

Ricardo Cordero (Hrsg.)

DÉJÀ-VU?

Lehren aus historischen Wirtschaftskrisen
für eine zukunftsorientierte Anlagestrategie

Mit Beiträgen von
Ricardo Cordero
Patrick Erne
Christof Reichmuth
Tobias Straumann

Verlag Neue Zürcher Zeitung

Bei der Erstellung dieser Studie haben wir uns bemüht, alle enthaltenen Angaben sorgfältig zu recherchieren und zu verarbeiten. Dabei wurde zum Teil auf Informationen und Daten Dritter zurückgegriffen. Allfällige Schlussfolgerungen und Fazite basieren zudem auf den im Sommer 2012 vorliegenden Informationen und Daten. Daher kann nicht ausgeschlossen werden, dass einzelne Angaben sich insbesondere durch Zeitablauf oder infolge von wirtschaftlichen, gesetzlichen oder politischen Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben kann daher keine Gewähr übernommen werden.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

© 2012 Reichmuth & Co Privatbankiers, Luzern,
und Verlag Neue Zürcher Zeitung, Zürich

Lektorat: Jens Stahlkopf, Berlin | www.lektoratum.com
Umschlaggestaltung: Maike Hamacher, www.buero146.ch
Gestaltung, Satz: Claudia Wild, Konstanz
Druck, Einband: Kösel GmbH, Altusried-Krugzell

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine Vervielfältigung dieses Werkes oder von Teilen dieses Werkes ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen des Urheberrechtsgesetzes in der jeweils geltenden Fassung zulässig. Sie ist grundsätzlich vergütungspflichtig. Zuwiderhandlungen unterliegen den Strafbestimmungen des Urheberrechts.

ISBN 978-3-03823-818-8

www.nzz-libro.ch
NZZ Libro ist ein Imprint der Neuen Zürcher Zeitung



Inhaltsübersicht

Vorwort	15
Danksagung	19
1 Prolog: Die Rückkehr der Geschichte	21
2 Krisentyp 1: Hyperinflation – dargestellt am Beispiel Deutschlands 1922/23	33
3 Krisentyp 2: Depression – dargestellt am Beispiel der USA 1929–1933	75
4 Krisentyp 3: Zwillings- und Drillingskrise – dargestellt am Beispiel der Asienkrise Ende der 1990er-Jahre	109
5 Krisentyp 4: Stagflation – dargestellt am Beispiel der USA in den 1970er-Jahren	149
6 Wo stehen wir im Sommer 2012?	185

7 Was passierte während Bankenkrisen?
Ein Vergleich historischer und aktueller Beispiele 193

8 Lehren aus historischen Wirtschaftskrisen
für unsere zukunftsorientierte Anlagestrategie 227

9 Anhang 243

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	15
Danksagung	19
 1 Prolog:	
Die Rückkehr der Geschichte	21
1.1 Ausgangslage	21
1.2 Krisentypen	23
1.2.1 Hyperinflation	23
1.2.2 Depression	25
1.2.3 Zwillings- und Drillingskrisen	27
1.2.4 Stagflation	29
1.3 Von der Vergangenheit zur Gegenwart	31
 2 Krisentyp 1:	
Hyperinflation – dargestellt am Beispiel Deutschlands 1922/23	33
2.1 Ausgangslage	33
2.2 Was ist eine Hyperinflation?	34
2.3 Wie kam es zur Hyperinflation in Deutschland?	34
2.4 Beginn der Hyperinflation	36
2.5 Das Deutsche Reich verliert den Krieg	37
2.6 Weimar – Wirtschaftskrise in Phasen	38
2.6.1 Phase I: Stabilisierung und «Wirtschaftswunder» trotz Niederlage	38
2.6.2 Phase II: Das Ende des «Wirtschaftswunders» und der Weg zur Hyperinflation	40

2.7	Wirtschaftliche Effekte der Hyperinflation	42
2.7.1	Deutschland verarmt	42
2.7.2	Die Mark zerfällt, die Inflation nimmt ihren Lauf	43
2.7.3	Flucht in Sachwerte	46
2.7.4	Aktien	48
2.8	Kann der Wertzerfall der Mark und Hyperinflation allein mit wirtschaftlichen Faktoren erklärt werden? ..	51
2.9	Wege aus der Krise	52
2.9.1	Die Währungsreform von 1923	52
2.9.2	Der Dawes-Plan	54
2.10	Wer waren die Gewinner, wer die Verlierer der Krise?	54
2.11	Zurück zum Start – wirtschaftliche Entwicklungen ...	56
2.11.1	BIP und Arbeitslosigkeit	56
2.11.2	Inflation	57
2.11.3	Zinsen	57
2.11.4	Aktien	58
2.11.5	Gold	60
2.12	Müssen wir wieder mit einer Hyperinflation rechnen?	60
2.12.1	Entwicklung der Staatsverschuldung in ausgewählten Ländern	66
2.12.2	Entwicklung der Geldmengenausweitung	68
2.12.3	Welche Indikatoren gilt es zu beobachten?	70
2.13	Fazit	72

3 Krisentyp 2:

Depression – dargestellt am Beispiel der USA 1929–1933	75
3.1 Ausgangslage	75
3.2 Was ist eine Depression?	76
3.3 Wie kam es zur Grossen Depression in den USA?	76
3.3.1 Die Prosperität während der Goldenen Zwanziger- jahre – «buy now, pay later»	76
3.3.2 Der Black Thursday und der Black Tuesday	77
3.4 Beginn der Grossen Depression	78

3.4.1	Der Börsencrash geht weiter	78
3.4.2	Korrektur am Immobilienmarkt	80
3.4.3	Der «Teufelskreis der Verschuldung» und Deleveraging	81
3.4.4	Bankenkrisen und Kontraktion der Geldmenge	82
3.4.5	Weitere wirtschaftliche Effekte der Depression	83
3.5	Der Goldstandard als Transmissionsmechanismus der Depression	86
3.6	Zusammenbruch internationaler Kapitalflüsse und Bankenkrisen weltweit	87
3.7	Das Smoot-Hawley-Gesetz und der Zusammenbruch des Welthandels	89
3.8	Wege aus der Krise	90
3.8.1	Bank Holiday	90
3.8.2	Aufgabe des Goldstandards und Währungsabwertung	90
3.8.3	Der New Deal	94
3.8.4	Fehler in der Umsetzung – die Rezession von 1937/38	94
3.8.5	Ausbruch des Zweiten Weltkriegs und Eintritt der USA in den Krieg	96
3.9	Entwicklungen an den Finanzmärkten	97
3.9.1	Aktien	97
3.9.2	Immobilien	98
3.9.3	Gold	100
3.10	Strukturreformen	101
3.11	Müssen wir wieder mit einer Depression rechnen? ...	102
3.11.1	Diverse Länder des Westens – eine Ansammlung massiver Schulden	103
3.11.2	Erkenntnisse	105
3.12	Lösungsansätze	106
3.12.1	Währungsabwertungen	106
3.12.2	Strukturreformen und wirtschaftliche Stimulierungs- programme	107
3.13	Fazit	108

