

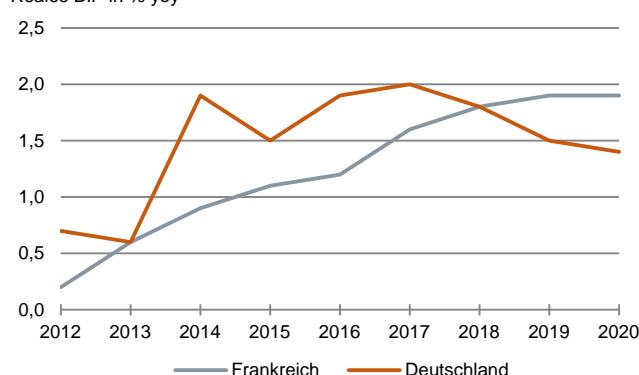
- › Deutschland fällt im wirtschaftlichen und politischen Machtgefüge in Euroraum zurück.
- › Das hängt unter anderem damit zusammen, dass andere Euroländer ihre Wirtschaft durch Reformen modernisieren, Deutschland aber nicht.
- › Das hat Konsequenzen für die künftige Struktur der Währungsunion.

Beim Ordnen meines Bücherschrances stieß ich dieser Tage auf ein interessantes Buch, das ich lange nicht in der Hand gehalten hatte. Es ist Mancur Olsons "The Rise and Decline of Nations" ("Aufstieg und Fall von Nationen"). Olson ist ein amerikanischer Professor und gehört zu den führenden Ökonomen des 20. Jahrhunderts. In dem Buch beschäftigt er sich mit der Frage, warum einzelne Volkswirtschaften zeitweise hohe Wachstumsraten haben und warum sie dann wieder zurückfallen.

Olsons These: Hohes Wachstum gibt es nur, wenn die Wirtschaft durch Reformen in Schwung gebracht wird. In ruhigen Zeiten gewinnen Interessengruppen immer mehr Macht und Einfluss. Sie höhlen den Wettbewerb als Wachstums treiber aus. Sie schwächen die Effizienz der Wirtschaft. Am Ende lässt die gesamtwirtschaftliche Dynamik nach. In einer stabilen Demokratie, so Olsons Schlussfolgerung, ist es auf Dauer unausweichlich, dass es zu Stagnation kommt.

### DEUTSCHLAND WIRD ABGEHÄNGT

Reales BIP in % yoy



Quelle: IWF

Man könnte es auch so formulieren: Stabilität ist gut. Sie erhält nicht nur den Geldwert. Sie bringt den Menschen in der Gesellschaft auch Sicherheit, Frieden und Ruhe. Der Preis aber ist, dass sie sich auf lange Sicht mit weniger Wohlstand abfinden müssen. Olsons politischer Ratschlag: "Ich bin der Überzeugung, dass eine kleine Rebellion hier und da etwas Gutes ist; sie ist in der Welt der Politik so notwendig wie Stürme in der physischen Welt".

Das Buch ist 1982 erschienen. Die Thesen passen aber immer noch. Man kann sie auch auf die aktuelle Situation in Deutschland anwenden. Vor 15 Jahren gab es in der Bundesrepublik die Hartz IV-Reformen, die die Verkrustungen des Sozialstaates aufbrachen. Das führte zu einem kräfti-

gen Wachstumsschub. Jetzt ist es damit vorbei. Die Bundesrepublik ist in die Phase der Stabilität eingetreten. Es gibt keine größeren Reformen mehr. Die Politik beschränkt sich weitgehend auf Wohltaten für die Wähler. Siehe der Koalitionsvertrag, der in Deutschland jetzt ausgearbeitet wurde.

»Eine kleine Rebellion hier und da ist etwas Gutes; sie ist in der Welt der Politik so notwendig wie Stürme in der physischen Welt.«

Aber, was Wunder, ganz entsprechend der Olsons'schen Theorie entstehen wieder Verkrustungen. Interessenverbände erstarken. Symptomatisch sind die ewig langen Verhandlungen über die Bildung einer neuen Regierung nach der letzten Bundestagswahl. Sie zeigten, wie schwierig Kompromisse zwischen den verschiedenen Lagern geworden sind.

Das gesamtwirtschaftliche Wachstum ist zwar noch hoch. Das liegt aber allein an konjunkturzyklischen Faktoren sowie der expansiven Finanzpolitik. Der langfristige Wachstumstrend ist schon seit einiger Zeit nach unten gerichtet.

Nun könnte man sagen: Ist doch nicht so schlimm. Warum braucht man hohe Wachstumsraten, wenn die Menschen zufrieden sind? Auch eine Gesellschaft braucht mal Ruhephasen. Das Problem ist nur: Wir haben wegen der Zuwanderung und wegen vieler gesellschaftlicher Spannungen durch die Flüchtlinge ohnehin keine Ruhepause. Zudem sind wir nicht allein in der Welt. Rund um Deutschland sind Länder, die sich derzeit in einer ganz anderen Phase der Entwicklung befinden. Sie sind in der Eurokrise zu Reformen gezwungen wurden, die sich nun in höheren Wachstumsraten auswirken.

In der Grafik habe ich die Verhältnisse in Deutschland und Frankreich nach den Prognosen des IWFs gegenübergestellt. In Deutschland gehen die Wachstumsraten zurück.

