

Weltwirtschaftliche Unsicherheiten belasten die Finanzmärkte: Private Investoren gehen auf Nummer sicher

# Die Katastrophe muß nicht morgen eintreffen

Von  
Ferdinand Lips

**M**it dem Crash vor rund eineinhalb Jahren wurde die Börse für viele private Anleger nach einem einträglichen Hobby zu einer kostspieligen Belastung. Und für viele wohlhabende Leute setzte nach einem schmerzlichen einmaligen Verlust auf Wertpapieren nur mühsam die Wende zum Besseren ein.

Die Finanzmärkte zeichnen sich seit her durch Unberechenbarkeit aus, und es fehlt ein einheitlicher Trend. Die Zeiten, in denen jede Anlageidee ein Volltreffer war, sind nur noch nostalgische Erinnerung. Die Unsicherheitsfaktoren wirtschaftlicher und politischer Natur lasten heute so schwer auf den Finanzmärkten, daß es meist nur zu kurzen Rallyes reicht. Diese werden postwendend durch Phasen großer Unsicherheit abgelöst.

In diesem Umfeld ist es schwierig, viel Geld zu verdienen. Bis sich der weitere Gang der Wirtschaft eindeutig abzeichnet, verläßt sich der private Investor mit Vorteil auf risikoarme Anlagemittel. Dies ist um so mehr anzuraten, als die Folgen einer falschen Strategie sehr teuer zu stehen kommen könnten.

Für den Anleger lautet die entscheidende Frage, was auf die einträglichen achtzigjährigen Jahre der Desinflation mit sinkenden Zinsen, hoher Liquidität,mäßigem Wachstum und haussierenden Finanzmärkten folgen wird. Je nach Antwort werden sich seine Dispositionen voneinander unterscheiden. Zur Auswahl stehen ihm in den Augen vieler Analytiker zwei negative Szenarien, nämlich Inflation oder Deflation.

Die weltweiten Probleme haben sich mittlerweile dermaßen akzentuiert, daß viele Prognosen mit erhöhten Turbulenzen rechnen. Besonders nach dem Börsencrash wird selbst der Katastrophenfall, sprich Depression, nicht mehr gänzlich ausgeschlossen. Eine Prognose über die künftige Entwicklung fällt nach einer kurzen Betrachtung der jüngsten Vergangenheit leichter. Die siebziger Jahre waren der Kulminationspunkt einer seit dem Zweiten Weltkrieg steigenden Inflationsspirale.

Mit der Aufhebung des Goldstandards 1971 verschwand die Disziplin gänzlich. Eine expansive Geld- und Kreditpolitik brachte zusammen mit zwei Erdölshocks eine unkontrollierbare Inflation. Die sehr starke Rezession von 1973 bis 1975 brachte nur einen kurzen Umbruch. Die aggressive expansive Politik in der Folge dieser Rezession legte vielmehr das Fundament für eine nochmalige Beschleunigung der Inflation.

Im Oktober 1979 wurde diese Phase ausartender Inflationsraten beendet. Die Finanzmärkte forderten mit Zinssätzen von 20 Prozent und einem haussierenden Dollar jene Disziplin zurück, die vor 1971 mit dem Goldstandard existiert hatte. Daß keine weltweite Finanzkrise mit verheerenden Auswirkungen folgte, war auf verschiedene Faktoren zurückzuführen. Einmal griffen die USA und der Weltwährungsfonds allen wichtigen Schuldner aggressiv unter die Arme. Dazu starteten die USA eine äußerst expansive Fiskalpolitik.

Im Gegensatz dazu hatte man anfangs der dreißiger Jahre mit einer noch restriktiveren Fiskalpolitik die Depression vertieft. Anfang der achtziger Jahre erlaubten zudem ein stärker werdender Dollar und sinkende Inflationsraten eine sehr lockere Geldmengenpolitik. Die fal-

lenden Zinsen stärkten den schwächsten Schuldner den Rücken. Und schließlich half der Importboom der USA Entwicklungs- wie Industrieländern besser auf die Beine.

In der Zwischenzeit sind die weltweiten Ungleichgewichte aber nicht kleiner geworden. Die Schuldenlast hängt wie ein Damoklesschwert über der Weltwirtschaft. Die „Knautschzone“ Liquidität ist vor allem in den USA sehr dünn geworden, wodurch die Verletzbarkeit der Unternehmen im Falle einer Rezession gewachsen ist.

