

Die Zeitbombe Papiergeld

Die Jahre 1982-1988 haben viele grosse und kleine Vermögensbesitzer aufatmen lassen. Preise und Lebenshaltungskosten kamen nach einer langen Periode wachsender Teuerung einigermaßen zur Ruhe. Die Sparzinsen sanken zwar nach und nach, machten aber immerhin die Teuerung mehr als wett. Wer Obligationen und Renten-Titel verkaufen wollte, erzielte dafür sogar teilweise Erlöse über dem Nennwert. Vor allem aber warteten die Aktien-Märkte über Jahre hinweg mit ungewöhnlichen Kurssteigerungen auf. Bis zum Crash von 1987 konnte man durchaus den Eindruck gewinnen, als befände sich die Weltwirtschaft wieder auf Erfolgskurs und fest im Griff der Regierungen und Notenbanken.

Aber so ist es nicht. In unserem Geld tickt eine Zeitbombe: Es baut auf Schulden statt auf greifbare und verlässliche Werte, und kein Mensch und keine Wissenschaft dieser Erde können uns mit Sicherheit sagen, was wir in 1, 2, 5 oder 10 Jahren noch dafür bekommen werden. Das gilt nicht nur für unseren laufenden Bargeldbedarf, sondern auch für unsere Bank- und anderen Guthaben, für Staatsanleihen und private Schuldverschreibungen - für sämtliche auf unsere Währungen lautenden sogenannten Nominal-Guthaben und -Werte. Manche Vorzeichen für ihre Zukunft stehen ungünstig oder zweideutig, und manche Fachleute schütteln darüber bereits bedenklich den Kopf.

Schwierige Stabilisierung

Die Geldentwertung mottet in unseren Währungen wie ein untergründiges Feuer. Wir haben nur sehr geringe Chancen, sie in den Griff zu bekommen, und müssen sogar mit ihrem Wiederaufleben rechnen. Auch eine sachkundige Wahl unter allen uns zur Verfügung stehenden Währungen bringt uns keine Lösung: Währungsstabilität gibt es nicht mehr. Das ist die ernüchternde Bilanz aus acht Jahren eines internationalen koordinierten Feldzugs von Regierungen und Notenbanken gegen den Preisauftrieb. Er hatte im Jahre 1980 bei durchschnittlich zweistelligen Inflationsraten in den führenden Industrieländern begonnen und gipfelte Ende 1986 mit einem Verbraucherpreis-Anstieg um im Schnitt ~~noch~~ noch knapp 2,5 Prozent. Damit war seine Stosskraft auch bereits weitgehend erschöpft. Zum Jahresende 1987 betrug die Teuerung im Schnitt ~~...~~ wieder fast 4 Prozent und drohte mit einem weiteren Vormarsch.

Einige europäische und andere Hartwährungen gelten als Inseln in diesem Strom und verzeichneten 1986/87 vorübergehend zum Teil sogar eine winzige Kaufkraftsteigerung. Sie ergab sich jedoch praktisch ausschliesslich aus der Dollar-Verbilligung in dieser Zeit. Nachdem die amerikanische Währung an den

Devisenmärkten im Kurs wieder aufholte, verschwanden prompt auch die negativen Teuerungsraten; Preise und Lebenshaltungskosten stiegen wieder. Umgekehrt wirkt jede Dollar-Erholung dämpfend auf den Preisauftrieb in Amerika.

Die Wahl der richtigen Anlage-Währung kann die Inflations-Risiken einschränken, aber nicht ausschalten. Im Zeitraum von 1980 bis Ende 1987 schwankte unter den führenden Währungen die gesamte Teuerung zwischen 16,1 und 67 Prozent. Auf der Basis 1980 = 100 ergab sich die folgende Indexstand-Rangliste:

1. Japan	116.1	5. USA	139.0
2. Deutschland (BR)	121.9	6. Grossbritannien	151.7
3. Niederlande	122.7	7. Kanada	155.2
4. Schweiz	126.6	8. Frankreich	167.0

Grössere Verschiebungen der Währungsrelationen an den Devisenmärkten können diese Rangliste jedoch binnen weniger Jahre beträchtlich verändern.

Währung, die nicht währt

Für den Anleger zählt die langfristige Werterhaltung seines Vermögens und nicht ein kurzfristiger, vielleicht nur vorübergehender Erfolg der Teuerungs-bekämpfung. Vier Jahrzehnte fast unaufhaltsamer Kaufkraftverluste in der eigenen und Abwertungsverluste in fremden Währungen zehrten teilweise massiv an der Substanz und oft genug auch an den Nerven. Die ersten drei Viertel der Achtzigerjahre mögen im Vergleich dazu als Lichtblick erscheinen. Aber die reduzierten Teuerungsraten holen den früheren Kaufkraftschwund keineswegs auf - im Gegenteil: Unter dem Strich verbleibt dem Sparer eine weitere Schröpfung. Er hat deshalb allen Grund, nüchtern und vorsichtig zu bleiben.

Nach den Erfahrungen der letzten 40-50 Jahre verlieren auch die solidesten Währungen ungefähr alle zwanzig Jahre die Hälfte ihrer Kaufkraft. Diese schlimme Entwertung schaffen jährlich ziemlich genau 3,4 Prozent Teuerung. Ungefähr in diesem Bereich aber bewegen sich langfristig die beiden klassischen europäischen Hartwährungen. Die D-Mark verlor seit dem Jahr 1950 im Schnitt jedes Jahr 3,3 Prozent ihrer Kaufkraft. Der Schweizer Franken hielt sich in der gleichen Zeit zwar spürbar besser. Verfolgen wir ihn aber zurück bis zum Ausbruch des zweiten Weltkriegs im Sommer 1939, dann kommen wir im Schnitt auf eine jährliche Wertminderung von 3,7 Prozent. Der Musterknabe unter den Weltwährungen ist nach offiziellen Teuerungsraten heute nur noch knapp ein Fünftel so viel wert wie vor fünfzig Jahren. In Wirklichkeit stiegen die Lebenshaltungskosten um mehr als die offiziellen 425 Prozent; denn die amtlichen Statistiken berücksichtigen regelmässig den Bedarf von vorgestern statt den von heute. Dramatischer spiegel

etwa der Zürcher Baukosten-Index die hausgemachte Teuerung. Er fing im Jahr 1939 bescheiden bei 100 an und erreicht inzwischen die imposante Höhe von über 750 Punkten oder eine Steigerung um über 650 Prozent.

Die Entwicklung des Goldpreises bestätigt diesen Wertschwund, obwohl das gelbe Metall wegen seiner stark verminderten Produktionskosten eigentlich ein ganzes Stück billiger hätte werden können. Ein Kilogramm Gold kostete seit 1936 in der Schweiz - in Deutschland war der Handel unterbunden - knapp 4'900 Franken. Inzwischen kletterte sein Preis vorübergehend über 35'000 Franken und lag zuletzt weit über 20'000 Franken oder ziemlich genau auf 450 Prozent der Vorkriegs-, aber auch noch der Nachkriegszeit bis in die zweite Hälfte der Sechzigerjahre.

Die führende Währung der Welt, der US-Dollar, verlor nach diesem Vergleichsmassstab seit den Dreissigerjahren gar über elf Zwölftel seiner Kaufkraft: Statt 35 Greenbacks muss man heute rund 430 für eine Unze Gold auslegen. Und bei sehr vielen anderen Währungen sieht es für eine langfristige Substanzerhaltung noch verheerender aus. So besitzen das britische Pfund noch 7-8, der französische Franc noch 5,5 - 6 und die italienische Lira gar nur noch rund 3 Prozent ihrer Gold-Kaufkraft vor zwanzig Jahren.

Der grosse Immobilien-Boom

Wirtschaft ist ein dynamischer Prozess - manchmal langsamer, manchmal schneller. Ein halbes Jahrhundert steigender Preise prägt zunehmend die Erfahrungen der nachrückenden Generationen. Sie lernen hinzu und passen sich an. Nur das Tempo ist verschieden. Wer sich rasch umstellte, kam bei den rasanten Veränderungen der Nachkriegs-Jahrzehnte in Vorteil. Wer alte Prinzipien unentwegt hochhielt, geriet oft genug ins Hintertreffen, ob wir es wollen oder nicht.