In Frankreich steigen sie an. Frankreich erlebt derzeit Ähnliches wie Deutschland vor 15 Jahren. Es bricht alte Strukturen auf, zerstört die Macht der eingefahrenen Interessengruppen und legt damit neue Wachstumskräfte frei. In diesem Jahr könnte es sein, dass Frankreich in Sachen wirtschaftlicher Dynamik an der Bundesrepublik vorbeizieht. Frankreich ist kein Einzelfall. In Spanien und Irland sind die Wachstumsraten aus ähnlichen Gründen schon vor ein paar Jahren hoch gegangen. Es gibt inzwischen im Euroraum nur noch drei Länder, die eine geringere Dynamik als Deutschland haben: Belgien, Portugal und Italien. Alle anderen wachsen schneller, selbst Griechenland. Bei vielen stehen Reformen dahinter, die das Wachstum ankurbelten. Deutschland hat Reformen in anderen Ländern angestoßen (wenn man will, vielleicht sogar erzwungen). Es hat aber nichts getan, um selbst Reformen auf den Weg zu bringen und damit wettbewerbsfähiger zu werden.

Jetzt kommt die Quittung. Deutschland fällt im innergemeinschaftlichen Machtgefüge zurück. Es wird im Euro bald nicht mehr das wirtschaftlich erfolgreichste Land sein. Das hat auch politische Folgen. Unabhängig von den Schwierigkeiten der Regierungsbildung wird die deutsche Kanzlerin nicht mehr die alleinige Führungsposition im Euro einnehmen.

Sie wird die deutschen Vorstellungen von der Zukunft der Union nicht mehr so einfach durchsetzen können wie bisher. Die Gemeinschaft insgesamt wird sich ändern. Sie wird weniger auf Austerität und fiskalpolitische Solidität setzen. Statt Disziplin wird Flexibilität eine größere Rolle spielen. Die Einflussmöglichkeiten der nationalen Parlamente (vor allem des deutschen Bundestages) werden geringer.

### Für den Anleger

Die Börsen stehen derzeit im Bann der Turbulenzen durch die hohe Volatilität. Sie interessieren sich im Augenblick nicht für die Veränderung der Machtpositionen in Europa. Das wird sich aber ändern. Wenn es wieder normalere Verhältnisse gibt, werden die Börsen der Re却mländer interessanter. Sie werden sich vermutlich relativ besser entwickeln und manchen Rückstand der letzten Jahre aufholen. Schauen Sie sich diese Länder an. Vor allem Frankreich müsste besser performen. Negativ ist die zu erwartende Aufweichung der Disziplin in der Währungsunion. Das müsste den Euro tendenziell schwächen. Es wird sich aber erst später auf die Devisenmärkte auswirken.

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: [martin.huefner@assenagon.com](mailto:martin.huefner@assenagon.com). Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com).

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

#### Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Es ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Dennoch können die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassung sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) trotz sorgfältiger Zusammenstellung der Informationen u.a. keine Gewähr oder Garantie für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Genaugigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit übernehmen. Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemitteilung dar, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen genügen und unterliegen nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Alle Meinungsaussagen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon-Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen. Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen unter Umständen gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- oder Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über derartige Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen jeweils (1) Informationen, deren Bereitstellung aufgrund einer Vertriebszulassung des jeweiligen Produkts erlaubt ist und (2) Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des U.S. Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieses Dokuments oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und Wesentliche Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com) erhältlich sind) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung. Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Informationsversorgung und Informationsbereitstellung und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Wert und Rendite der dargestellten Fondsprodukte, Wertpapiere und Finanzdienstleistungen können fallen und steigen und Anleger erhalten unter Umständen nicht den gesamten investierten Betrag zurück. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Berechnung der Wertentwicklung von Fondsprodukten erfolgt nach der BVI-Methode. Simulationen erfolgen auf Basis historischer Renditen. Ausgabeaufschläge und individuelle Kosten wie Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind in dieser Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken. Die Assenagon-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert noch weitergegeben, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen oder zu ersetzen und erheben nicht den Anspruch, alle etwa relevanten steuerlichen Aspekte zu behandeln, die im Zusammenhang mit dem Erwerb, dem Halten oder der Veräußerung von Fondsanteilen gegebenenfalls bedeutsam sein können. Die Ausführungen sind weder erschöpfend noch berücksichtigen sie etwaige individuelle Umstände bestimmter Anleger oder Anlegergruppen. Sie können eine einzelzufallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen. Sofern Teile oder einzelne Formulierungen dieses Haftungsausschlusses der geltenden Rechtslage nicht, nicht mehr oder nicht vollständig entsprechen, bleiben die übrigen Teile in ihrem Inhalt und ihrer Gültigkeit unberührt. Informationen in E-Mails sind vertraulich und ausschließlich für den Adressaten bestimmt. Jeglicher Zugriff auf E-Mails durch andere Personen als den Adressaten ist untersagt. Sollten Sie nicht der für die jeweilige E-Mail bestimmte Adressat sein, informieren Sie bitte unverzüglich den Absender und löschen die E-Mail aus Ihrem System. Jede Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe wie auch das Ergreifen oder Unterlassen von Maßnahmen im Vertrauen auf erlangte Information ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen, da E-Mails abgefangen und verfälscht werden oder Viren enthalten, zu spät oder unvollständig ankommen können.