4 Krisentyp 3:

Zwilling- und Drillingskrise – dargestellt am Beispiel

der Asienkrise Ende der 1990er-Jahre 109

4.1	Ausgangslage	109
4.2	Was ist eine Zwilling- beziehungsweise Drillingskrise?	110
4.3	Wie kam es zur Asienkrise?	110
4.4	Der Weg zum Boom	112
4.5	Was machte die Region anfällig für eine Korrektur? ...	113
4.5.1	Ausgeprägte Leistungsbilanzdefizite einiger Länder . .	113
4.5.2	Starke Abhängigkeit von kurzfristigen ausländischen Kapitalflüssen	114
4.5.3	Zunehmende Verschuldung des Privatsektors	116
4.5.4	Schwache Aufsicht und Regulierung des Finanzsystems, strukturelle Schwächen	116
4.5.5	Überbewertete Märkte, vor allem Aktien und Immobilien	117
4.5.6	Quasi fixes Wechselkursregime	117
4.6	Der Weg zum Bust	119
4.7	Wirtschaftskrise in Phasen	120
4.8	Wirtschaftliche Effekte der Asienkrise und Wege aus der Krise	121
4.8.1	Währungen – Aufgabe der «Quasi Pegs» und massive Währungsabwertungen	121
4.8.2	Zinsen	124
4.8.3	Aktien	126
4.8.4	Gold	130
4.8.5	Reales BIP	132
4.8.6	Inflation	134
4.8.7	Leistungsbilanzen	135
4.9	Die Rolle des IWF zur Überwindung der Asienkrise . .	140
4.9.1	Multi- und bilaterale Finanzierungsprogramme	140
4.9.2	Austeritätsprogramme	141
4.9.3	Geld- und fiskalpolitische Massnahmen	141

4.9.4	Strukturreformen	142
4.9.5	Probleme bei der Umsetzung der Hilfsprogramme	143
4.10	Müssen wir wieder mit einer Zwillings- oder Drillingskrise rechnen?	144
4.10.1	Die Peripherieländer Europas – eine Ansammlung an Leistungsbilanzdefiziten	145
4.10.2	Lösungsansätze	146
4.11	Fazit	147

5 Krisentyp 4:

Stagflation – dargestellt am Beispiel der USA

in den 1970er-Jahren		149
5.1	Ausgangslage	149
5.2	Was ist eine Stagflation?	150
5.3	Wie kam es zur Stagflation?	150
5.4	Waren die Erdölschocks für die Stagflation wirklich verantwortlich?	151
5.5	Die Rolle des Erdöls	153
5.5.1	Zunehmende Bedeutung der OPEC	153
5.5.2	Der Jom-Kippur-Krieg – Auslöser der ersten Erdölkrise	154
5.5.3	Die islamische Revolution und die zweite Erdölkrise ..	155
5.6	Wirtschaftliche Effekte der Stagflation am Beispiel der USA	156
5.6.1	BIP und Konsumentenpreise	156
5.6.2	Industrieproduktion, Arbeitslosenrate und privater Konsum	157
5.6.3	Aktien	159
5.6.4	Immobilien	163
5.6.5	Gold	164
5.7	Ansteckung	167
5.8	Wege aus der Krise – Massive Straffung der Geldpolitik durch Paul Volcker	168
5.9	Volkswirtschaftliche Effekte	169

5.10	Effekte auf die Finanzmärkte	171
5.10.1	Währungen	171
5.10.2	Aktien	172
5.10.3	Gold	174
5.11	Weitere Entwicklungen	175
5.12	Müssen wir wieder mit Stagflation rechnen?	176
5.12.1	Aussichten für Wirtschaftswachstum	176
5.12.2	Aussichten auf Inflation	177
5.12.3	Wirtschaftliche Entwicklung in den kommenden Jahren (2013–2015)	178
5.13	Fazit	180
5.14	Schlussfolgerungen – Lehren aus volks- wirtschaftlicher Sicht	181
6	Wo stehen wir im Sommer 2012?	185
6.1	Ausgangslage	185
6.2	Wo stehen wir im Sommer 2012?	185
6.2.1	Hyperinflation mit anschliessender Währungsreform .	186
6.2.2	Depression	187
6.2.3	Zwillings- und Drillingskrise	187
6.2.3.1	Wer entscheidet über den Austritt	189
6.2.4	Stagflation in den USA, Grossbritannien sowie Mittel- und Nordeuropa	189
6.3	Fazit	192
7	Was passierte während Bankenkrisen? Ein Vergleich historischer und aktueller Beispiele	193
7.1	Ausgangslage	193
7.1.1	Schweden (1991) – erfolgreiche Sanierung: Verstaatlichung, Zwangsfusion, Bad Bank und Einlagen- garantien	194
7.1.2	Mexiko (1994) – Steuerzahler als grosse Verlierer («Sozialisierung»)	196

7.1.3	Südkorea (1997) – klarer Plan und Bad Bank	198
7.1.4	Russland (1998) – der Staat übernimmt	200
7.1.5	Argentinien (2001) – Sparer als grosse Verlierer	201
7.1.6	Türkei (2000) – Rekapitalisierung	203
7.2	Aktuelle Bankenkrise	205
7.2.1	Die isländische Bankenkrise	205
7.2.2	Die Rettung des US-amerikanischen Bankensystems ..	207
7.2.3	Die Rettung der UBS	208
7.3	Typologisierung der einzelnen Bankenkrise	210
7.4	Lehren aus den historischen und aktuellen Banken- krise für Europa	215
7.4.1	Geldpolitische Massnahmen	215
7.4.2	Marktwirtschaftliche Massnahmen	216
7.4.3	Staatliche Massnahmen	218
7.5	Schlussfolgerungen und Fazit	223

8 Lehren aus historischen Wirtschaftskrisen

für unsere zukunftsorientierte Anlagestrategie		227
8.1	Ausgangslage	227
8.2	Drei Phasen für Anleger in Wirtschaftskrisen	227
8.2.1	Probleme erkennen	228
8.2.2	Risiken meiden	229
8.2.3	Chancen nutzen	229
8.3	Unterschiedliche Anlageklassen für verschiedene Krisentypen	230
8.3.1	Empfehlungen für zukunftsgerichtete Anleger	232
8.4	Welche Szenarien sind aktuell wahrscheinlich (Stand Sommer 2012)?	233
8.4.1	Zwilling- und Drillingskrise in den südeuropäischen Ländern	233
8.4.1.1	Was sollen die Anleger in den betroffenen Ländern tun?	233
8.4.1.2	Was bedeutet dies für einen ausländischen Anleger?	235

8.4.2	Stagflation in den USA, Grossbritannien sowie Mittel- und Nordeuropa	236
8.5	Erwartungen für die Zukunft und Empfehlungen	238
8.5.1	Unsere Erwartungen	238
8.5.2	Grösste Chancen in den südeuropäischen Aktienmärkten	239
8.5.3	Wie sollte man sich als Anleger positionieren?	239
8.6	Fazit	240
9	Anhang	243
	Anhänge zu den Kapiteln 2 bis 4	243
	Literaturverzeichnis	255
	Verzeichnis der Grafiken	259
	Verzeichnis der Tabellen	263
	Verzeichnis der Boxen	265
	Über die Autoren	267

Vorwort

*«The farther backward you can look,
the farther forward you can see.»*

(Winston Churchill)

Wohin führt uns die aktuelle Finanzkrise?

Um diese Frage zu beantworten, haben wir ganz im Sinne von Winston Churchill – und im Gegensatz zur oftmals viel zu kurzfristigen Optik in der Finanzindustrie – unseren Blick weit zurück gerichtet und einige der grossen historischen Wirtschaftskrisen der letzten Jahrhunderte analysiert.

Neben der Auffrischung unserer Geschichtskenntnisse wollten wir damit die Ursachen und Folgen dieser Krisen – und sodann auch die Lösungen, die letztlich zu deren Überwindung führten – besser verstehen. Zudem wollten wir, wenn möglich, Erkenntnisse herleiten, die bei der Formulierung zukunftsorientierter Anlagestrategien dienlich sind. Sollten sich diese Erkenntnisse als nützlich erweisen, wollten wir sie unseren Kunden präsentieren.

