

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 77, September 2011

Realpolitik in Europa

Aus eigener Kriegserfahrung hatte er (Andrej Bolkonski) bereits die Überzeugung gewinnen können, dass im Kriegsfall die am tiefstinnigsten durchdachten Pläne keinerlei Bedeutung haben, dass alles davon abhängt, wie man auf unerwartete Operationen des Feindes und solche, die nicht vorhersehbar sind, reagiert und wie und von wem die ganze Angelegenheit geführt wird.

Lew Tolstoi, Krieg und Frieden, 3. Buch, I, IX.

Die gegenwärtige Lage in der Eurozone lässt sich im Grunde am besten mit dem geistigen Rüstzeug der Bismarck-Zeit beschreiben. Die deutsche Regierung betreibt heute Realpolitik. Das hat schon unter Gerhard Schröder angefangen und setzt sich heute in verstärktem Maße unter Angela Merkel fort.

Realpolitik ist ein Begriff, der eng mit der Kanzlerschaft Otto von Bismarcks verbunden ist, obwohl er schon zwei Generationen früher entstanden ist. Bismarck stellte das Interesse der Nation über alle anderen Zwecke, mit einer Konsequenz und Schärfe, wie sie bis dahin allenfalls Richelieu praktiziert hatte. (Machiavelli hat über Re-

alpolitik nur geredet, er hatte nie ein Amt, das bedeutend genug gewesen wäre, sie auch umzusetzen.) Bismarck verbündete sich mit dem revolutionären Italien, um 1866 den Nibelungenfreund Österreich zu besiegen. Er annektierte die souveränen Monarchien Hannover, Hessen und Nassau und scherte sich dabei keinen Deut um das Legitimitätsprinzip, auf dem immerhin auch seine

eigene, die preußische Monarchie, fußte. Die Schleswig-Holstein-Frage löst er ebenfalls mit Gewalt gegenüber Dänemark und ignoriert die legitimen Ansprüche des Herzogs von Augustenburg. Bismarck führte einen Krieg gegen Frankreich, von dem bis heute kein Historiker überzeugend darlegen kann, welches der Kriegsgrund war. Ihm ging es nicht darum, dem Schönen, Guten und Gerechten zum



Dr. Georg Graf von Wallwitz

Durchbruch zu verhelfen: "Wir haben nicht eines Richteramtes zu walten, sondern deutsche Politik zu treiben." Für Realpolitiker sind Werte, Ideale und Prinzipien immer verhandelbar. Sie denken in Zwecken und Zielen, ihr Maß ist das Machbare.

Das Drama, das sich seit bald drei Jahren um den Euro abspielt, lässt sich ganz einfach begreifen, wenn man es unter der Annahme betrachtet, dass Deutschland Realpolitik betreibt. Der Euro, der einst eingeführt wurde, um die Macht Deutschlands in Europa einzubremsen, hat sich in der Krise in ein Machtinstrument der Deutschen gewandelt. In Krisen sagt der Gläubiger, wo's lang geht und die Schuldner hoffen auf Vergebung. Für Angela Merkel ist Vergebung als politische Kategorie aber etwa so wichtig wie für Otto von Bismarck. Im wesentlichen geht es um die Frage, wer die Lasten trägt, die durch das jahrelange Leben über den Verhältnissen entstanden sind. Die Gläubiger werden einen Teil tragen müssen, den sie aber so gering wie möglich zu halten versuchen. Die Schuldnerländer versuchen ihrerseits die Einschnitte möglichst gering zu halten.

Beispielsweise haben die französischen Banken besonders viel nach Spanien und Italien ausgeliehen, weshalb die Regierung in Paris besonders erpicht auf die Rettung dieser Länder ist, wohingegen sie es bei der Unterstützung Irlands eher gemütlich angehen lässt. Dort mussten sich am Ende auch die Engländer am Rettungspaket beteiligen, weil die englischen Banken stark in Irland engagiert sind. Jeder zahlt dort, wo er unbedingt muss.

Europas Politiker haben zu Vielen zu Vieles versprochen: Den Wählern satte Renten und auf dem Weg dorthin einen bunten Strauß von Sozialleistungen. Den Unternehmen im globalen Maßstab konkurrenzfähig niedrige Steuern. Den Gläubigern die pünktliche Bezahlung der Schulden. Bei der Frage, in welcher Reihenfolge man nun die Versprechen brechen wird, hofft Europa auf die Deutschen, um den Offenbarungseid in die nächste Generation - wenigstens aber die nächste Legislaturperiode - verschieben zu können.