## Die Verletzbarkeit der Unternehmen ist gewachsen

Die Unternehmen sind nach der längsten Wachstumsphase seit dem Zweiten Weltkrieg immer noch so stark „geleveraged“, daß viele unter ihnen eine Rezession nicht überleben würden. Im weiteren haben die USA mit ihrer expansiven Fiskalpolitik Budget- und Handelsbilanzdefizite aufgebaut, welche die Finanzmärkte immer stärker beschäftigen und verunsichern. Dabei belastet vor allem die Einsicht, daß ohne Krisensituation die US-Politik die notwendigen Maßnahmen zur entscheidenden Besserung nicht unternehmen kann und will.

Das Wechselkursproblem mit der tendenziellen Schwächeneigung des US-Dollars und der daraus resultierenden Problematik der Defizitfinanzierung durch das Ausland ist daher kaum aus der Welt zu schaffen. Ohne Abstimmung der Wirtschaftspolitik in den verschiedenen Ländern sind längerfristig keine stabilen Wechselkurse möglich.

Die gegenwärtig schwierige Situation charakterisiert sich durch hohe reale Zinsen. Die Finanzmärkte schauen den Wäh-

lungshütern genauestens auf die Finger. Eine Wachstumsbeschleunigung zieht unmittelbare Reaktionen im Zinsbereich nach sich und damit wieder ein Abkühlen der Konjunktur.

Vor diesem Hintergrund tastet sich die größte Wirtschaft der Welt auf einem schmalen Pfad in eine ungewisse Zukunft vor. Sobald die Wirtschaft zu schnell wächst und der Dollar zu schwach wird, sorgen Inflationsängste für höhere Zinsen. Eine langsamere Gangart weckt andererseits sogleich Befürchtungen einer Rezession oder gar Depression.

Angesichts der Verschuldungssituation stellen sich viele die Frage, wie groß die Gefahr einer ernsthaften Deflation ist. Unter Deflation versteht man dabei einen lang andauernden Umsatz- und Produktionsrückgang gekoppelt mit einem absolut rückläufigen Arbeitsplatzangebot sowie sinkenden nominalen Preisen und Löhnen.

Pessimistische Prognostiker machen auf die deflationären Folgen eines gleichzeitigen Bankrotts einer Reihe wichtiger Unternehmen aufmerksam. Auf bisherige Ernstfälle haben die zuständigen Behörden mit entschlossener Hilfe reagiert. Die Bereitschaft der Notenbanken, wenn nötig alle Schritte zu unternehmen, um eine um sich greifende Bankrottwellen aufgrund von Problemen in einzelnen Bereichen zu verhindern, ist heute gegeben. Insofern scheint hier die Gefahr erkannt. Allerdings ließe sich ein unvorhersehbarer Unfall vorstellen, der tatsächlich unabsehbare Folgen haben könnte.

Einen weiteren Gefahrenpunkt stellt die Möglichkeit dar, daß trotz zeitlicher Eingriffe der Notenbank das Vertrauen in das Finanzsystem schwindet. Die Nachfrage nach Bargeld würde in diesem Um-

feld schneller wachsen als ihr die Verantwortlichen nachkommen können. Das Geldhorten zöge einen Abfall der Umsätze nach sich und übe damit deflationären Druck aus. Die Notenbanken haben seit den dreißiger Jahren viel Erfahrung in der Geldmengensteuerung erworben. Und immer, wenn sich das Wirtschaftswachstum abschwächte und Arbeitsplätze verloren gingen, wurden antizyklische Ausgabenprogramme auf die Beine gestellt. Diese Programme wurden durch neu geschaffenes Geld finanziert, indem die Notenbank Treasury Bonds erwarb und damit die Bankreserven stiegen.

## Das Vertrauen in den Dollar scheint erschüttert

Die Angst der Deflationisten besteht nun aber darin, daß die Banken in diesem Umfeld keine kreditwürdigen Gläubiger mehr finden und anstelle neuer Kredite nur die eigenen Reserven häufen, wie sie dies 1932 bis Ende des Zweiten Weltkrieges bereits taten. Kaufkraft wird aber nicht nur durch die Ausgabe neuer Kredite der Banken an ihre Kunden geschaffen, sondern auch durch den Erwerb von Regierungstiteln durch das Bankensystem. Die Möglichkeit hatten die Banken bereits in den dreißiger Jahren, räumen die Pessimisten ein, und trotzdem kauften sie keine Regierungspapiere. Damals lagen aber die Zinssätze dieser Regierungstitel so tief, daß sich für die Banken Investitionen nicht lohnten.