So starteten wir in einem ersten Schritt Mitte 2011 einen internen Zyklus. Dieser richtete sich an unsere Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter und umfasste acht Kurzpräsentationen zu ausgewählten historischen Wirtschaftskrisen: vom ersten dokumentierten Staatsbankrott, demjenigen des englischen Königreichs im Jahre 1340 (sowie den rund 90 weiteren Staatspleiten in den letzten zwei Jahrhunder-

ten), bis hin zu aktuelleren Wirtschaftskrisen wie zum Beispiel der skandinavischen Bankenkrise, der schweizerischen Immobilienkrise oder der Russlandkrise in den 1990er-Jahren. Unser Ziel war es einerseits, unseren Mitarbeitenden die historischen Wirtschaftskrisen näherzubringen, und andererseits, den internen Diskurs darüber anzuregen. Dank den gewonnenen Erkenntnissen und dem erweiterten Horizont hat unser Team eine gewisse Vertrautheit und Gelassenheit mit dem Thema Krise erlangt. Dies erwies sich in Kundengesprächen, gerade in diesen unsicheren Zeiten, als grosser Mehrwert.

Dadurch bestärkt, machten wir uns daran, die Analyse zu erweitern und einen Zyklus von Kundenpräsentationen unter dem Titel «Lehren aus historischen Wirtschaftskrisen für eine zukunftsorientierte Anlagestrategie» vorzubereiten. Im Hinblick darauf zogen wir den renommierten Wirtschaftshistoriker Dr. Tobias Straumann, Privatdozent an den Universitäten von Zürich und Basel, als externen Spezialisten bei. Er hat unsere Erkenntnisse nicht nur kritisch überprüft und validiert, sondern auch die historischen Vorgänge nach wissenschaftlichen Erkenntnissen typologisiert und damit unsere Analyse entscheidend vertieft. Auf dieser Grundlage konnte schliesslich aufgezeigt werden, wie sich einige relevante Anlagekategorien vor, während und nach jedem Krisentyp entwickeln.

Für die äusserst anregende und fruchtbare Zusammenarbeit danken wir Dr. Straumann an dieser Stelle sehr herzlich.

Ursprünglich sollte der Zyklus für unsere Kunden einmalig an verschiedenen Orten in der Schweiz durchgeführt werden. Der Zuspruch war jedoch derart überwältigend, dass wir die Präsentationen wiederholten und auch nach Deutschland erweiterten. Auch hier gebührt Dr. Straumann Dank dafür, dass er uns mit seinem umfangreichen Wissen für diese Anlässe immer wieder zur Verfügung stand und die bisweilen etwas trockene Materie mit seinen Ausführungen wie auch einigen Anekdoten bereicherte.

Animiert durch den Erfolg unserer Kundenpräsentationen, reifte schliesslich der Entschluss, gemeinsam mit Dr. Straumann die ge-

sammelten Erkenntnisse im vorliegenden Buch für unsere Kunden und die interessierte Öffentlichkeit herauszugeben. Das Manuskript wurde im Sommer 2012 fertiggestellt, in einer Zeit, in der sich die aktuelle Finanzkrise bereits in ihrem fünften Jahr befand und noch immer keine nachhaltigen Lösungen präsentiert wurden.

Schon Mark Twain hat einmal gesagt: «Geschichte wiederholt sich nicht, aber sie reimt sich.» In diesem Sinne hoffen wir, dass Sie in diesem Buch interessanten Lesestoff vorfinden, der zum Nachdenken anregt. Wir schätzen uns glücklich, wenn wir Sie beim Verständnis der aktuellen Geschehnisse und bei der Erreichung Ihrer Anlageziele unterstützen können.

Luzern, im September 2012

Ricardo Cordero
Christof Reichmuth

Danksagung

Eine Publikation wie die vorliegende entsteht immer nur dank der Mitwirkung diverser Personen. Ihnen allen gebührt an dieser Stelle mein aufrichtiger Dank für ihre Mithilfe, Anregungen und konstruktive Kritik. An erster Stelle danke ich meinen Mitarbeiterinnen, Mitarbeitern und Partnern, die das Manuskript zusätzlich zur anfallenden Arbeit lasen und kommentierten. Zu dieser Gruppe von Personen gehört Cornelia Wyrsh Klötzel, Dionys Berwert, Silvan Betschart, Beat Bühlmann, Karl Reichmuth, Vahan Roth, Dr. Max Rössler und Jürg Staub. Sie trugen dazu bei, dass die Autoren die Bodenhaftung behielten, allfällige Unklarheiten und Inkonsistenzen aufgedeckt wurden und der Text letztlich so gestaltet wurde, dass die Leser hoffentlich ein nützliches Werk vorfinden, dessen Lektüre auch Spass machen sollte. Ganz besonders erwähnen möchte ich hier Beat Bühlmann, der mir unermüdlich dabei half, Daten aller Art zusammenzutragen und quantitative Aussagen kritisch zu hinterfragen. Im Weiteren gebührt mein Dank Dr. Richard T. Meier sowie selbstverständlich meinen Mitautoren, Dr. Tobias Straumann, Patrick Erne und Christof Reichmuth, die nicht nur einen wertvollen Beitrag zum Manuskript leisteten, sondern dieses insgesamt sehr kritisch überprüften und weiterführende Literaturhinweise lieferten. Ferner danke ich meiner Assistentin Melanie Bissig, dass sie nicht nur die verantwortungsvolle Aufgabe für die Gestaltung sämtlicher Grafiken und Tabellen übernahm, sondern mir auch half, das Gesamtwerk in eine brauchbare Druckvorlage zu bringen. Karin Rhomberg, von lemongrass communications, gebührt mein herzlicher Dank für ihre wertvollen und

nützlichen Hinweise für Inhalt, Struktur und Gestaltung des Manuskripts. Ein ganz besonderer Dank geht natürlich an meine liebe Frau, Susana, die für die vielen Arbeitsstunden, entgangenen Wochenenden und mehrmonatige Belagerung unseres Büros zu Hause viel Verständnis, Gelassenheit und Humor aufbrachte und mich mit Speis und Trank auch arg verwöhnte. Zudem leistete sie mit dem Korrekturlesen des gesamten Manuskripts einen Beitrag von unschätzbarem Wert. Für die Unterstützung nicht nur für die Übernahme dieses Projekts, sondern auch für die Fertigstellung dieses Buchs gebührt mein Dank ebenso Ursula Merz und Hans-Peter Thür von NZZ Libro. Last, but not least bedanke ich mich bei Reichmuth & Co, welche die Idee, den Zyklus «Lehren aus historischen Wirtschaftskrisen für eine zukunftsgerichtete Anlagestrategie» durchzuführen, von Beginn weg vollends unterstützten und letztlich die vorliegende Publikation erst möglich machten.

Ricardo Cordero

1 PROLOG: DIE RÜCKKEHR DER GESCHICHTE

TOBIAS STRAUMANN

1.1 Ausgangslage

Jedes Jahr treffen sich die Gouverneure der wichtigsten Zentralbanken im Spätsommer zum Jackson-Hole-Symposium im US-Bundesstaat Wyoming. Umringt von einer malerischen Berglandschaft diskutieren sie mit eingeladenen Gästen aus Wissenschaft und Wirtschaft über aktuelle Themen.

2005 fand ein denkwürdiges Treffen statt. Man blickte mit Ehrfurcht auf die Leistung von Alan Greenspan zurück, der kurz vor seinem Rücktritt als Chairman des Federal Reserve stand. Man war sich einig, dass dank Greenspans kluger Geldpolitik keine schlimmen Wirtschaftskrisen mehr möglich seien.