Für die Kapitalanlage begann der grosse Lernprozess bei den Liegenschaften. Ihre Preise setzten sich nach Kriegsende schon bald in Bewegung. Sie stiegen und stiegen scheinbar unaufhaltsam Jahr für Jahr und oft beinahe Monat für Monat in ganz Europa und vor allem in den vom Krieg direkt oder indirekt betroffenen Gebieten. Wer Land besass oder kaufte, und sei es auch nur im weiteren Einzugsbereich von Städten und grösseren Ortschaften, brauchte nichts als genügend Geduld und Gelassenheit angesichts der sich überbietenden Angebote von Interessenten, um viel, viel Geld zu verdienen. Mitglieder kommunaler Behörden und ihre Freunde hatten es noch besser. Sie stiegen ein, wo es um die Einzonung von Bauland ging, und aus nach Erreichen der Baureife - und das oft drei, fünf oder zehnmal hintereinander. Wer dagegen zu spät mitbekam, was gespielt wurde, hatte das Nachsehen und musste hinterher teuer kaufen.

Im Immobilien-Boom der Nachkriegszeit wuchsen die ersten Tausende von Nachkriegs-Millionären heran. Allein von 1950 bis 1969 kletterten in der Bundesrepublik die Baulandpreise um das 27fache, und allein die Umwandlung von Acker- in Bauland brachte den glücklichen Eigentümern in nur zehn Jahren einen Wertzuwachs von 50 Milliarden D-Mark. Bauerwartungsland mittlerer Wohnlagen stieg von 1960 bis 1969 etwa in Worms von 3 auf 15, in Bonn von 6 auf 40 und in Stuttgart von 35 auf 85 DM je Quadratmeter, Rohbauland parallel dazu in Worms von 6 auf 22, in Bonn von 10 auf 65 und in Stuttgart von 60 auf 150 DM je Quadratmeter. Den grössten Sprung aber machten die Preise, wenn die Grundstücke baureif wurden: in Bonn von 25 auf 100 DM, in Stuttgart von 90 auf 250 DM.

In etwas ruhigerem Tempo flossen ähnliche Gewinne früher oder später fast überall in der Welt. In steuergünstigen Schweizer Gemeinden kletterten manche Grundstückpreise binnen 40-50 Jahren auf das Tausendfache, so in Küsnacht bei Zürich in einem Fall von 80 Rappen auf 800 Franken je Quadratmeter: Aus 1000 Franken wurde eine Million! In Berlin erhöhten^{sie} sich nach dem Abschluss des Viermächte-Abkommens zu Anfang der Siebzigerjahre in den bevorzugten Wohngebieten im Südwesten in knapp einem Jahr um 100 bis 150 Prozent. Amerikanisches Farm-

land verteuerte sich zwischen 1964 und 1975 um 161 Prozent, aber auch zwischen 1978 und 1981/2 kam es in manchen Anbaugebieten zu Preissteigerungen um 30-50 Prozent. Eine ausgesprochene Spätblüte erlebten Liegenschaften in städtischen Lagen in Japan: Allein im Jahre 1986 verdoppelten sich etwa in Tokio praktisch ihre Preise. Bis Ende 1987 waren aus den hundert . . . zweihundert Prozent Preissteigerung geworden. Die noch immer in flüssigen Mitteln schwimmenden japanischen Grossanleger und auch viele kleinere Investoren wandten sich nunmehr günstigen amerikanischen und anderen internationalen Immobilien zu - mit dem Ergebnis, dass auch deren Preise anzogen. In bevorzugten Gegenden Hawaiis stellten die nahen Asiaten bis zu 40 Prozent der Käufer, und Wohnhäuser verteuerten sich 1987 um bis zu 100 Prozent. Aber selbst in San Francisco und Los Angeles befinden sich bereits bis zu 30 Prozent der grösseren Gebäude fest in japanischen Händen.

Spekulation auf Wohlstand

Liegenschaften in bevorzugten Lagen erlebten auch früher schon Blütezeiten und stiegen anhaltend. In Zürcher Vororten kosteten . . . im Jahre 1880 eine Zweizimmerwohnung 100-120 und eine Vierzimmerwohnung rund 200 Franken Jahresmiete. Hundert Jahre Eigentum belohnten ihre Besitzer mit einer Steigerung der Mieteinnahmen auf das 70-100fache und des Objektwertes noch weit darüber hinaus. In der Nachkriegszeit verlief die Preisentwicklung dennoch ungleich explosiver und dramatisch. Das Wachstums-Potential von Jahrzehnten entlud sich mehr oder weniger in einem einzigen grossen Aufschwung - und damit schien seine Kraft auch schon wie erschöpft. Nach zwei Jahrzehnten eines ungestümen Bau-Booms begann sich in der deutschen Wohnungswirtschaft schon Anfang der Siebzigerjahre eine Beruhigung deutlich abzuzeichnen. Ungefähr ab 1974 stagnierten in weiten Teilen des Landes die Eigenheim- und Wohnungspreise, rutschten danach allmählich sogar ab und haben sich seither nie mehr voll erholt. Manche Bauherren mussten Preiseinbussen bis zu 40 Prozent und mehr hinnehmen, und selbst die Aktien-Hausse von 1982 bis 1987 vermochte den Liegenschaften-Markt nur bescheiden zu beflügeln. Ähnliches zeigt sich in engerem Rahmen auch in einer Reihe anderer europäischer Länder, vor allem im Bereich der Zweitwohnungen und von Siedlungen im Betonstil am Rande grosser Agglomerationen.

Grund und Boden zählt in normalen Zeiten zu den ausgesprochen langfristigen Kapitalanlagen. Zwischen den Preisvorstellungen eines willigen Käufers und dem Verkaufserlös unter finanziellem und Zeitdruck klafft eine gewaltige Spanne. Fehlgriffe kommen einem spontanen Käufer teuer zu stehen. Dutzende noch kaum

6

greifbarer Faktoren können die weitere Preisentwicklung beeinflussen. Liegenschaften als Anlage scheinen deshalb wie zugeschnitten auf einen ganz speziellen Typ des Investors: den umsichtigen, weit in die Zukunft blickenden und oft sogar schwerblütigen Beobachter, der, wenn es sein muss, jahrelang auch untätig bleiben kann. Der Immobilien-Boom der Nachkriegszeit gedieh im Keynes'schen Klima der Geldvermehrung: Sie produzierte überreichlich die flüssigen Mittel zur Finanzierung der steigenden Preise und während Jahrzehnten auch den Wohlstand, der Ansprüche und Erträge anhaltend wachsen liess. Die grosse Frage ist, wie lange eine Geldvermehrung auch den Wohlstand wachsen lässt. Zumindest Europas Grundstückspreise scheinen einige Skepsis darüber zu spiegeln.

Der Run auf Aktien

Neben Immobilien stiegen schon in den ersten Nachkriegsjahren auch Aktien zügig im Kurs. Aber sie taten es zunächst einmal in aller Stille, sozusagen unter Ausschluss der Öffentlichkeit. Im Blickpunkt standen Grundstücke, Bau-Boom und Mieten. Wohnen muss jedermann, Aktien besitzen nicht. Noch bis vor kurzem lieferten die Liegenschaften-Märkte auch bei weitem anschaulichere und lebensnahe Schlagzeilen als die Börsen: Wohnhäuser im Dutzend für je 1,2 mio Dollar bei Honolulu...Quadratmeterpreise von 5000 bis 7000 Dollar an der Park Avenue in New York...Verdreifachung japanischer Immobilienkäufe in den Vereinigten Staaten 1986, neue Verdoppelung 1987 - das interessierte jeden, und mit Recht. Zum Beispiel kosten sämtliche Grundstücke entlang der 1200 Meter langen Zürcher Bahnhofstrasse zusammengenommen 2,8 mrd Schweizer Franken oder rund 1,87 mrd US-Dollar. Japanische Käufer erwarben in den letzten zwei Jahren allein in den USA für mehr als den zehnfachen Betrag Liegenschaften - zu ungleich niedrigeren Preisen...