Aber die Kanzlerin sieht sich berufen, "deutsche Politik zu treiben." Sie sucht

keine Lösung der Krise, weil durch eine Lösung den Deutschen ihr Druckmittel abhanden käme. Wenn die Märkte durch umfassende deutsche Garantien oder gemeinsame Anleihen zufrieden gestellt würden, hätten die Sünder keinen Grund mehr, den Pfad der Tugend weiter zu beschreiten. Das italienische Beispiel ist kein untypisches Verhaltensmuster: Sobald die Fussballer gegen die Einführung einer „Reichensteuer“ zu streiken drohten, wurde sie auch für alle anderen gekippt. Italienische Regierungen (und viele andere auch) sind nur zum Sparen zu bewegen, wenn sie realpolitischem Druck ausgesetzt sind.

Die deutsche Regierung wird den betroffenen Euroländern genau so viel Unterstützung zukommen lassen, dass der Euro nicht auseinander bricht. Eine grundsätzliche Trennung wäre nicht im Deutschen Interesse, wichtige Teile der Industrie würden eine Wiedereinführung der D-Mark nicht überstehen. Aber französische Banken zu retten, bloß weil sich andernfalls die Franzosen über die Deutschen ärgern - so nett werden die Deutschen nicht sein. Der Wohlstand in der Eurozone wird derzeit neu verteilt und die Kanzlerin achtet darauf, dass Deutschland nur eben so viel von seinen Ersparnissen verliert, wie unvermeidlich ist, um die Union zusammen zu halten.

Eigentlich sollten es die Deutschen restlos genießen, am längeren Hebel zu sitzen. Normalerweise wollen die kleinen Länder immer etwas für ihre Zustimmung zu dem einen oder anderen europäischen Projekt. Damit erpressen sie ihre großen europäischen Bruderländer. Nun aber ist es umgekehrt. Deutschland ist in der Lage, dem Rest seine Richtung vorzugeben, da es als einziger Staat die Mittel hat, die Peripherie vor der Zahlungsunfähigkeit zu bewahren. Das nutzen die Deutschen nun aus und verlangen von den Euro-Ländern Reformen, zu denen sie sie in normalen Zeiten nie hätten bewegen können. Heute aber haben sie die Möglichkeit, diskret darauf

hinzuweisen, dass, wenn die Reformen nicht kommen, sie die betreffenden Länder den Märkten zum Fraß vorwerfen werden. Und Angela Merkel muss möglichst Glaubhaft sein bei dieser Drohung. Sobald die Märkte glauben, dass Deutschland am Ende sowieso zahlen wird, ist die Realpolitik vorbei, dann sind wir wieder auf den guten Willen der Anderen angewiesen.

Märkte im August

Die Märkte waren im August ausgesprochen übellaunig und reizbar, nachdem ihnen von der Ratingagentur S&P mitgeteilt worden ist, dass es so etwas wie „sichere“ Wertpapiere nicht gibt.¹ Es setzte sich zudem die Überzeugung fest, dass die politische Führung Europas, die Ende Juli in der Hoffnung auf einen ruhigen August zum sechsten mal innerhalb von zwei Jahren die endgültige Rettung des Euro verkündet hatte, tatsächlich unfähig dazu ist. Die Sichtweise des Marktes lautet, dass die Schuldenlast der Europäer den Schuldnern zwischen Irland und Griechenland das Kreuz brechen und ihre Wirtschaft in eine alleszermalmende mehrjährige Rezession stürzen wird. Dass diese Drohung genau im deutschen Interesse ist, sieht der Markt nicht, denn der Dax ist im August sogar noch stärker gefallen als die Indices der europäischen Bruderländer. Entsprechend waren, ohne Rücksicht auf deren extrem hohe Bewertung, nur deutsche und amerikanische Staatsanleihen gefragt, und Gold. Sonst nichts. Wer Angst vor Deflation hatte, kaufte Anleihen, wer Angst vor Inflation hatte, kaufte Gold. Die meisten kauften beides, man kann ja nie wissen.

