

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 79, Dezember 2011 / Januar 2012

Das Herz der Finsternis

Die Nacht ist am dunkelsten, bevor es völlig finster wird.

Mao (zugeschrieben)

In Europa ist es ziemlich finster geworden. Und es ist deutlich zu merken, wie Recht Hegel mit seiner Behauptung hat, dass in der Finsternis die Vernunft wenig ausrichten kann. Die Eule der Minerva hebt in der Abenddämmerung zu ihrem Fluge an und sieht zu, dass sie wieder zu Hause ist, bevor es zu dunkel wird.

Nun ist also der Euro zum Herzen der Finsternis geworden. Die Börsenblätter dieses Jahres waren in der Rückschau von einer erheblichen **Naivität** gekennzeichnet. Wir waren so kindisch, zu glauben, dass eine vernünftige Lösung für das Euro-Problem gefunden würde. Die Euro-Zone (im Folgenden: "Die Zone") insgesamt muss kein Kapital importieren, das Verschuldungsniveau liegt insgesamt weit unterhalb der Wasserstände für die USA, Japan oder das Vereinigte Königreich. Die Neuverschuldung in der Zone ist ebenfalls keine Katastrophe. Der Europäische Kreditmarkt

ist tief und es sollte kein Problem sein, sich bei der eigenen Bevölkerung das für die schwierigen Jahre nötige Geld zu besorgen. Das Vermögen der Italiener liegt beim Vierfachen der Staatsschuld, das der Deutschen beim Dreifachen. Durch Besteuerung oder eine einmalige Vermögensabgabe hätten sich die Regierungen recht einfach Geld beschaffen können. Hätte, könnte, wäre.

Oder, noch ein Ausweg, die Regierungen hätten die Gesetze neu schreiben können, denn die Staatsanleihen unterliegen in fast allen Fällen nationalem Recht (sogar in Griechenland sind es 90%), und das kann durch

einen Federstrich geändert werden. Griechenland hätte die Zahl seiner Staatsdiener halbieren können ohne die Effizienz der Verwaltung zu schmälern, die Deutschen hätten akzeptieren können, dass ein Teil ihres Geldes weg ist und dass die Eurozone nicht nur aus Deutschen und Holländern besteht. Oder die Deutschen hätten den EFSF zu 2,5% Geld aufnehmen lassen können, das dann an die Peripherie zu 5% ausgeliehen wird, während die EZB dafür sorgt, dass durch eine Inflationsrate



Dr. Georg Graf von Wallitz

von 2% (in Deutschland) bis 3% (im Durchschnitt der Eurozone) die Schulden tragbar geworden wären. Hätte, könnte, wäre.

Aber das war naiv. Tatsächlich verfahren alle Staaten in einer Weise, die kurzfristig „mikro-vernünftig“ ist, langfristig aber „makro-unvernünftig“. Und der Kern der Naivität bestand darin, zu glauben, dass es anders sein könnte. Für die herrschenden Klassen/Parteien im Eurozonenpräkariat ist es vernünftig, so wenig zu reformieren und zu ändern wie nötig, um die Geldgeber bei Laune zu halten und damit die Hoffnung zu verbinden, dass am Ende ein möglichst großer Teil der Rechnung bei den Gläubigern hängen bleibt. Für die Gläubiger hingegen wäre es unvernünftig, sich auf irgendeine Aufweichung der Verträge einzulassen, die am Ende nur zu einem Transfer von Vermögen zu den Schuldnerländern führen würde. Derzeit sind beide Seiten dabei, die Nerven der Gegenpartei zu testen, ob sie zuerst einknickt.

Die Politik dreht sich weniger darum, welche Lösungen für das große Ganze gangbar wären, sondern wer bei der anstehenden Verteilung der Lasten wie viel tragen muss. Das betrifft nicht nur die Verteilung unter den Ländern, sondern auch innerhalb: Arbeiter können in Form hoher Arbeitslosigkeit und sinkender Löhne zahlen, die Mittelschicht kann man mit einer Inflation ausbluten, die Unternehmen und Immobilienbesitzer kann man über höhere Steuern schröpfen, alle Arten von Gläubigern (die Wohlhabenden, aber auch die einfachen Inhaber von Lebensversicherungen oder Einzahler in Pensionsfonds) kann man durch Schuldenverzicht („Haircuts“) erleichtern, etc.