Die Börsen haben ihre Publikums-Wirkung inzwischen gründlich ausgeweitet - und damit auch ihr Gewicht in der Anlagewelt. An den bedeutenderen Wertpapiermärkten der Welt werden heute ^{Aktien von über 15'000 Publikumsgesellschaften} / ~~...~~ gehandelt. Die jährlichen Umsätze haben sich aus kleinen Anfängen auf zuletzt rund 5'390 Milliarden oder annähernd 5,4 Billionen US-Dollar Gegenwert entwickelt. Und sämtliche an Börsen kotierten Aktien besaßen Ende 1987 zusammengenommen den Wert von 7'282'360 Millionen US-Dollar. Würde man sie in Paketen von jeweils einer Million Dollar Gegenwert an die Bevölkerung verteilen, dann entstünden dabei 7'282'360 Dollar-Millionäre...

Ein halbes Jahrhundert Geldvermehrung und Geldentwertung haben uns gelehrt, unser Vermögen so weit wie möglich in geeigneten Sachwerten anzulegen. Aber wir lernten auch, Schulden zu machen - Schulden für gutes Geld, das später mit schlechtem Geld zurückbezahlt wird. Unsere Regierungen machten es uns ausgiebig vor.

Der Staat bedient sich

Die Herrscher früherer Jahrhunderte hatten es schwer. Unsere Geschichtsbücher schildern sie uns vielfach als mächtige Despoten. In Wirklichkeit waren sie im Vergleich zu unseren heutigen Regierungen oft arme Schlucker. Demokratische Regierungen des 20. Jahrhunderts trieben ihre Steuersätze in vielen Fällen bis auf 50, 60 oder 80 und in Extremfällen auf 97 Prozent der Einkünfte der Bürger. Ihre undemokratischen Vorgänger mussten sich mit dem "Zehnten" begnügen, und ihre Besteuerten hatten es im Umgang mit dem Steuervogt meist ungleich leichter als wir. Was sie von ihrem Aufwand damit nicht bezahlen konnten, mussten sie von den Fuggern, den Medici und anderen tüchtigen Geldverleihern borgen - und wehe, wenn sie ihnen keine ausreichenden Sicherheiten dafür stellen konnten! Heute machen die Banken zwar ebenfalls gute Geschäfte mit dem Schuldner Staat. Aber die grossen Financiers unseres Jahrhunderts sind die Notenbanken: Sie leihen den Banken frisch von der Notenpresse das nötige Geld, um die staatlichen Defizite zu finanzieren. Das nennt man die Unabhängigkeit der Notenbank.

Die neue Finanzierungsquelle lässt endlich die Regierenden voll zum Zuge kommen. Einfacher als über die 'unabhängige' Notenbank kann man Löcher im Staatshaushalt tatsächlich nicht mehr stopfen. John Kenneth Galbraith hat es im Blick auf die Verhältnisse in den Vereinigten Staaten einmal so beschrieben: "Das Schatzamt konnte jetzt beim Federal Reserve System (dem Notenbankapparat) Kredite aufnehmen - letzteres mochte im Prinzip noch so unabhängig sein, es konnte sich den Wünschen der Regierung einfach nicht verschliessen. Als Folge dieser Operation besass die Federal Reserve frisch gedruckte Obligationen, die Treasury hatte frisch gedruckte Noten der Federal Reserve..." Und selbst das moralische Alibi für die neue staatliche Selbstbedienung liess nicht lange auf sich warten: John Maynard Keynes lieferte es im Jahre 1936 mit seiner Forderung nach staatlicher Defizitwirtschaft bei Unterbeschäftigung. Der britische Staat dankte es ihm mit seiner Erhebung in den Adelsstand.

Der öffentliche Schuldenberg

Lord Keynes hätte sich seine Mühe ersparen können. Der Kreditschalter staatlich beherrschter oder reglementierter Notenbanken zog fast sämtliche Finanzminister dieser Erde sozusagen magisch in seinen Bann und eröffnete die wohl durchschlagendste wirtschaftliche Revolution aller Zeiten. Das meistzitierte und bedeutendste Beispiel dafür liefern die Vereinigten Staaten: In den zwölf Jahren vor der Gründung des Federal Reserve System, der Bundes-Währungsbehörde, erzielte der amerikanische Bundeshaushalt im Schnitt Ueberschüsse. Der höchste Fehlbetrag eines Jahres stellte sich auf 89 Millionen Dollar. Nach der Gründung des "Fed" im Jahre 1913 kam es unter dem Einfluss des ersten Weltkriegs bald zu bedeutenden Fehlbeträgen. Sie steigerten sich in den letzten 12 Jahren auf bis zu 100-200 Milliarden Dollar und in einem Fall sogar darüber.

(hier evt. aktualisierte Tabelle USA Haushalt aus Lips 1981 S.92 einfügen)

Einen grossen Teil der staatlichen Kreditaufnahmen finanzieren weltweit früher oder später die Anleger. Oeffentliche Anleihen kamen beispielsweise im Jahr 1987 im Gegenwert von zwischen 900 und 1'000 Milliarden US-Dollar an den führenden 35 Wertpapierbörsen der Internationalen Börsen-Vereinigung in den Handel. Den grössten Brocken hatte in diesem Jahr erstaunlicherweise Italien zu verdauen. Dort wurden Staatstitel im Nominalbetrag von insgesamt 327'537 Milliarden Lire oder umgerechnet gut 280 Milliarden US-Dollar neu kotiert. Hinter den USA folgte an dritter Stelle Japan mit umgerechnet 118 Milliarden US-Dollar neuen Emissionen öffentlicher Schuldner. Auf dem vierten Rang findet man nicht ganz unerwartet Mexiko mit öffentlichen Emissionen von über 78 Milliarden Dollar Gegenwert. Erst danach folgen Frankreich, Grossbritannien und Westdeutschland mit einschlägigen Beträgen zwischen 35 und 50 Milliarden US-Dollar

Solche Kreditaufnahmen liessen die öffentliche Verschuldung im Schnellzugstempo anschwellen: Sie hat sich in den zwanzig Jahren von 1965 bis 1985 vielfach verzehn-, verzwanzig- und in manchen Ländern sogar verfünffzig- oder annähernd ver Hundertfacht - und das auch in prosperierenden Industrieländern. Ein paar Schlaglichter:

<u>Schuldenstand der öffentlichen Finanzen</u>	<u>in Mrd.</u>	<u>1965</u>	<u>1985</u>
Deutschland (BR)	DM	61	747
Frankreich	FF	85	1'135
Italien	Lire	6'989	723'465
Dänemark	dKr.	5,5	469
Schweden	sKr.	7	650
USA	US-\$	323	2'409
Japan	Yen	494	179'531

Wie sicher sind öffentliche Anleihen?

Bei solchen Zuwachsraten hat sich inzwischen ein gigantischer Berg öffentlicher Zahlungsverprechen und -verpflichtungen aufgetürmt. Allein in den Vereinigten Staaten erreichte er Ende 1987 die Höhe von 1'346 Milliarden oder das 1,346-Millionenfache einer Million US-Dollar. Japan belegt Platz zwei dieser Rekord-Liste, bleibt jedoch mit 913 Milliarden US-Dollar Gegenwert unter der Billionengrenze. Es folgen Frankreich mit gut 299 und London mit 268 Milliarden Dollar Gegenwert. Dagegen hält sich die Bundesrepublik Deutschland mit nur rund 170 Milliarden bescheiden im Hintergrund. Im Welt-Total kommt die Internationale Börsen-Vereinigung per Ende 1987 auf ein ausstehendes Wertpapier-Volumen öffentlicher westlicher Schuldner von umgerechnet mindestens 3,5 Billionen US-Dollar. Auf ungefähr halber Höhe oder um einiges darunter bewegen sich vermutlich die anderweitig beanspruchten Fremdmittel öffentlicher Körperschaften. Beides addiert sich zu rund 5 Billionen Dollar öffentlicher Schulden zusammen.