Diese Situation ist heute natürlich anders. Außerdem wirkte 1930 das allgemein akzeptierte Mandat der Regierung, das staatliche Budget ausgeglichen zu halten, als Bremse zur Monetisierung der Regierungsschulden. Auch diesbezüglich hat sich das Bild gründlich geändert. In Zeiten einer Rezession würden wohl Programme zur Bekämpfung der negativen Auswirkungen von allen Seiten akzeptiert, auch wenn sich die Defizite dadurch noch gewaltig ausweiteten.

Unter den gegebenen Verhältnissen scheint eine ernsthafte Deflation auch im Falle einer Rezession wenig wahrscheinlich, obwohl die Gefahr angesichts eines Unfalles und schlecht reagierender Verantwortlicher niemals auszuschließen ist. Ohne aber auf eine Verschlechterung des politischen Klimas oder einen unvorhersehbaren Unfall zu spekulieren, sollte nicht mit einer Deflation gerechnet werden. Vielmehr das Gegenteil wird die größere Gefahr darstellen, nämlich eine ausartende Inflation.

Es zeichnet sich eine Entwicklung ab, in der eines Tages das Vertrauen der Gläubiger in den Dollar erschöpft ist, weil der Verschuldungsgrad zu hoch wird. Verschuldungsraten wie zum Beispiel Schulden per BSP oder Zinszahlungen per BSP verschlechtern sich in den USA drastisch. Obwohl diese Zahlen heute keineswegs schon dramatische Ausmaße aufweisen, läuft die Entwicklung in diese Richtung.

## Genauere Prognosen sind nicht möglich

Als Folge einer möglichen Vertrauenskrise in den Dollar resultieren sehr hohe Zinssätze, welche schließlich nur noch den Ausweg über die Hyperinflation offenließen. Denn leichter als ein Abfallen in eine lang andauernde Deflation läßt sich vorstellen, wie im Anblick einer katastrophalen Schuldnerkrise ein sehr aggressives Rettungsprogramm auf die Beine gestellt würde mit der Folge, daß die Wirtschaft mit Papiergeld überflutet wird. Das Resultat einer ausartenden Inflation gleicht dem der Deflation: Produktion, Arbeitsplätze und reales Einkommen werden auf ein Depressionsniveau schrumpfen.

Der unterschiedliche Weg zu diesem depressiven Zustand wird allerdings andere Anlageentscheidungen verlangen. Im Falle einer Deflation sind Regierungspapiere das erste Anlageinstrument, weil die Schulden zurückbezahlt werden und die Kaufkraft des Dollars steigt. Gold wird eine gewisse Zeit gegen den allgemeinen Preistrend laufen. Aber da Regierungspapiere Sicherheit und Ertrag bieten, würden sie das gelbe Metall ausstechen. In einem wirtschaftlichen Kollaps, der durch Hyperinflation ausgelöst würde, bieten Dollars und Wertpapiere in Dollars nur sehr unbefriedigenden Schutz gegen den Wertzerfall. Unter den bevorzugten tangiblen Werten wird Gold als historisch wichtigste Geldeinheit eine vorrangige Stellung einnehmen.

Die weltwirtschaftliche Entwicklung mit den vorhandenen Ungleichgewichten wird sich in den kommenden Jahren in schwierigen Finanzmärkten spiegeln. Eine genaue Prognose über Zeitpunkt und Art der Probleme ist unmöglich. Der Tatsache aber, daß mit Problemen zu rechnen ist, darf sich der Anleger nicht verschließen. Er muß seine Konsequenzen ziehen und in erster Linie auf mehr und bessere Qualität bauen. Obwohl der Katastrophenfall nicht bereits morgen eintreffen muß, wird sich eine Haltung über kurz oder lang bezahlt machen.

Der Autor ist Partner in der Firma Lips, Burkhardt und Partner AG, Vermögensverwaltungen, Zürich