Aber kein demokratisch gewählter Politiker in Europa will diesen Verteilungskampf aussprechen und so saust das Schiff weiter auf die Klippe zu, an der es zerschellen und sinken wird, wenn nichts passiert. Denn, das sollte mittlerweile jeder mitbekommen haben, wir befinden uns mitten

in einem systemweiten „Bankrun“, der jederzeit ins Chaos umkippen kann.

In Österreich nennt man dieses Vorgehen, möglichst viele Lasten den Nachbarn aufzubürden, **Floriani-Prinzip** und führt es exemplarisch im Zusammenspiel mit den ehemaligen Kronländern vor. Die Ungarn genehmigen allen, die einen Fremdwährungskredit in Schweizer Franken aufgenommen haben das Privileg, die Kredite zu einem ausserordentlich günstigen Phantasiewechselkurs zurückzuzahlen. Das kostet Ungarns Banken fast nichts, die drei großen österreichischen aber jeweils bis zu einer Milliarde Euro. Daraufhin schreibt die österreichische Bankenaufsicht vor, Kredite nach Osteuropa nur noch aus Geld zu finanzieren, das dort auch als Einlage eingesammelt wurde - sodass im Fall einer Pleite nur örtliche Gelder und nicht auch österreichische betroffen wären. Das bedeutet, dass die für Osteuropa wichtigsten Banken dort praktisch kein Geschäft mehr machen können und die Wirtschaft ihre Kapitalarmut nun grausam zu spüren bekommen wird. Da Österreichs Banken nun aber auch zu Hause kaum noch Geld bekommen, hat die Raiffeisenbank versucht, aus Russland Einlagen nach Wien zu transferieren. Das allerdings wollen die Russen nicht, auch sie behalten ihr Geld lieber daheim und die Aufsicht hat den Transfer verboten. Jede Aufsicht missgönnt der anderen das Geld ihrer Sparer, und jeder sind die Probleme der anderen herzlich egal, solange das eigene Haus nicht brennt.

In einer solchen Situation kann es zum *Worst Case* kommen, über den wir uns normalerweise als eingefleischte Optimisten nicht den Kopf zerbrechen. Es könnte jemand in Griechenland oder sonstwo beschliessen, die Zone zu verlassen. Um den dann fälligen massenhaften Transfer von Geld aus Griechenland nach Deutschland zu vermeiden (wer tauscht schon gerne seine Euros in Drachmen ein?), müsste Griechenland, das das Geld

Euro 2012
(Stand: vor dem 9.12.2011)

Euroland bleibt zusammen

Die Peripherie tritt aus

Deutscher Weg

Griechischer Weg

Chaotischer Weg

Maßnahmen:

- Sparprogramme nach Art des IWF für die Peripherie
- Fiskalunion, d.h. Aufgabe der Souveränität der Parlamente über den Haushalt
- Anschließend finanzielle Hilfen durch Eurobonds und/oder die EZB

Maßnahmen:

- „Haircut“ auf die bestehenden Schulden der Peripherie
- EZB garantiert neue Staatsschulden
- Einführung von Eurobonds

Maßnahmen:

Alles bleibt, wie es ist, d.h.

- Deutschland bleibt bei der Bundesbank-Orthodoxie
- Die Peripherie setzt die fälligen Strukturreformen nicht um
- Der Run auf die europäischen Banken geht weiter

Konsequenzen:

- Lange und tiefe Rezessionen in der Peripherie, die auf den Kern Europas übergreift
- In der Peripherie starke Vermögensverluste und Lohnsenkungen
- Stärkere Besteuerung immobilien Vermögens
- Deflation

Konsequenzen:

- Je größer der Haircut, desto größere Teile des EU-Finanzsystems werden verstaatlicht
- Je kleiner der Haircut, desto größer der inflationäre Druck im Euroland (weil die Schulden dann „monetisiert werden“ müssen)
- Starke Vermögensverluste (durch Inflation o. Haircut)

Konsequenzen:

- Dramatischer Vermögensverlust und Arbeitslosigkeit in ganz Europa
- Verstaatlichung des Finanzsystems in Europa
- Panischer Geldtransfer von der Peripherie nach D. Dadurch hohe Inflation

Die Märkte:

- Deutsche Anleihen steigen
- Euro steigt
- Europäische Aktien fallen
- Gold und Immobilien fallen

Die Märkte:

- Deutsche Anleihen fallen
- Euro fällt
- Europäische Aktien steigen
- Gold und Immobilien steigen

Die Märkte:

- Deutsche Staatsanleihen steigen
- „Rest“-Euro steigt
- zunächst: Aktien und Rohstoffe fallen weltweit, Gold steigt
- nach der Abwertung: Aktien in der Peripherie steigen

dringend im Land braucht, die heimischen Konten im Vorfeld einfrieren. Spätestens dann werden sich Italiens und alle anderen Sparer denken, dass es nicht nötig ist zu warten, bis die eigenen Ersparnisse das selbe Schicksal erleiden. Dann kommt es zu einer europaweiten Geldschwemme nach Deutschland, gegen die es keine rechtliche Handhabe gibt, die zu kontrollieren die Technik fehlt und die so schnell gehen würde (Transfers dauern heute nur noch Sekunden), dass das ganze System implodieren würde.

Die praktischen Konsequenzen wären etwa dieselben wie bei der Aufspaltung der Donaumonarchie nach dem ersten Weltkrieg. Die Krone wurde damals physisch zunächst von den Nachfolgestaaten beibehalten, und jedes Land stempelte fürs Erste nur seinen Namen auf die zirkulierenden Banknoten. Die ungestempelten Noten waren mehr wert als die gestempelten, da die neuen Währungen mit begründetem Misstrauen beäugt wurden. So versuchte jeder, der noch alte Kronen hatte, diese vor den Behörden zu verbergen und am besten ins Ausland zu schmuggeln, wo die Krone noch offizielle Währung war. Ungarn hatte das Pech, als letztes Land im Jahr 1920 eine neue Währung einzuführen. Zu diesem Zeitpunkt war der größte Teil des k. u. k. Geldes dorthin geflossen und hatte eine gewaltige Inflation ausgelöst, die auch nach der Währungsreform anhielt und im Jahr 1927 zu einem Währungsschnitt von 12.500 zu eins führte.

Wir sind heute in einer Situation, in der **entscheidend ist, was die Politik macht**. Ob Aktien oder Anleihen steigen oder fallen hat wenig damit zu tun, ob die Unternehmenszahlen gut oder schlecht sind, sondern ob das Vertrauen in die Politik da ist oder nicht. Die Korrelationen zwischen den einzelnen Papieren sind extrem hoch, und Stock-Picking ist zu einer sinnlosen Übung geworden. Entsprechend sollte

man sich, anders als sonst üblich, zunächst über den Gang der Politik Gedanken machen, weil von nichts anderem abhängt, welche Asset-Klassen steigen oder fallen.

Aber selbst wenn man die Politik richtig zu lesen in der Lage ist, heißt dies noch lange nicht, dass daraus klar folgen würde, wie die Investmentpolitik aussehen sollte. Der Markt wird neben den politischen auch stark von technischen Faktoren bewegt, die mit den Fundamentaldaten der Wirtschaft ebenso wenig zu tun haben wie die Politik.

Für die **Portfolios** bedeutet dies, dass wir bei den Anleihen weiterhin die besseren Bonitäten bevorzugen, wobei wir beispielsweise Österreich für eine solche halten, auch wenn es für dortige Staatsanleihen mittlerweile ganz ordentliche Zinsen gibt. Deutsche Staatsanleihen (die Ende November mit -0,05% auf ein Jahr verzinst wurden), halten wir für kein gutes langfristiges Investment. Bei den Aktien schätzen wir Geschäftsmodelle, die schon viele Krisen überstanden haben (und auch diese überstehen werden), und das nicht zu sehr an das Wohlergehen der Zone gebunden ist (also eher Pharma als Versorger). Eine konkrete Prognose für das kommende Jahr abzugeben, kann sich aber niemand, der bei Verstand ist, trauen. Nur so viel ist sicher: es gibt keinen schmerzlosen Ausweg aus der Eurokrise. Keine Asset-Klasse muss werterhaltend sein. Für Aktien, Anleihen, Immobilien, Gold kann es gut, aber auch schlecht ausgehen. In einem Markt, der von der politischen Entwicklung abhängig ist (auch wenn die Politik es anders herum empfindet) helfen nur die breite Streuung und gute Nerven.

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