Finanzminister pflegen von Amtes wegen einen gedämpften Optimismus, auch wenn es um die Rückzahlungsmöglichkeiten ihrer Verpflichtungen geht. Man ist in ihren Kreisen "in", wenn man bei dieser Gelegenheit auf die Höhe des Bruttosozialprodukts oder allenfalls des Nettosozialprodukts, des Volkseinkommens nach Abzug von direkten Steuern, Sozialversicherungsbeiträgen und anderen Zahlungen, verweist. Zumindest in den führenden westlichen Industrie- und Agrarländern hält sich die öffentliche Verschuldung tatsächlich in der Regel unterhalb des jährlichen Brutto- und Nettosozialprodukts; eine Ausnahme macht Italien:

<u>1985 / Land</u>	<u>in Mrd.</u>	<u>BSP</u>	<u>NSP</u>	<u>öff.Schuld</u>	<u>in % NSP</u>
Deutschland (BR)	DM	1'847	1'423	747	52
Frankreich	FF	4'570	3'434	1'135	33
Italien	Lire	678'953	553'961	723'465	131
Dänemark	dKr.	588	438	469	107
USA	US-\$	3'988	3'176	2'409	76
Japan	Yen	317'252	250'949	179'531	72

Das scheinen beruhigende Zahlen. Eine Verschuldung bis zur Höhe eines Jahreseinkommens oder auch um einiges darüber nimmt auch ein verantwortungsbewusster Geschäftsmann unter Umständen in Kauf, und seine Bank zieht gegen angemessene Sicherheiten mit. Zumindest in unseren Breiten stehen den öffentlichen Verpflichtungen auch bedeutende öffentliche Aktiven gegenüber.

Aber dieses sozusagen statische Momentbild kann sich ändern, unterliegt der Dynamik der weiteren Entwicklungen. Noch finden unsere Regierungen genügend Sparer und Anleger, die ihnen die benötigten Mittel gegen eine bescheidene Verzinsung kurz- oder langfristig vorstrecken. Wird es aber auch in Zukunft dabei bleiben?

waren noch immer gut viermal so viel. Führende und international repräsentative Börsen sind dagegen ein ganzes Stück weiter. In London steht das Verhältnis nur noch 62 : 37 zugunsten öffentlicher Schuldner, in der Schweiz gar 89 : 11. Selbst wenn man die Ausland-Anleihen weglässt, überwiegen hier-private Schuldner bei den Neu-Kotierungen im Verhältnis 3:1.

Wohlstand auf Pump

Oeffentliche und private Kreditaufnahmen läppern sich zu einem enormen Schuldenberg zusammen. Wahrscheinlich überblickt ihn niemand in der Welt; falls wenige Eingeweihte an den Schlüsselstellen der Macht es tun sollten, ziehen sie es jedenfalls vor, sich in Schweigen zu hüllen. Den brauchbarsten Anhaltspunkt für eine Schätzung liefert die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in Basel in ihren Jahresberichten. Danach reichten Finanzierungen über Banken und durch Anleihen in den bedeutenderen Wirtschaftsnationen der freien Welt Ende 1987 im Betrag von netto 2'920 Milliarden US-Dollar über die Ländergrenzen hinaus. Die Inland- oder Binnenverschuldung liegt nach aller Erfahrung um ein Mehrfaches höher. Die Finanzstatistiken der OECD darüber sind jedoch untereinander ungenügend vergleichbar und werden nur in Lokalwährung geführt. Man kann die gesamte Weltverschuldung aber bei aller Vorsicht auf mindestens 7 und eher 10-12 Billionen US-Dollar veranschlagen. Allein in der kleinen Schweiz erreicht sie zurzeit rund 500 Milliarden Franken.

Diese astronomischen Zahlen besitzen auch ihre irdische Dimension. Jeder einzelne Bewohner dieser Erde vom Säugling bis zum Greis ist im Welt-Durchschnitt mit 1'300 -2'000 US-Dollar verschuldet, jede vierköpfige Familie mit 5'000-8'000 Dollar. In Wirklichkeit konzentriert sich die Verschuldung im wesentlichen auf Industrieländer und erreicht hier weit höhere Durchschnittswerte je Kopf der Bevölkerung. Ein extremes Beispiel dafür ist die Schweiz mit rund 80'000 Franken Gesamtverschuldung pro Kopf. Auf die vielzitierten Entwicklungsländer entfallen knapp 1'400 Milliarden Schulden, also lediglich 13-20 Prozent der Welt-Schuldenlast. Wegen des niedrigen Volkseinkommens wiegen sie in diesen Ländern allerdings besonders schwer.

Die Wirtschaft zieht nach

An den Spitzen des Staates werden am meisten Schulden gemacht. Das war im Altertum und im Mittelalter so und ist es auch heute. Das Besondere an unserer Gegenwart liegt darin, dass das staatliche Beispiel in breiteren Kreisen zu zünden begonnen hat: Die Wirtschaft lernt rasant hinzu.

Für den konservativen Anleger hat sich nicht allzu viel verändert. Das Kursblatt beginnt wie eh' und je mit den Staats-Anleihen, da und dort ergänzt durch die Emissionen von Bahn und Post. Es folgen die Titel anderer öffentlicher und ihnen nahestehender Schuldner. Irgendwann im hintern Teil folgen ausländische Anleihen, an ihrer Spitze wiederum die öffentlicher Schuldner. Nur dazwischen und am Schluss fand im wesentlichen Neues statt. Die Liste der Anleihen privater Schuldner hat sich binnen weniger Jahre fast explosionsartig ausgedehnt und ausserdem fast exotisch aufgefächert: Da gibt es Wandelanleihen, Optionsanleihen mit oder ohne Optionsscheine, auf fremde Währung lautende Anleihen, Doppelwährungsanleihen mit vorzeitigen Kündigungsmöglichkeiten beider Seiten, Anleihen mit variablem Zinssatz und da und dort sogar Doppelwährungs-Wandelanleihen. Und genau auf diese Bereiche des Kurszettels konzentriert sich mehr und mehr auch das Publikumsinteresse.

Das ist erst die Hälfte der Wahrheit. Die andere Hälfte befindet sich ausserhalb der Reichweite unserer Kurszettel: Das Zentrum des heutigen Anleihens- und Emissionsgeschäfts hat sich längst weit von unseren klassischen Börsen und ihren amtlich festgehaltenen Umsätzen und Notierungen wegverschoben. Es liegt am Euro- und parallelen Märkten, fern von althergebrachten Steuern und überholten Vorschriften. Und dort haben sich staatliche und staatlich garantierte neue Titel-Angebote inzwischen zur Ausnahme entwickelt; den Löwenanteil neuer Gelder nehmen private Emittenten auf. Von ~~ca~~ um die 40 Euro-Anleihen einer Woche legen öffentliche Schuldner oder ihnen nahestehende Institutionen oft nur 3-5 zur Zeichnung auf.

Internationale Statistiken spiegeln die Umwälzung der letzten 10-20 Jahre nur verschwommen wieder. Der hohe Finanzierungsbedarf der amerikanischen, der japanischen und mancher anderer Regierungen und andere Einflüsse verschleiern das Bild. Die unvollständige Uebersicht der Internationalen Börsen-Vereinigung über neu kotierte Anleihen im Jahre 1987 registriert neu kotierte private Inland-Anleihen im Gegenwert von rund 134 mrd US-Dollar. Rechnet man dazu noch die Hälfte der neu kotierten Ausland-Anleihen, dann kommt man auf 224 mrd Dollar. An Anleihen öffentlicher Schuldner wurden rund 908 mrd Dollar neu kotiert. Das

Verschuldung im Lawinentempo

Noch beeindruckender als die Höhe ist das Tempo der Welt-Verschuldung oder genauer gesagt ihre ungebrochene Beschleunigung bis hinein in unsere Gegenwart. Ihre Dramatik steigerte sich in drei Etappen:

1. In der ersten Phase begleitete die Kreditexpansion mehr oder weniger das Wirtschaftswachstum und die Geldentwertung. Im Jahre 1924 erreichten Europas Schulden insgesamt 142 Milliarden Goldmark. Die USA waren damals Nettogläubiger; dritte Nationen spielten wirtschaftlich bestenfalls eine untergeordnete Rolle. Die Gesamtverschuldung der Welt muss demnach wesentlich unter 1'000 Milliarden Goldmark oder rund 230 Milliarden US-Dollar gelegen haben. Das entsprach ungefähr einem Dreissigstel bis einem Fünfzigstel oder 2 bis 3,3 Prozent der heutigen Verschuldung. Binnen gut 60 Jahren wuchs der Welt-Schuldenberg also um 3'000-5'000 Prozent oder kaufkraftbereinigt auf 600-1'000 Prozent.
2. In den frühen Achtzigerjahren beschleunigte sich die Verschuldung weit über die wirtschaftliche Entwicklung hinaus. Parallel zum gebremsten Wirtschaftswachstum hielten sich zwar Banken und andere direkte Kreditgeber mit Ausleihungen zurück. Aber das Anlagepublikum sprang an ihrer Stelle bereitwillig ein. An den Anleihensmärkten schwollen Neu-Emissionen aller Art rapid an. So vervierfachte sich beispielsweise in den vier Jahren 1983-1986 das Volumen der Euromarkt-Anleihen.
3. Der Crash vom Herbst 1987 beflügelte nach einer kurzen Atempause erneut die Kreditbeanspruchung. Das Jahr schloss mit einem neuen Emissionsrekord. Aber auch die Banken wurden wieder aktiver; ihre Auslandforderungen nahmen per Saldo um weitere 5 Prozent zu. Das erste Halbjahr 1988 stellte selbst das hohe Emissionsvolumen von Januar bis Juni 1987 in den Schatten - mit einer erneuten Steigerung von 90,23 auf 96,33 Milliarden US-Dollar Gegenwart. Der Markt für syndizierte internationale Kredite erlebte in der gleichen Zeit gar ein explosives Wachstum von mehr als 100 Prozent. Auslöser waren vorwiegend Uebernahmen und Fusionen internationaler Industriekonzerne, die über solche Kredite finanziert wurden.

Securitisation

Die zweite Phase dieses an eine Lawine erinnernden Geschehens brachte ein viel verwendetes neues Schlagwort hervor: Die Umwandlung von direkt gewährten Krediten der Banken und anderer grosser Darlehensgeber in börsengängige Wertpapiere wurde unter der Bezeichnung Securitisation zu einem Standardausdruck des Kreditwesens. Dabei geht es durchaus nicht immer nur um das Ziel einer besseren Handelbarkeit oder Manövrierfähigkeit, sondern oft genug auch um die Abwälzung von Schuldner-Risiken auf weniger kompetente oder informierte Geldgeber.

*noch
Kredit*

Deflation

13

Kredit beruht auf Vertrauen und zählt deshalb an und für sich zu den willkommensten Früchten einer arbeitsteiligen Wirtschaft der Spezialisten - für Geldbeschaffung wie für Geldverwendung. Je mehr Vertrauen, desto mehr Kredit. Was aber geschieht, wenn das Vertrauen aus irgendeinem Grunde zusammenbricht oder auch einfach nicht unbeschränkt immer weiterwächst, sondern auch wieder einmal abnimmt? Wie sollen die Schuldner zum Beispiel ihre fälligen Anleihen zurückzahlen, wenn sie die Mittel dafür nicht/durch neue Anleihen beschaffen können?

Die Geschichte kennt nur eine Antwort auf diese Frage: Das ganze hochgetürmte Kreditgebäude bricht wie ein Kartenhaus zusammen, und ein Grossteil der nicht gesicherten Forderungen geht unwiederbringlich verloren. Bis die Schuldner neues Vertrauen und damit neuen Kredit gewinnen können, verrinnen Monate oder Jahre, in denen die Wirtschaftstätigkeit weitgehend gelähmt oder reduziert ist. Dem Kreditkollaps folgt auf dem Fuss die Depression, und damit wird ein neuer Anfang noch weit schwieriger. Und bei der intensiven internationalen Verflechtung der nationalen Volkswirtschaften kann der Zusammenbruch in einem einzigen Land die ganze Welt mit in den Strudel reissen. Die grosse Depression der Dreissigerjahre wurde zum tragischen Lehrbuchbeispiel dafür. Sie ruinierte Hunderttausende von Existenzen, machte viele Millionen Menschen arbeitslos und schuf das politische Klima, in dem jene Diktaturen gross wurden, die später den zweiten Weltkrieg heraufbeschworen.

Einige Fachleute rechnen sehr ernsthaft mit der Möglichkeit einer Wiederholung dieses Geschehens - aus ganz unterschiedlichen Ueberlegungen. Der amerikanische Währungsexperte John Extér zum Beispiel sieht die grösste Gefahr in der verbreiteten Finanzierung langfristiger Investitionen durch kurzfristige Gelder. Der kritische Punkt ist jeweils erreicht, wenn die kurzfristigen Zinssätze das Niveau der langfristigen übersteigen. Dann kommt es zu einer Kreditklemme, welche die am wenigsten liquiden Schuldner am stärksten trifft. Sie löst eine Rezession aus, und zwar umso heftiger, je höher die Zinssätze steigen und je länger die Kreditmärkte in ihrer Krisensituation gefangen bleiben. Der bekannte amerikanische Hochschuldozent Ravi Batra führt Depressionen primär auf extreme Vermögenskonzentrationen in wenigen Händen und entsprechende Disparitäten der Vermögensverteilung zurück. Er stellt in den späten Achtzigerjahren ein rapides Anwachsen dieser Disparitäten und auch anderer Begleitsymptome fest und schliesst daraus auf eine neue Depression im Jahre 1990. Zu allem Ueberfluss stiess Batra auf einen regelmässigen 30-Jahre-Rhythmus der amerikanischen Konjunktur. In diesem Rhythmus kann ein einzelnes Wellentief zwar ausfallen bzw. überspielt

14

werden wie zu Beginn der Sechzigerjahre. Nach der Analyse des Bestsellerautors holt dann jedoch das folgende Tief alles nach und fällt desto einschneidender aus. In ihrem jährlichen Welt-Entwicklungsbericht warnte im Sommer 1988 aber sogar die Weltbank in Washington vor der Möglichkeit einer weltweiten wirtschaftlichen Klimaabkühlung. Sie sprach dabei aus verständlichen Gründen allerdings nur von einer Rezession und nicht einer Depression.

Versuchung Notenpresse

Die Mehrheit der Fachleute schliesst einen Kreditkollaps und eine Depression heute mehr oder weniger aus, und zwar letzten Endes im Vertrauen auf die Kraft der Notenpresse. Sie vermag, was der Goldwährung und dem Goldstandard versagt blieb: Liquidität aus dem Nichts zu schaffen und sie vorzustrecken, wo immer eine Illiquiditäts-Krise droht. Sie hat in der Sicht dieser Fachleute der Welt die Prosperität der Nachkriegszeit beschert, Banken in einer ganzen Reihe von Fällen vor einem Sturm der Sparer auf ihre Auszahlungsschalter, Grossunternehmen vor einem verhängnisvollen Zusammenbruch und bedeutende öffentliche Schuldner vor der Zahlungsunfähigkeit bewahrt. Ohne sie hätte - wiederum in dieser Sicht - der Ausbruch des ersten wie auch des zweiten Weltkriegs Staaten und Volkswirtschaften reihenweise zusammenbrechen lassen.

Es steht fest, dass es seit den Dreissigerjahren keine grössere nationale oder gar internationale Deflation und Depression mehr gegeben hat. Das 19. Jahrhundert erlebte grössere wirtschaftliche Zusammenbrüche und Paniken noch reihenweise. Vor allem die Vereinigten Staaten mit ihrem noch dezentral von den Gliedstaaten abhängigen Geldwesen und ihrer teilweise masslosen Gründungs-Spekulation wurden davon fast regelmässig geschüttelt. In den Jahren 1819 und 1837 brachen abrupt die Grundstücks- und 1857 die Bahn-Spekulation vorübergehend zusammen, die letztere mit der Folge einer ausgewachsenen Welt-Krise. In den Jahren 1873 und 1893 und in geringerer Masse auch 1884 erschütterten panikartige Verkaufswellen die damals von Bahn-Aktien beherrschten amerikanischen Börsen. Die Baisse von 1884 folgte auf die Gründungs-Krise von 1883 in Deutschland; dort hatten die französischen Kriegsentschädigungs-Zahlungen ein kurzlebigen Gründungsfieber ausgelöst. Und noch im Jahre 1907 kostete in den USA und zum Teil anderswo eine wilde Verkaufspanik an den Börsen und unter prominenten Banken hohe Opfer.

