nicht wie ein Kellner.

## Fazit

Zu den rein ökonomischen Gründen für die *secular stagnation* kommt also noch ein politischer hinzu. Wir nehmen das Fehlen eines wohlwollenden Hegemons in die Liste der Gründe auf, warum die Produktivität und damit der Wohlstand kaum steigen. Eine unübersichtlich gewordene Welt ist kein guter Ort für Investitionen, für langfristige grenzüberschreitende Projekte. Wenn nicht einmal die Großen (d.h. China und die USA) sich an die Regeln der WTO halten, wird die Zahl der Vertragstreuen bald abnehmen. Kleiner werdende Märkte, unsichere Standards, und Nationen, die jede für sich alleine großartig werden wollen, waren schon in den 30er-Jahren nicht eben ein Wachstumstreiber.

### 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, soweit nicht anders vermerkt, Bloomberg.