Nur einer wagte es, den Konsens zu stören. Raghuram Rajan, Professor an der University of Chicago, kam in seinem Vortrag zum Schluss, dass in der Ära Greenspan die Welt unsicherer geworden sei. Das Risiko einer grossen Finanzkrise sei wegen der hohen Risiken im Bankensektor gestiegen. Der Störenfried wurde jedoch schnell in die Schranken gewiesen, am heftigsten von Lawrence Summers, dem ehemaligen Finanzminister unter Präsident Clinton. Es stimme zwar, dass die Risiken grösser geworden seien, argumentierte Summers, aber man müsse sich keine Sorgen machen. Das moderne

Transportsystem verursache ja auch grössere Unfälle als früher und trotzdem funktioniere es reibungslos.

Ein Jahr nach der denkwürdigen Diskussion begannen die Häuserpreise in den USA zu fallen, darauf gerieten Hedgefonds und Geschäftsbanken in Schieflage, und im Herbst 2008 rutschte die Weltwirtschaft in die schlimmste Krise seit den 1930er-Jahren. Rajan hatte recht gehabt. Das moderne Finanzsystem war viel weniger robust, als gescheite Männer wie Summers geglaubt hatten. Es war falsch anzunehmen, dass Greenspans Geldpolitik die Welt sicherer gemacht habe. Erstmals seit 80 Jahren trat in Nordamerika und Europa eine Krise auf, die nicht wie eine normale Rezession mit Zinssenkungen bekämpft werden konnte. Diesmal handelte es sich um eine spezielle Krise, die unkonventionelle Massnahmen erforderte.

Wenig später sahen sich die Länder der Eurozone mit grossen Problemen konfrontiert. Griechenland, Irland und Portugal konnten sich auf dem Markt nicht mehr zu vernünftigen Konditionen refinanzieren und mussten einen neu geschaffenen Rettungsfonds in Anspruch nehmen. Im Sommer 2011 stiegen auch die Renditen der italienischen und spanischen Staatsanleihen auf ein gefährlich hohes Niveau. Die Staatsscheffs der EU-Länder versuchen seit zwei Jahren die Krise einzudämmen. Doch auch hier zeigt sich, dass es sich nicht um eine normale Rezession, sondern um eine spezielle Krise handelt.

Wenn die Situation unübersichtlich wird und die Unsicherheit zunimmt, ist es folgerichtig, auf die Geschichte zurückzugreifen. Nur durch den Vergleich mit ähnlichen Situationen in der Vergangenheit ist man in der Lage, die Tendenzen der Gegenwart besser einzuschätzen. Natürlich ist die Übereinstimmung zwischen damals und heute nie vollständig. Aber wie der Basler Historiker Jacob Burckhardt schrieb, ist das Studium der Vergangenheit auf jeden Fall lohnend, denn es mache zwar nicht «klug (für ein andermal)», dafür aber «weise (für immer)». (Burckhardt, 1929, S. 7)

Ein Ziel dieser Publikation ist deshalb, einen Beitrag zum besseren Verständnis der aktuellen Krisen in den USA und Europa zu leis-

ten. Wir entwickeln eine Krisentypologie, die helfen sollte, die Dynamik der aktuellen Ereignisse besser einzuschätzen. Ob Sie sich nach der Lektüre tatsächlich weiser fühlen werden, können wir zwar nicht versprechen – sollte dem jedoch so sein, hätten wir unser diesbezügliches Ziel erreicht.

1.2 Krisentypen

Finanzkrisen sind in der Regel schädlicher als normale Rezessionen, weil hinter ihnen fundamentale Ungleichgewichte stehen. Private Haushalte, Anleger, Banken oder Staaten haben in der guten Zeit über ihre Verhältnisse gelebt, wofür sie in einer Abschwungsphase teuer bezahlen müssen. Wir unterscheiden in dieser Publikation vier Typen von Ungleichgewichten, die zu Finanzkrisen führen.

Im ersten Typ, der Hyperinflation, bilden die Staatsschulden und die Staatsdefizite den Kern der Krise. Beim zweiten Typ, der Depression, sind es die privaten Schulden von Banken, Firmen und Haushalten, die in der Boomphase überdurchschnittlich schnell gewachsen sind und eine schmerzhaft Korrektur erzwingen. Beim dritten Typ, der Zwillings- und Drillingskrise, steht die Auslandsverschuldung von Schwellenländern im Zentrum, sei es durch den Staat oder Banken, Firmen und private Haushalte. Und beim letzten Typ, der Stagflation, läuft das Wachstum der Geldmenge während der Boomphase aus dem Ruder, weil die Zentralbank zu wenig Mut hat, den Aufschwung zu bremsen. Im Folgenden möchte ich diese vier Typen von Finanzkrisen kurz beschreiben.

1.2.1 Hyperinflation

Hyperinflationen sind selten, aber sie kommen immer wieder vor. Besonders berühmt sind zwei Beispiele: die französische Hyperinflation während der Revolutionszeit vor über 200 Jahren oder die deutsche Hyperinflation nach dem Ersten Weltkrieg. Zuletzt

hat die Bevölkerung von Simbabwe eine Hyperinflation erleben müssen.

Zwei Bedingungen müssen erfüllt sein, damit eine Hyperinflation möglich wird: hohe Staatsschulden und -defizite und politische Instabilität. Die französische Revolutionsregierung brauchte dringend Staatseinnahmen, um den Krieg mit den Nachbarn zu finanzieren. Sie kam auf die Idee, sogenannte Assignaten herauszugeben, das heisst Wertpapiere, die nicht durch Gold oder Silber, sondern durch staatlichen Grund und Boden gedeckt waren. Weil aber die Verwaltung der staatlichen Güter ungenügend war und die Regierung immer mehr Assignaten druckte, verlor die Bevölkerung das Vertrauen in diese Papierwährung.

In Deutschland spielte sich Ähnliches ab. Das Land hatte den Krieg verloren, eine grosse Kriegsschuld angehäuft und eine hohe Reparationssumme aufgebürdet bekommen. Zudem hatte man bereits während des Kriegs einen Teil des Staatsdefizits mit der Ausgabe von neuen Banknoten finanziert. Als Belgien und Frankreich im Januar 1923 das Ruhrgebiet besetzten, um die Zahlung der Reparationen in Form von Rohstofflieferungen zu beschleunigen, leisteten die Arbeiter aus Protest gegen den Einmarsch der fremden Truppen passiven Widerstand. Die Regierung in Berlin garantierte die Lohnfortzahlung, indem sie die Reichsbank anwies, Noten zu drucken. Nach einigen Monaten verschwand das Vertrauen in die Papierwährung, die Preise explodierten.

Alle Fachleute sind sich einig, dass die Folgen einer Hyperinflation absolut verheerend sind. Selbst der britische Ökonom John Maynard Keynes, der hauptsächlich wegen seiner Kritik an den Folgen der Deflation berühmt wurde, schrieb: «Es gibt kein feineres und kein sichereres Mittel, die bestehenden Grundlagen der Gesellschaft umzustürzen, als durch die Vernichtung der Währung. Dieser Vorgang stellt alle geheimen Kräfte der Wirtschaftsgesetze in den Dienst der Zerstörung, und zwar auf eine Weise, die nicht einer unter Millionen richtig zu erkennen imstande ist.» (Keynes, 1920, S. 192)

Die französische Revolutionsregierung kam durch die Hyperinflation unter grossen Druck. Die Revolution war nur durch einen erfolgreichen Krieg und Terror gegen alle innenpolitischen Feinde zu retten. Die junge Weimarer Republik wurde durch die Hyperinflation in ihren Grundfesten erschüttert. Davon sollte sie sich nie mehr ganz erholen.