Inflation

Man kann sich fragen, ob unser Papiergeld den Teufel mit dem Beelzebub vertrieben hat. Die Notenpresse führt Regierungen fast unweigerlich immer wieder in Versuchung und die Wirtschaft damit in abgrundtiefe Gefahren. Das klassische Beispiel dafür gab die Inflation der deutschen Währung in den frühen Zwanzigerjahren. Der erste Weltkrieg hatte die deutschen Staatsschulden von rund 5 auf über 105 Mrd. Mark im März 1919 anschwellen lassen, und die Notenbank hatte den

Geldumlauf von 5-6 auf fast 33 mrd Mark hochschnellen lassen, um den Banken und ihrem Publikum die Zeichnung von Staatsanleihen zu ermöglichen. In der Folge stiegen, vor allem nach Kriegsende und bis Frühjahr 1920, die Preise im Schnitt auf das Vierzehnfache der Vorkriegszeit.

Aber das war erst das Vorspiel. Gewaltige alliierte Reparationsforderungen, wachsende Zweifel an der Politik der Weimarer Republik, steigende Einkommens- und Gewinnsteuern und ^{haussierende} Weltmarktpreise erstickten nach und nach die Hoffnungen auf eine Wende zum Bessern. Nach über einem Jahr der Preisstabilität zwischen Frühjahr 1920 und Sommer 1921 begann eine neue Teuerungswelle um 100 Prozent binnen weniger Monate, und immer mehr Deutsche traten die Flucht in die Sachwerte an. Jetzt schien es kein Halten mehr zu geben: Bis Ende 1922 hatten sich die Preise nochmals vervierzigfacht, und eine Mark war weniger wert geworden als ein Pfennig vor dem Krieg. Am Tage der Währungsreform, dem 20. November 1923, wurde alles umlaufende Geld als gesetzliches Zahlungsmittel ausser Kraft gesetzt und je Billion Mark durch eine Rentenmark ersetzt. Sein ohnehin schon geringer Wert war im Laufe des Jahres 1923 um annähernd 999'999'999 Milliardstel weiter geschwunden.

*heraus
11-12-20
Edelmann*

Weil ausländische Banknoten inmitten dieser galoppierenden Geldentwertung als werterhaltendes Tauschmittel galten, standen sie besonders hoch im Kurs. Die New York Times berichtete Ende Oktober 1923 von einem Ausländer, der in einem kleineren Berliner Restaurant eine Dollarnote vorwies und alle Gerichte bestellte, die er dafür bekommen konnte. Man bediente ihn grosszügig, aber als er wieder gehen wollte, erschien der Kellner mit einem Teller Suppe und einem weiteren Hauptgericht, verbeugte sich und erklärte höflich: "Der Dollar ist soeben wieder gestiegen."

Die Mark-Inflation von 1921-1923 brachte vor allem ältere Menschen und Haushaltungen um ihre gesamten Ersparnisse und damit in eine verzweifelte Lage. Geschäftstüchtige Einheimische und Fremde erstanden von solchen Bedrängten in vielen Fällen unverhältnismässig günstig Wohnungseinrichtungen, Gemälde, Familienerbstücke und selbst Grundbesitz. Im Verlauf verbot die Regierung den Export persönlicher Wertsachen, und Reisende mussten beim Verlassen Deutschlands ihr Gepäck öffnen und die Beute abliefern. Die besten Geschäfte aber machten in den letzten Wochen Druckereien: Jede verfügbare Druckwerkstatt mit den nötigen Einrichtungen war vollauf damit beschäftigt, Geld zu drucken, das dann waggonweise unter die Leute gebracht wurde.

Der Oel-Schock

Der Mark-Inflation von 1918-23 folgte innerhalb einer Generation jene der Nachkriegszeit 1945-1948. Man hat beide Währungszusammenbrüche mehr oder weniger als eine deutsche Sonderentwicklung aufgefasst; andere Währungen litten zwar ebenfalls, konnten sich aber ohne Währungsschnitt auffangen. In Wirklichkeit ging die Welt seither mindestens einmal knapp an einer Inflation vorüber, und seltsamerweise hielt sich der neue Teuerungsschub fast exakt an den Rhythmus, dem schon die beiden Nachkriegs-Teuerungen gefolgt waren: Zwischen 1918-1923 und 1945-1948 liegen im Schnitt 26 Jahre. Weitere 26 Jahre später folgte die Teuerung der frühen Siebzigerjahre, die im ersten Oelpreisschub von 1973 gipfelte. Ihre Nachwehen zogen sich allerdings bis in den Beginn der Achtzigerjahre hinein.

Der Oelpreis-Schock gilt als eine Frucht des Zusammenschlusses führender Oel-Förderländer zu einem wirksamen Preiskartell nach Jahrzehnten der Marktbeherrschung durch private Oel-Multis, die sich auf weltweite Verteilerorganisationen stützen konnten. Aber das ist nur die halbe Wahrheit. In Wirklichkeit lösten die westlichen Verbraucher-Nationen selbst die Hausse aus. Bis ungefähr zur Mitte der Sechzigerjahre hielten Wiederaufbau, Modernisierung und Rationalisierung die Wirtschaft praktisch auf Vollbeschäftigung. Dann liess ihre Triebkraft nach, und in der Vollbeschäftigung zeigten sich die ersten kleineren Lücken. Jetzt begannen die Notenbanken mehr Geld in Umlauf zu bringen; Vollbeschäftigung war ein erklärtes Ziel ihrer Politik. Aber die Keynesianer erlebten ihre erste Enttäuschung: Statt auf die Beschäftigung wirkte die Geldvermehrung vor allem auf die Löhne und danach auch auf die Preise. Noch 1967 bis 1969 waren die Lebenshaltungskosten zum Beispiel in der Bundesrepublik Deutschland nur um jährlich 1 1/2 bis 2 Prozent gestiegen. Drei Jahre später erreichte die Jahresteuerung in der D-Mark 5,5 Prozent und in der Schweiz fast 7 Prozent. Erst danach setzte sich auch der Oelpreis in Bewegung.

Jetzt liefen in manchen Notenbank-Zentralen die Telefone heiss. Die massive Verteuerung des lebenswichtigen schwarzen Saftes drohte die Lebenshaltungskosten in die Höhe zu jagen. Nur entschlossene Bremsmanöver unter kräftiger Erhöhung der Zinssätze konnten das Unheil noch abwenden. Aber das hätte den Konsum harsch zurückgeworfen und die Wirtschaft in noch grössere Schwierigkeiten gestürzt. Dafür wollte niemand die Verantwortung übernehmen. Der Geldhahn wurde im Gegenteil weiter aufgedreht als zuvor, damit der Mittelumlauf auch noch zur Bezahlung der höheren Energierechnungen reichte, und die Teuerung beschleunigte sich weiter. Die Erdöl-Scheichs lernten ihre Lektion rasch. Sie sahen, dass sie ihre Preise gefahrlos höher und immer höher ziehen konnten - wenn ihre Abnehmer

*zu hoch!
Kauf 2000*

17

nicht bezahlen konnten, liehen ihre Notenbanken ihnen das Geld dazu...und dieses Geld wurde überdies immer weniger wert. So kletterte der Rohöl-Preis erst von weniger als 3 auf 12 und bis 1980 auf 40 US-Dollar je Fass.

Inzwischen bekamen es immer mehr Besitzer von Geld und Geldwerten mit der Angst zu tun und begannen in Scharen in Sachwerte zu fliehen. Im Januar 1980 erreichte Gold, noch 14 Jahre zuvor zu 35 US-Dollar gehandelt, einen Unzen-Preis von 850 Dollar. Das Geldwesen drohte ausser Rand und Band zu geraten. Unter der energischen Führung des amerikanischen Notenbank-Präsidenten, eines erfahrenen Politikers, warfen sämtliche Währungshüter in letzter Minute das Steuer herum - von Inflation auf messerscharf dosierte Deflation. Das Publikum reagierte wie erwartet. In kräftigen und dennoch nicht verheerenden Schüben kamen die Edelmetallpreise wieder herunter und fingen sich ungefähr bei 300 Dollar wieder auf. Ihnen folgten zögernd nach und nach auch die Erdölpreise. Die Operation war gelungen, die Weltwirtschaft für einmal gerettet.