Wenn sich die Märkte aktuell etwas zu stabilisieren scheinen, so liegt dies nicht daran, dass sich irgendetwas geändert hätte (allenfalls die Bewertungen: Die sind in Europa mittlerweile günstig, übrigens auch in Korea), sondern an dem sozialen Phänomen, dass auch Geldleute, wenn sie im Sommer nicht unter Ihresgleichen sind, melancholisch werden. Tolstoi beschreibt das sehr treffend im Vorlauf zur Schlacht bei Borodino in Krieg und Frieden:

Beim Nahen einer Gefahr sprechen immer zwei Stimmen gleich stark in der Seele des Menschen: die eine sagt ganz vernünftig, der Mensch solle die Art der Gefahr und die Mittel zur Rettung davor genau bedenken; die andere sagt noch vernünftiger, es sei viel zu schwer und quälend, über die Gefahr nachzudenken, wo es doch nicht in des Menschen Macht steht, alles vorauszusehen und sich vom allgemeinen Gang der Dinge zu retten, und deshalb sei es besser, sich von all dem Schweren abzuwenden, solange es nicht eingetroffen ist, und an Angenehmes zu denken. In Einsamkeit wird sich der Mensch meistens der ersten Stimme hingeben, in Gesellschaft dagegen - der zweiten. (3. Buch, II, XVII.)

Nun, da sie alle langsam wieder aus den Sommerferien zurückkommen, verfliegt die Melancholie und es denken sich viele Fondsmanager, dass es schon irgendwie weiter gehen wird. Wir auch, schließlich muss man auch an der Börse Realpolitik betreiben. Folgende Gedanken drängen sich da plötzlich auf:

◆ Die Eurozone ist nicht insolvent: Insgesamt beträgt ihr Schuldenstand etwa 65% der Wirtschaftsleistung (ggü. 80% in den USA und 200% in Japan) und das Budgetdefizit liegt 2012 bei etwa 3% (ggü. 8% in den USA). Einzelne Mitglieder der Zone stehen am Rande des Abgrunds, aber wenn man genau hinsieht, ist bislang erst Griechenland im Orkus verschwunden. Weder bei Portugal noch bei Irland ist es

¹ Für Freunde der Theorie sei dabei festgehalten, dass damit der allgemein akzeptierten Theorie der Finanzmärkte, dem CAPM, erneut ein wesentlicher Stützpfiler abhanden gekommen ist. In der Theorie gibt es den „risikolosen“ Zins und einen Risikoaufschlag für die jeweiligen Papiere, je nachdem, was der Markt über sie weiß. Unter einem Risikoaufschlag können wir uns nach wie vor etwas vorstellen, aber bislang galten US-Staatsanleihen immer als das risikolose Asset. An deren Stelle kann man nun aber auch nicht leicht etwas anderes setzen: Lieber Leser, auch deutsche Staatsanleihen sind nicht risikolos in unserer unordentlichen Welt. So muss die Theorie sich ein neues Fundament suchen und bis dahin so tun, als sei alles in Butter.

ausgemacht, ob sie ebenfalls einen Haircut benötigen. Die Zinsen dieser Länder sind im August dramatisch gefallen, d.h. ihre Anleihen sind stark gestiegen. Es ist ermutigend, dass der Markt zu differenzieren beginnt. Und selbst wenn alle drei ihre Schulden nicht bedienen können: zusammen machen sie 6% der Wirtschaftsleistung der Eurozone aus und 8% der Bankbilanzen.

◆ Die Eurozone hat eine Zentralbank, auch wenn viele es nicht zu glauben scheinen. Der einzige Grund, warum Länder wie Italien oder Spanien Probleme haben, sich zu refinanzieren, liegt in der Vermutung der Märkte, es wäre der EZB politisch unmöglich, diesen Ländern auszuhelfen. Die erheblich schlechter dastehenden Regierungen der USA, Großbritanniens und Japans werden mit Geld zugeschüttet weil sie sich zur Not Geld bei ihrer Zentralbank holen können. Ob das gut wäre für den Anleger, interessiert heute niemanden. Aber wie realistisch ist es, dass die EZB den Euro scheitern lassen würde (eine Pleite Italiens oder Spaniens würde nichts anderes bedeuten), wenn Anleihekäufe das Problem lösen könnten? Es spricht im Wesentlichen nur der moralische Skrupel der Deutschen (und der wahren Finnen) dagegen. Jedenfalls haben wir in Europa kein Inflationsproblem und abgesehen davon wird durch



Renditen 10-jähriger Irischer Staatsanleihen haben sich seit Mitte Juli von 14% auf 7% halbiert. Die Reformpakete zeigen Wirkung

die Käufe bislang die Bilanzsumme der EZB nicht einmal aufgebläht (die Käufe werden „sterilisiert“).

So sind, auf fünf Jahre gesehen, deutsche Staatsanleihen wahrscheinlich zu teuer und deutsche Aktien wahrscheinlich zu billig. Aber was hilft's, wenn die Realpolitiker in Berlin die Krise am köcheln halten um den Reformeifer der Anderen nicht zum erliegen kommen zu lassen. Das Drama wird noch viele Jahre aufgeführt werden.

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