Das Ende der Hyperinflationen kam durch Währungsreformen zustande. In Frankreich setzte Napoleon mit der Gründung der Banque de France im Jahr 1800 dem Währungschaos ein Ende. In Deutschland ersetzte man die entwertete Mark in einem ersten Schritt durch die Rentenmark, das heisst eine Währung, die durch Grund und Boden und das Gewerbevermögen gedeckt war, in einem zweiten Schritt durch die Reichsmark, eine Währung, die ans Gold gebunden war. Der erste Schritt war nicht mehr als ein fiktives Manöver, um das Vertrauen ins Papiergeld wiederherzustellen. Verblüffenderweise wirkte jedoch der Trick. Mit der Einführung des Goldstandards war das Währungssystem Deutschlands wieder auf eine dauerhafte Grundlage gestellt.

1.2.2 Depression

Depressionen sind das pure Gegenteil von Hyperinflationen. Bei ihnen steht nicht die Preisexplosion, sondern der Preiszerfall im Zentrum, der als Symptom für eine Nachfrageschwäche zu verstehen ist: Die privaten Haushalte halten sich mit dem Konsum zurück, die Firmen verzögern ihre Investitionen, und die Geldpolitik bleibt passiv. Das berühmteste Beispiel aus der Vergangenheit ist die Grosse Depression der 1930er-Jahre in den USA.

Sie kann ohne Übertreibung als schlimmster Wirtschaftseinbruch der letzten 150 Jahre bezeichnet werden. Das Bruttoinlandsprodukt schrumpfte um ein Drittel, die Industrieproduktion um die Hälfte. Die Arbeitslosigkeit erreichte über 20 Prozent, in bestimmten Regionen sogar noch mehr. Von 25 000 Banken mussten 10 000 geschlossen werden. Die amerikanische Demokratie war nie ernsthaft

gefährdet, aber im Winter 1932/33 begann sich ein Teil des Elektorats gefährlich zu radikalisieren.

Am Anfang steht, wie bei Zwillings- und Drillingskrisen in den Schwellenländern, eine über längere Zeit andauernde Verschuldung. In den Goldenen Zwanzigerjahren, den Roaring Twenties, waren es vor allem die privaten Haushalte und die Firmen, die sich zunehmend mit Krediten finanzierten. Angetrieben wurden der Konsum- und Börsenboom durch die lockere Geldpolitik der amerikanischen Zentralbank. Erst 1928 begann das Fed, die Zinsen zu erhöhen, aber zu diesem Zeitpunkt war die Hausse bereits so weit fortgeschritten, dass der geldpolitische Kurswechsel hohe Kosten verursachte.

Im Sommer 1929 glitt die Wirtschaft in eine Rezession, im Herbst 1929 brach die New Yorker Börse ein, und 1930 begannen einige Banken insolvent zu werden. Auf breiter Front setzte ein Entschuldungsprozess ein, was nichts anderes als einen Einbruch der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage bedeutete. Die Konsumenten hielten sich mit ihren Ausgaben zurück, die Unternehmen bremsten ihre Investitionen, die Banken riefen Kredite zurück usw. Weil zugleich die Geldpolitik restriktiv blieb und die öffentlichen Haushalte ein ausgeglichenes Budget anstrebten, verwandelte sich die Rezession in eine Depression mit fallenden Preisen.

Die Befreiung aus der Depressionsspirale gelang erst im Frühling 1933, als die Roosevelt-Administration den Bankensektor sanierte und den Dollar abwertete. Das Vertrauen in das Finanzsystem kam zurück, die Geldpolitik hatte wieder mehr Spielraum. Die Erholungsphase dauerte aber ausserordentlich lange. Noch Ende der 1930er-Jahre lag die Arbeitslosigkeit höher als 15 Prozent.

Die Roosevelt-Administration war teilweise selber verantwortlich für diese enttäuschende Entwicklung. Sie drängte zum Beispiel die Wirtschaft dazu, Kartelle zu bilden und die Preise und Löhne zu stabilisieren. Ausserdem würgte sie den Aufschwung in einem zu frühen Stadium ab, indem sie 1937 die geldpolitischen Zügel anzog und das Budgetdefizit mit ruckartigen Massnahmen verringerte. Der

Hauptgrund für die lange Erholungsphase liegt jedoch vor allem im langwierigen Entschuldungsprozess.

Depressionen ergeben sich also dann, wenn ein Land nach dem Platzen einer Blase längere Zeit mit der Abwertung der Währung zuwartet. Die USA hätten in den 1930er-Jahren mit Sicherheit die Depression verhindern können, wenn der Wechselkurs ihrer Währung flexibel gewesen wäre. Insbesondere hätte die Notenbank die Möglichkeit gehabt, die Wirtschaft vor einer Deflationsspirale zu bewahren. Der Goldstandard verlangte jedoch, dass die Notenbank die Geldpolitik in den Dienst einer stabilen Währung stellen musste. Das bedeutete, dass sie 1931 die Zinsen erhöhen musste, um die Goldreserven zu verteidigen. Mitten in der Krise stiegen die Realzinsen auf ein Rekordniveau, was die Zukunftserwartungen weiter verüsterte. Erst nach der vierten grossen Bankenkrise fasste die Regierung endlich den Mut, den Dollar abzuwerten.

1.2.3 Zwillings- und Drillingskrisen

Die Zwillings- und Drillingskrisen sind bisher meist in den Schwellenländern aufgetreten. Berühmt ist etwa die «Baring Crisis» von 1890, als der Staatsbankrott Argentiniens die grosse Londoner Investmentbank Baring Brothers ins Wanken brachte. Die letzte grössere Krise haben wir Ende der 1990er-Jahre in Ost- und Südostasien, Russland und Argentinien beobachten können. Die Bezeichnung Zwillings- und Drillingskrisen weist darauf hin, dass es sich immer um eine Kombination von Banken-, Schulden- und Währungskrisen handelt.

Die Ursache ist eine längere Phase der Verschuldung im staatlichen oder privaten Sektor. Die Verschuldung ergibt sich aus dem Zustrom von ausländischem Kapital. Nordamerikanische und europäische Banken sowie institutionelle Anleger lassen sich durch die Kombination von überdurchschnittlichen Wachstumsraten und hohen Renditen von Obligationen oder Aktien in den Schwellenländern beeindrucken.

Durch die wachsende Begeisterung beginnt sich der Prozess so weit zu verstärken, dass die Anleger immer unvorsichtiger werden. In solchen Momenten treten sogenannte Theorien auf, die den Boom mit ökonomischen Überlegungen rechtfertigen. Die Schwellenländer seien kurz davor, zum Klub der reichen Länder aufzuschliessen, heisst es etwa. Wer dann darauf hinweist, dass die Kapitalzuflüsse ein übertriebenes Ausmass angenommen hätten, wird mit der Aussage abgespeist, das sei vielleicht in der Vergangenheit so gewesen, aber diesmal sei alles anders. Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff haben aus diesem Grund ihrem Überblick über die Finanzkrisen der letzten 800 Jahre den Titel *This Time Is Different* gegeben.

Das Ende des Booms wird durch negative politische oder wirtschaftliche Meldungen eingeleitet. Die ausländischen Anleger werden allmählich misstrauisch, beginnen die Erneuerung der kurzfristigen Kredite an höhere Zinskosten zu knüpfen oder wenden sich schrittweise ganz ab. Nach einer gewissen Phase der Unsicherheit kippt die Stimmung innerhalb kürzester Zeit. Die Anleger ziehen ihre Kredite zurück, es beginnt ein Run auf die Währung, die Banken verlieren Sparguthaben usw. Die Währung erleidet einen dramatischen Sturz, die Börsen tauchen ab, das Misstrauen dehnt sich auf den ganzen Bankensektor aus.