Stop and go

Wunder geschehen nicht alle Tage und schon gar nicht auf Bestellung. Das haben in banger Stunden und gelegentlich Wochen und Monaten auch unsere Notenbanker gelernt. Manche haben sich längst angewöhnt, den Geldhahn sozusagen Tag und Nacht im Griff zu behalten, um nach Bedarf jederzeit ein wenig auf- oder zuzudrehen, noch ehe Inflation oder Deflation dramatisch überhandnehmen. Die Briten haben dieser Politik die ironische Bezeichnung stop and go angehängt, und tatsächlich verläuft die Geschichte der Nachkriegswirtschaft ab 1948/49 in einem fast rhythmischen und nur durch besondere Ereignisse unterbrochenen Wechsel von Grün- und Rotlicht-Signalen, von Expansion und Rezession. Zwar bekehrten sich viele führende Währungshüter spätestens nach ihren schlimmen Erfahrungen der Siebzigerjahre offiziell zum sogenannten Monetarismus oder genauer zu einer modischen Variante davon, die ein nur geringes, aber möglichst stetiges Geldmengenwachstum propagiert. Aber die Verhältnisse erweisen sich regelmässig als stärker denn der gute Wille, und die sogenannte Verstetigung ist bis heute ein ferner Wunschtraum geblieben.

Aber wie alles hat auch die Politik des stop and go ihre erfreuliche Seite:

Informierte Anleger verdanken ihrem Wechsel bedeutende Gewinne. Liquidität, verfügbares Geld, mag für alle Teile der Wirtschaft etwas wie ein Lebenssaft sein. Bei weitem am stärksten aber hängen die Anlagemärkte von ihm ab. Nichts vermag Wertpapierkurse so zu beflügeln wie die Aussicht auf einige Jahre lockerer Geldpolitik der Notenbanken, nichts sie so zu drücken wie die Erwartung einer anhaltenden Liquiditätsanspannung. Ein Blick auf die Kursschwankungen des amerikanischen Dow Jones Industriekapital-
1971-1987 und zu ihrer Erklärung auf die Diskontsatz-Entwicklung der Vereinigten Staaten in der gleichen Zeit:

(Hoppenstedt-Charts)

Das Gewinn-Potential dieser Kursschwankungen erreichte 1957-1987 Prozent bei den Industrie- und gar Prozent bei den noch konjunkturrempfindlicheren Dow Jones-Transportwerten. Es ergibt sich aus den Kursschwankungen zwischen den in der folgenden Tabelle unterstrichenen Extremwerten einer ein- oder mehr-jährigen Kursbewegung.

(Anmerkung Schaub: Bei Interesse rechne ich gerne alles durch.)

Yearly Highs and Low of Dow Jones Stock Averages									
The table below lists the yearly high and low range based upon the closing average for each day during the year.									
Year	INDUSTRIALS				TRANSPORTATION				
	High	Date	Low	Date	High	Date	Low	Date	
1968	2158.61	July 5	1879.14	Jan. 20	308.45	July 5	737.57	Jan. 21	
1967	2722.42	Aug. 25	1738.74	Oct. 19	1161.26	Aug. 14	661.00	Dec. 4	
1966	1855.57	Dec. 2	1502.29	Jan. 23	865.74	Dec. 4	688.97	Jan. 10	
1965	1553.19	Dec. 16	1184.96	Jan. 4	723.21	Dec. 16	593.03	Jan. 4	
1964	1298.64	Jan. 6	1088.57	July 24	612.83	Jan. 9	444.03	July 25	
1963	1287.28	Nov. 29	1027.04	Jan. 3	612.57	Nov. 23	434.24	Jan. 3	
1962	1870.55	Dec. 27	776.82	Aug. 12	464.55	Dec. 7	292.12	Aug. 12	
1961	1824.05	Apr. 27	824.01	Sept. 25	447.28	Apr. 16	335.48	Sept. 25	
1960	1800.17	Nov. 20	759.13	Apr. 21	425.88	Nov. 28	333.59	Mar. 27	
1959	897.61	Oct. 5	796.67	Nov. 7	271.77	Aug. 15	205.78	Feb. 27	
1958	907.74	Sept. 8	742.12	Feb. 28	261.49	Sept. 4	198.31	Mar. 9	
1957	999.75	Jan. 3	800.35	Nov. 2	246.64	May 18	196.60	Oct. 25	
1956	1014.79	Sept. 21	858.71	Jan. 2	237.93	Dec. 31	175.69	Jan. 2	
1955	881.81	July 15	633.64	Jan. 2	174.57	Nov. 17	146.47	Jan. 2	
1954	881.66	Mar. 13	577.60	Dec. 8	202.45	Jan. 3	125.93	Oct. 3	
1953	1051.70	Jan. 11	788.31	Dec. 5	226.18	Jan. 2	151.37	Aug. 22	
1952	1036.27	Dec. 11	889.15	Jan. 26	275.71	Apr. 7	212.24	Oct. 20	
1951	850.82	Apr. 28	197.97	Nov. 23	248.33	Sept. 7	169.70	Jan. 4	
1950	842.30	Dec. 29	431.16	May 26	183.37	Jan. 5	118.69	July 7	
1949	968.85	May 14	769.93	Dec. 17	278.88	Feb. 7	169.93	Dec. 17	
1948	985.21	Dec. 3	825.15	Mar. 21	279.48	Dec. 2	214.58	Mar. 5	
1947	942.08	Sept. 25	768.41	Jan. 3	274.49	Aug. 4	205.18	Jan. 3	
1946	995.15	Feb. 9	744.22	Oct. 7	271.72	Feb. 15	184.24	Oct. 7	
1945	969.26	Dec. 31	846.59	June 28	249.53	Dec. 17	187.29	June 28	
1944	881.77	Nov. 18	746.08	Jan. 2	224.91	Oct. 28	178.81	Jan. 3	
1943	767.21	Dec. 18	546.79	Jan. 2	178.45	Dec. 18	142.93	Jan. 2	
1942	726.81	Jan. 3	525.78	June 26	149.83	Feb. 2	114.85	Oct. 1	
1941	734.91	Dec. 13	518.25	Jan. 3	152.82	Oct. 11	131.64	Jan. 2	
1940	863.47	Jan. 5	568.55	Oct. 25	160.43	Jan. 3	123.27	Sept. 29	
1939	679.26	Dec. 31	574.46	Feb. 9	173.26	July 8	148.66	Nov. 17	
1938	282.65	Dec. 31	438.89	Feb. 25	157.91	Nov. 19	98.89	Jan. 2	
1937	329.77	July 12	419.79	Oct. 22	157.67	Jan. 10	92.67	Dec. 24	

Das ist natürlich ein sehr theoretisches Ergebnis. Nahe daran herankommen können allenfalls Notenbank-Insider und ihre informierten Freunde - falls sie von ihrem Wissen Gebrauch machen (was in grossen Teilen Europas auch nach den neuen Insider-Bestimmungen noch straffrei bleibt). Dennoch bestimmt der Kurs der Notenbank-Politik entscheidend die grossen Kursbewegungen an den Börsen, und das Verständnis ihrer Mechanismen sichert dem Anleger ein weit überdurchschnittliches Ergebnis.

Das Urteil der Geschichte

Unser Papiergeld ohne Einlösbarkeit in Gold und der Keynesianismus sind inzwischen gut fünfzig Jahre alt geworden, und dennoch hat die Geschichte ihr Urteil über beides noch nicht endgültig gesprochen. Wir verdanken beidem den grössten, längsten und einschneidendsten Boom aller Zeiten. Aber nicht einmal er hat eitel Freude ausgelöst, sondern unzählige Probleme aufgeworfen oder verschärft. Die Reaktionen der jungen Generation und unserer Umwelt auf seine Hektik nähren schon heute manche Zweifel an der Weisheit unserer Währungsbehörden. Er hat uns auf einen Schuldenberg geführt, von dem noch immer niemand weiss, wie wir ihn je wieder abtragen können. Er hat die Zahl der Erdenbewohner verzweieinhalbfacht und zugleich ihre Ansprüche höher geschraubt. Auch diese Politik lässt sich, gelinde gesagt, nicht beliebig weitertreiben - ganz abgesehen davon, dass sie uns nicht unbedingt auch glücklicher gemacht hat.