In diesen Phasen kann sich auch die politische Situation zuspitzen. Die Banken müssen in manchen Fällen vorübergehend geschlossen werden, die Kunden erhalten nur noch eine kleine Summe von ihren Sparkonten ausbezahlt, und nicht selten wird auch der Devisenverkehr mit dem Ausland vorübergehend eingeschränkt.

Die alsdann erzwungene Abwertung der Währung ist zwar schmerzhaft, markiert aber zugleich den Anfang des Aufschwungs. Denn in den meisten Fällen hilft sie, die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Volkswirtschaft zu verbessern.

In Südostasien, Russland und Argentinien begannen die Aktienmärkte bald nach der Abwertung zu steigen. In vielen Fällen gehen mit der Abwertung ein Schuldenschnitt sowie politische und struktu-

relle Reformen einher. In Indonesien musste zum Beispiel der damalige Diktator Suharto demokratische Wahlen versprechen, als er vom Internationalen Währungsfonds (IWF) neue Kredite erbat. Manchmal folgen auch wirtschaftspolitische Reformen. In Südostasien etablierte man eine bessere Regulierung des Bankensystems und bremste die Vetternwirtschaft zwischen Staat und Wirtschaft.

1.2.4 Stagflation

Eine mildere Form der Inflationskrise trat in den 1970er-Jahren auf, als steigende Preise und langsames Wirtschaftswachstum einhergingen. Wegen dieser ungewöhnlichen Kombination von Stagnation und Inflation erfanden die Zeitgenossen den Begriff Stagflation. Auch diese Krise hatte politische Folgen. In Grossbritannien und den USA kam es zu einer konservativen Wende, in Frankreich zum ersten Sieg einer Linkskoalition von Sozialisten und Kommunisten. Im Vergleich zur Hyperinflation hatte die Stagflation jedoch keine traumatischen Wirkungen. Der Machtwechsel spielte sich innerhalb der demokratischen Regeln ab. Die Legitimität der staatlichen Institutionen blieb gewahrt.

Die Stagflation entstand durch drei Entwicklungen. Erstens hatte die Inflation bereits vor der Wachstumsabschwächung zweistellige Raten erreicht. Die expansive Geldpolitik hatte sich über das Währungssystem von Bretton Woods, das auf fixen Wechselkursen beruhte, auf die ganze Welt ausgewirkt. Zudem hatte der langjährige Nachkriegsaufschwung das Angebot an Arbeitskräften so stark verknappt, dass die Lohnsteigerungen in manchen Jahren deutlich über dem Produktivitätsfortschritt lagen. Die Inflation drohte aus dem Ruder zu laufen, weil sie sowohl von der expansiven Geldpolitik wie von der Verteuerung des Angebots angekurbelt wurde.

Zweitens zögerten die meisten Staaten, die Inflation zu reduzieren, als die Wachstumsabschwächung Mitte 1974 einsetzte. Sie glaubten, dass es für sie im aufgeheizten politischen Klima der 1970er-Jahre zu riskant wäre, sich für Preisstabilität auf Kosten der Be-

schäftigung einzusetzen. Viele waren auch davon überzeugt, dass die Inflation kein grosses Problem darstelle, oder suchten die Gründe in psychologischen oder soziologischen Theorien. Nur die Bundesrepublik Deutschland und die Schweiz waren bei der schnellen Reduktion der Inflation erfolgreich. Die Schweizer Behörden gingen allerdings zu radikal vor und lösten den schlimmsten Wirtschaftseinbruch der Geschichte aus: 1975 ging das Bruttoinlandsprodukt real um mehr als 7 Prozent zurück, Zehntausende von Gastarbeitern verloren ihre Stelle. Die Wirtschaft erholte sich danach aber schnell wieder.

Drittens schoss die Inflation aufgrund der beiden Ölkrisen von 1973 und 1979 in die Höhe. Es wäre jedoch falsch, die Stagflation ausschliesslich mit den hohen Ölpreisen zu erklären. Wie die erwähnten Beispiele Deutschland und Schweiz zeigen, war es durchaus möglich, die Inflation im Nachgang der Ölkrisen in den Griff zu bekommen. Das Grundproblem der Stagflation war somit nicht der vorübergehende Anstieg der Rohstoffpreise, sondern die verfehlte Geldpolitik. Stagnation und Inflation wären in den 1970er-Jahren auch ohne Ölkrisen entstanden.

Das Ende der Stagflation kam Ende der 1970er-Jahre, als zuerst in Grossbritannien und den USA, danach auch in den westeuropäischen Ländern, die Zentralbanken mit hohen Zinsen gegen die Inflation vorgingen. Vor allem der Kurswechsel der amerikanischen Zentralbank unter ihrem neuen Vorsitzenden Paul Volcker veränderte die Inflationserwartungen fundamental.

Der Preis dieser restriktiven Geldpolitik war zwangsläufig hoch. Die Rezession zu Beginn der 1980er-Jahre gehört zu den massivsten Wachstumseinbrüchen. Die Massnahme erwies sich aber als richtig. Nachdem die Inflation unter Kontrolle gebracht worden war und die Zentralbanken die Zinsen senken konnten, erfuhr die Wirtschaft einen schnellen Aufschwung.

1.3 Von der Vergangenheit zur Gegenwart

Wie lassen sich nun diese Krisentypen mit den gegenwärtigen Ereignissen in Verbindung bringen?

Die amerikanische Finanzkrise von 2007 bis 2009 hat grosse Ähnlichkeiten mit der Grossen Depression. Wie vor 80 Jahren stieg die private Verschuldung in den Jahren vor der Krise auf ein allzu hohes Niveau. Als der Preiszerfall auf dem Immobilienmarkt begann, wurden viele Banken und private Haushalte zahlungsunfähig. Die gesamtwirtschaftliche Nachfrage ging stark zurück, eine Rezession war unvermeidlich. Im Unterschied zu den 1930er-Jahren hat die amerikanische Zentralbank jedoch rechtzeitig reagiert und die taumelnden Banken mit Liquidität versorgt. Wahrscheinlich hätte die US-Wirtschaft – und in der Folge auch andere Industrienationen – ohne diese geldpolitische Hilfsaktion einen stärkeren Absturz erlebt.

Die Ereignisse in der Eurozone – und hier vor allem in den südeuropäischen Ländern – erinnern ebenfalls an die Grosse Depression. Diese Länder mussten ihre Währung abwerten, um ihre preisliche Wettbewerbsfähigkeit wiederherstellen zu können – genauso wie es in vielen Ländern, die sich in der Vergangenheit in einer vergleichbaren Situation befanden, vollzogen wurde. Aufgrund des rigiden Währungssystems steht ihnen jedoch diese Möglichkeit (zurzeit) nicht offen. Folglich drohen sie in eine Schuldenfalle zu geraten, aus der sie sich nicht mehr befreien können.

Wie sich die Eurokrise entwickeln wird, wissen wir zum heutigen Zeitpunkt nicht. Aber die historischen Beispiele legen die Vermutung nahe, dass die Dauerkrise in den südeuropäischen Ländern nach wenigen Jahren politisch untragbar werden wird. Die Hoffnung, dass die Wettbewerbsfähigkeit über eine jahrelange Senkung der Löhne und Preise erreicht werden kann, dürfte sich kaum erfüllen. Vor diesem Hintergrund besteht eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass der Euro in dieser Form die nächsten fünf Jahre nicht überleben wird – es sei denn, das Krisenmanagement veränderte sich fundamental.

Somit bleibt abschliessend die Feststellung, dass sich ein Anleger zwingend mit diesen Krisentypen sowie deren Ursachen und Konsequenzen auseinandersetzen muss. Nur damit ist es überhaupt möglich, aktuelle Ereignisse in einen grösseren Gesamtkontext zu setzen, Probleme zu erkennen und den Wert des Vermögens zu bewahren.

2 KRISENTYP 1: HYPERINFLATION – DARGESTELLT AM BEISPIEL DEUTSCHLANDS 1922/23

RICARDO CORDERO

2.1 Ausgangslage

«Da trinkt ein Cafébesucher zwei Tassen Kaffee für je 5000 Mark, erhält aber eine Rechnung über 14000 Mark. Begründung: Dann hätte er beide Tassen gleichzeitig bestellen müssen, denn in der Zwischenzeit sei der Preis gestiegen.»

«Mit Wäschekörben und Handwagen warteten die Familien vor den Fabriken auf die bündelweise Auszahlung ihrer Löhne. Das Geld wurde nicht gezählt, sondern gewogen. Anschliessend galt es, das Geld so schnell wie möglich auszugeben – denn dieses verlor innerhalb von Minuten an Wert. [...] Oftmals wurden nicht Güter gekauft, die man brauchte, sondern solche, die man gut gegen andere tauschen konnte. Schuhe wurden für ein Hemd getauscht, das Hemd anschliessend für Kartoffeln usw., bis letztlich das Gut erworben werden konnte, das man wirklich brauchte.»

«Im Januar 1923 kostete ein Pfund Brot 700 Mark – im Oktober knapp 700 Millionen Mark.»

Anekdoten wie diese haben sich bis heute ins kollektive deutsche Gedächtnis eingeprägt. Noch nie hatte ein Industrieland eine derart radikale Geldentwertung durchlebt, wie diejenige, die Deutschland zwischen 1914 und 1923 erfasste. Was 1914 als hohe Teuerung

begann, entwickelte sich im Laufe weniger Jahre zur galoppierenden Inflation und endete im Höhepunkt der Krise 1922/23 mit einer Hyperinflation. Beendet wurde diese Phase durch eine radikale Währungsreform im November 1923. Dadurch trat Deutschland für einige Jahre in eine Phase der Stabilität ein – jedoch verloren Millionen Bürger ihre Ersparnisse.

Durch die Hyperinflation wurde vor allem eines klar: dass Geld als Wertaufbewahrungsmittel nichts taugt.

2.2 Was ist eine Hyperinflation?

Unter Hyperinflation wird ein Zustand bezeichnet, in dem die monatlichen Inflationsraten einen Wert von 40 bis 50 Prozent überschreiten. Dies entspricht einer jährlichen Inflationsrate von nahezu 13 000 Prozent.

In solchen Phasen verliert Geld sämtliche wirtschaftliche Funktionen, das heisst als Recheneinheit, als Zahlungsmittel oder zur Wertaufbewahrung. Ersparnisse verlieren sehr schnell ihren Wert und Preise ihre Funktion für Anlage- und Investitionsentscheidungen. Tauschhandel und das Horten von Gütern aller Art kommen zu neuer Blüte.

2.3 Wie kam es zur Hyperinflation in Deutschland?

Die Weichen für das Entstehen der Hyperinflation wurden mit dem Ersten Weltkrieg gestellt. Bis 1914 hatte das Kaiserreich noch eine solide goldgedeckte Währung. Die Kriegsausgaben übertrafen jedoch mit geschätzten 160 Milliarden Mark jede Vorstellungskraft. Dieser Betrag entsprach nominal dem Dreifachen des deutschen Volkseinkommens von 1913. (Berenberg, 2009, S. 22) Um diese Unsumme zu finanzieren, war das Deutsche Reich darauf angewiesen, sich das Geld auf unkonventionelle Weise zu beschaffen.

Zumal Steuererhöhungen und die Emission von Staatsanleihen Verzögerungen in der Finanzierung mit sich gebracht hätten, verabschiedete das Parlament am 4. August 1914 – nur drei Tage nachdem es Russland den Krieg erklärt hatte – durch Kriegsgesetz die sogenannten Währungsgesetze. Mit diesen wurde Folgendes erlassen:

1. das Reich erhielt Zugang zum Notenbankkredit;
2. die Golddeckung der Mark wurde «bis auf Weiteres» aufgehoben, und
3. «zwecks Erleichterung der Kreditversorgung» wurden sogenannte Darlehenskassen geschaffen.

Im Klartext bedeutete dies: Das Deutsche Reich konnte seine Kriegskosten mit der Notenpresse finanzieren und mit den Darlehenskassenscheinen wurde, neben Münzen und Banknoten, ein weiterer Geldkreislauf in Gang gesetzt. Die Begründung der Regierung (und klare Täuschung ihrer Bürger) war, dass in Kriegszeiten «eine ausserordentliche Steigerung des ungedeckten Notenumlaufs eine wirtschaftliche Notwendigkeit» sei. (Jung, 2009, S. 109, Homburg, 2011, S. 17)

Die in den kommenden Jahren ausgelöste Geldmengenausweitung war beachtlich: Von 1913 bis Kriegsende verfünffachte sich der Bargeldumlauf. Doch bald stellte sich heraus, dass die stetig anwachsenden Kriegskosten nicht alleine durch die Notenpresse finanziert werden konnten. Daher legte das Deutsche Reich nun auch Kriegsanleihen auf und verschuldete sich damit zunehmend bei ihren Bürgern.

In der Erwartung eines schnellen militärischen Sieges zeichneten die Deutschen fast blindlings Anleihen in Höhe von nahezu 100 Milliarden Mark. Nahm der diesbezügliche Enthusiasmus mal ab, so half der Staat nach – zum Beispiel mit der Forderung an die Bürger zur Zeichnung von Kriegsanleihen, die angeblich «absolut sicherste Geldanlage». (Zilch, 1994, S. 84)

Die Hoffnung war, dass die Kriegsanleihen letztlich mit der «Kriegsbeute» in Form von Reparationszahlungen der unterliegenden Länder zurückbezahlt würden; die Deutschen hatten die hohen

Reparationszahlungen, die Frankreich nach dem verlorenen Krieg 1870/71 zu zahlen hatte, noch nicht vergessen. Durch die Emission von Anleihen schossen die Staatsschulden während des Kriegs von 5 auf 156 Milliarden Mark in die Höhe. (Jung, 2009, S. 109)

Mit den aufgrund des Kriegs verabschiedeten Währungsgesetzen konnte das Deutsche Reich seine Kriegskosten mit der Notenpresse finanzieren, und mit den Darlehenskassenscheinen wurde ein weiterer Geldkreislauf in Gang gesetzt. Durch diese unkonventionellen Massnahmen wurden Staatsschulden nunmehr direkt monetarisiert und die Bürger klar getäuscht – die Grundlage für eine Hyperinflation war damit gelegt.

2.4 Beginn der Hyperinflation

Aufgrund der unablässigen Geldschöpfung durch die Notenpresse wuchs die Geldmenge stetig an, während hingegen der Gütermarkt kriegsbedingt schrumpfte. Vielfach kam es zu Güterengpässen, zumal die verfügbaren Geldmittel trotz Zeichnung der Kriegsanleihen nicht in gleichem Ausmass sanken wie die verfügbare Gütermenge.