Für den Vermögensbesitzer und Investor haben sich die Reize des Neuen inzwischen einigermaßen gelegt oder verflüchtigt. Periodische Kursschwankungen wie unter der stop and go-Politik gab es auch früher, ein Wachstum in einem menschlichen statt im Eilzugstempo ebenfalls - wozu also der aufwendige Umweg über die Entwertung unseres Geldes, über eine halsbrecherische Verschuldung der Weltwirtschaft und über eine masslose Aufblähung der Staatseinflüsse auf uns alle? Gold haben unsere Währungshüter als Wertmesser ihrer Währungen zwar offiziell abgesetzt. Aber inoffiziell regiert es dennoch ihr Denken und Handeln. Sie ziehen die Kreditzügel an, sobald es steigt, und lockern sie, wenn der Unzenpreis wieder herunterkommt. Wozu also Papiergeld und wozu Keynes? Ist wieder einmal ausser Spesen nichts gewesen?

Wir haben das staatliche Geld-Monopol in den letzten fünfzig Jahren teuer bezahlt. Aber haben wir die Politik auf Pump auch schon fertig bezahlt? Oder kommt das dicke Ende erst noch hintennach? Kann unsere staatliche Währungspolitik über Jahrzehnte hinweg die tief in uns verwurzelten Anschauungen von Treu und Glauben und noch vieles mehr auf den Kopf stellen, ohne dass das sich irgendwann bitter rächt? - Die hohe Kassahaltung vieler grosser und

kleineren Investoren, die auffällige Vorliebe für kurzfristige Anlagen, der langfristig unentwegt steigende Goldpreis und der Crash von 1987 verraten ein hohes Mass von Skepsis in der Anlagewelt. Prominente Notenbanken verhalten sich vorsichtig wie schon lange nicht mehr. Ihr Schweigen scheint schwer in der Luft zu hängen. Nur die "Bank der Banken", die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in Basel verriet in ihrem Jahresbericht vom 13. Juni 1988 ihre Gefühle beim Rückblick auf das abgelaufene Geschäftsjahr: "Bestürzung und Erleichterung zugleich". Ihre Bestürzung galt dem Crash vom Oktober 1987, ihre Erleichterung der Tatsache, dass er die Wirtschaft nicht mit in den Strudel riss. Das sagt alles.

Die Schwachstelle unserer Demokratien

Unsere demokratischen Staaten und ihre Institutionen wurden im 20. Jahrhundert ^{unseren} zu/Schuldner in einem Ausmass wie ihre Vorgänger nie zuvor. Ihre Anleihen liegen in den Depots der kleinen Sparer wie der Institutionen von der Pensionskasse bis zur Lebensversicherung und bilden bei beiden Gruppen den Schwerpunkt - nicht immer aus freier Entscheidung der Betroffenen, sondern oft erzwungen durch amtliche Definitionen der Mündelsicherheit usw. Selbst die privaten Beiträge an die obligatorische Altersvorsorge wandern in die Staatskasse und werden dort nicht etwa zinstragend angelegt, sondern nach dem sogenannten Umlageverfahren postwendend an die älteren Jahrgänge ausbezahlt. Wir mögen unsere Guthaben noch so weit streuen auf die staatliche, die betriebliche Altersvorsorge und private Ersparnisse - unser empfangender Partner bleibt fast immer die öffentliche Hand. Selbst unsere Bankguthaben stehen und fallen letzten Endes mit der Bonität des Schuldners Staat. Denn ihm hat auch unsere Hausbank in der Regel einen gewichtigen Teil ihrer Mittel direkt oder indirekt anvertraut. Unsere Demokratien haben unser Schicksal auf Gedeih und Verderb an das ihre gekettet.

Die Mehrheit der Bürger hat dieses Spiel im Vertrauen auf die Bonität des Staates mitgespielt. Aber um diese Bonität ist es weit schlechter bestellt, als unsere Staatsdiener und Politiker zu glauben scheinen. Denn sie beruht auf dem Anspruch unserer Staatwesen auf Steuern und andere Abgaben, und für diesen Anspruch gibt es keine rechtlich einwandfreie Grundlage. Es kann sie gar nicht geben; denn gültig über sich selbst bestimmen und damit auch ein Gemeinwesen begründen oder sich ihm anschliessen können nur freie Menschen. Das Gemeinwesen kann ihnen seine Dienste und Dienstleistungen anbieten und dafür Gegenleistungen verlangen. Aber es kann niemanden, der sie gar nicht will, dennoch zu Gegenleistungen zwingen

Handwritten notes:
die Freiheit
18

Unsere heutigen Demokratien verdanken ihre Entstehung einer bewussten Täuschung der Bürger durch führende Politiker und einem Kuhhandel zur Gewinnung einer Mehrheit. Die Gründungsgeschichte der Vereinigten Staaten, des Vorbilds aller späteren Gründungen, lässt dies deutlich erkennen. In ihrer ersten Phase schwebte prominenten Beteiligten noch ein Zusammenschluss Freier zum Schutze der Freiheit vor, mit Zwangsbefugnissen des neuen Gemeinwesens ausschliesslich gegen Menschen und Mächte, die ihrerseits die eigene Freiheit verletzten. Sie unterlagen bald gegen eine Phalanx von Konservativen, Opportunisten und Machtgewohnten, die mit dem Ruf nach Einigkeit und Geschlossenheit das Bestimmungsrecht der Mehrheit auch über Minderheiten durchsetzten. Ihre Bemühungen, die Bürger über diesen grundlegenden Verstoss gegen das Grundprinzip der Freiheit zu täuschen, gipfelten in der Präambel der Verfassung "Wir, das Volk der Vereinigten Staaten...", die sich willkürlich über alle Vorbehalte und eigenen Rechte der Minderheit und Minderheiten hinwegsetzte und auch ihnen die Verfassung aufzwang. Die Mehrheit der Bürger nahm diesen Verstoss gegen ihre eigenen Freiheitsideale aus purem Eignennutz hin, weil er die andersdenkenden Minderheiten in den Dienst der Mehrheitsinteressen zwang und die Mehrheit damit entlastete. Aehnliches spielte sich später auch bei den weiteren Demokratie-Gründungen ab.

Das scheinen vorderhand praxisferne und wenig bedeutsame Erkenntnisse zu sein. Sie können aber fast über Nacht das Vertrauen der Anlagewelt in Staatsanleihen und Währungen, Zahlungsverprechen staatlicher Notenbanken, erschüttern, sobald sie auch nur öffentlich zur Diskussion gestellt werden. Denn die Bonität unserer Staatstitel und Banknoten hängt letzten Endes von der Sicherheit der staatlichen Steuerquellen ab, und sie gerät mit einer solchen Diskussion unweigerlich in ein ganz neues Licht. Alles weitere ergibt sich mehr oder/zwangsläufig: Zuerst verkaufen wenige Informierte ihre Titel und Nominalwerte aller Art und zeichnen auch neue Emissionen nicht mehr. Ihre Abgaben drücken die Kurse und das veranlasst wiederum weitere Investoren zur Zurückhaltung und zu Nachforschungen. Das Ergebnis ist verstärkter Kursdruck. Behördliche Stellungnahmen und Dementis verschlimmern die Situation, statt sie zu verbessern; denn sie fachen die öffentliche Diskussion über die Grundlagen unserer Demokratien nur zusätzlich an.

Die gefährlichste Phase erreicht diese Entwicklung, wenn auch die breite Masse der Bürger an der Sicherheit ihrer freiwilligen und Zwangsparnisse zu zweifeln beginnt. Denn damit setzt sich der Vertrauenszerfall nicht nur fort, sondern er löst auch politische Erschütterungen aus, die unsere Staatswesen vollends lähmen oder sogar spalten können. Die weiteren Folgen kann man sich als Vermögensbesitzer wie als Bürger nur mit Entsetzen ausmalen.