Als Folge der zunehmenden Güterknappheit begannen die Preise sukzessive zu steigen. Um die drohende Inflation abzuwenden, verordnete die Reichsregierung Höchstpreise für die wichtigsten Güter des täglichen Bedarfs, zum Beispiel Getreide oder Kohle. Mieten wurden auf dem Niveau bei Kriegsausbruch eingefroren. Trotz dieser Massnahmen stiegen die Lebenshaltungskosten bis Kriegsende auf etwa das Zwei- bis Dreifache von 1913. Nach Kriegsende sollte sich herausstellen, dass diese künstlichen Preisfixierungen die Inflation lediglich aufgestaut hatten – diese sollte sich alsdann umso wuchtiger entfalten.

Um Unruhen vorzubeugen und die Kaufkraft der einfachen Bevölkerung zu bewahren, wurden zum Teil Lohnanpassungen ver-

ordnet. Diese hinkten jedoch der steigenden Teuerung stark nach. In zunehmendem Masse verarmten weite Kreise der Bevölkerung. Weil auch Steuern nicht ausreichend angehoben wurden, nahm die Staatsverschuldung stetig zu.

Aufgrund der unablässigen Geldschöpfung wuchs die Geldmenge stetig an, während der Gütermarkt kriegsbedingt schrumpfte. Um die drohende Inflation abzuwenden, verordnete die Reichsregierung Höchstpreise für die wichtigsten Güter des täglichen Bedarfs. Nach Kriegsende sollte sich herausstellen, dass diese künstlichen Preisfixierungen die Inflation lediglich aufgestaut hatten – diese sollte alsdann umso wuchtiger ausfallen.

2.5 Das Deutsche Reich verliert den Krieg

Die Hoffnungen auf einen «schnellen Sieg» erfüllten sich nicht: 1918 verlor das Deutsche Reich den Krieg. Im selben Jahr durchlief Deutschland die Novemberrevolution und diese gipfelte am 9. November 1918 in der Ausrufung der Weimarer Republik.

Im darauffolgenden Jahr begannen die Verhandlungen von Versailles. Der Versailler Vertrag konstatierte, dass das Deutsche Reich die alleinige Verantwortung für den Ausbruch des Weltkriegs zu tragen hatte und verpflichtete dieses zu Gebietsabtretungen, Abrüstung und Reparationszahlungen an die Siegermächte. Die Atmosphäre in Versailles war giftig und die Reparationskommission, insbesondere die Franzosen, die eine Revanche ihrer Niederlage von 1871 wollten, zeigten sich Deutschland gegenüber unnachgiebig. Unter Protest unterzeichneten die Deutschen am 28. Juni 1919 den Versailler Vertrag und dieser trat am 10. Januar 1920 in Kraft. Anstelle der erhofften Reparationszahlungen der Verliererländer an Deutschland musste die Weimarer Republik nun selbst Reparationszahlungen vornehmen.

Die Alliierten legten die Reparationen Deutschlands auf 132 Milliarden Goldmark fest (eine Goldmark entsprach dem Wert der Mark vor dem Krieg). (Jung, 2009, S. 110) Damit die Reparationszahlungen nicht von der Inflation in Deutschland betroffen waren, mussten diese in Goldmark, Devisen (US-Dollar, Pfund, Franc) und Sachgütern geleistet werden. Die Gesamtschuld Deutschlands betrug zu diesem Zeitpunkt etwa 300 Milliarden Mark – in etwa das gesamte deutsche Volksvermögen vor dem Krieg beziehungsweise diese Summe entsprach fast dem Doppelten des BIP von 1919. (Berenberg, 2009, S. 22)

2.6 Weimar – Wirtschaftskrise in Phasen

Wie so oft lief auch die Wirtschaftskrise in Deutschland nach dem Ende des Ersten Weltkriegs in zwei Phasen ab. Phase I war, trotz bereits hoher Inflation, von einer kurzen Stabilisierung und Aufschwung, Phase II hingegen vom totalen Niedergang der Wirtschaft und Hyperinflation gekennzeichnet.

2.6.1 Phase I: Stabilisierung und «Wirtschaftswunder» trotz Niederlage

Als Folge der extrem hohen Verschuldung und Inflation war die Weimarer Republik von ihrer Geburtsstunde an technisch bankrott und nicht kreditwürdig. Jedoch zeigte die damals noch vergleichsweise milde Geldentwertung auch eine stimulierende Wirkung.

Vor allem kurbelte die – im Vergleich zu Pfund, Franc oder US-Dollar – billige Mark die Exportwirtschaft der Weimarer Republik mächtig an. Die entwerteten Löhne und Einkommen wirkten wie eine Art Lohndumping. Die Industrieproduktion nahm stetig zu und wenige Jahre nach dem Krieg herrschte fast Vollbeschäftigung. Das «Schmiermittel der Inflation», so der Wirtschaftshistoriker Carl-Ludwig Holtfrerich, «habe die private Wirtschaftstätigkeit wiederbelebt». (Jung, 2009, S. 110)

Während sich Deutschland für kurze Zeit Nachkriegsboom und Vollbeschäftigung mit einer schwachen Mark erkaufte, rutschten andere Länder 1921/22 in eine tiefe Rezession. Im Gegensatz zu Deutschland achteten vor allem Grossbritannien und die USA auf die Stabilität ihrer Währungen – eine starke Kontraktion ihrer Wirtschaften und hohe Arbeitslosenraten waren die Folge. Wirtschaftlich teilte sich der Westen damals in zwei Teile auf: Das Verliererland Deutschland boomte, die Wirtschaftskraft der Siegermächte schrumpfte.

Per Kriegsende hatte die Mark offiziell bereits mehr als die Hälfte ihrer Kaufkraft verloren. Notierte der US-Dollar vor dem Krieg bei 4.20, betrug der Wechselkurs nun etwa 8.30. Auf dem Schwarzmarkt hingegen notierte die Mark merklich tiefer – Händler gingen bereits von wesentlich höheren Inflationsraten aus.

Trotz der zunehmend schwachen Währung entschied sich die deutsche Regierung nach Kriegsende gegen eine Stabilisierung der Mark. Vielmehr wurde das Budgetdefizit weiter mit der Notenpresse finanziert. Dies heizte nicht nur die Teuerung an, sondern die während des Kriegs «zurück gestaute Inflation» entwickelte sich nun zu einer offenen Inflation. (Berenberg, 2009, S. 22)

Diese wiederum schwächte die Mark weiter. Als Folge davon fiel es Deutschland zunehmend schwerer, seinen Reparationsverpflichtungen nachzukommen. Somit genügte bereits ein geringer Rückstand, zum Beispiel bei Lieferungen von Sachgütern (Holz, Kohle usw.), um die Situation zwischen Deutschland und den Alliierten zum Eskalieren zu bringen. Als sich Lieferverzögerungen häuften, entsandten die Franzosen und Belgier 1923 etwa 100 000 Mann ins Ruhrgebiet, übernahmen die Kontrolle der Zechen und beschlagnahmten die Kohlereserven.

Damit war eine für Deutschland vitale Region lahmgelegt. Diese konnte keine Kohle mehr liefern und fiel als Steuerquelle aus. Heizstoffe mussten nun aus dem Ausland besorgt werden. Die Zahlung dafür musste mit Devisen erfolgen, die jedoch aufgrund der Inflation täglich teurer wurden und kaum mehr ausreichend vorhanden

waren. (Jung, 2009, S. 110) Die Inflation stieg weiter und das «Wirtschaftswunder» der Nachkriegszeit kam zu einem Ende.

Wie so oft lief auch die Wirtschaftskrise in Deutschland nach dem Ende des Ersten Weltkriegs in zwei Phasen ab. Phase I war, trotz bereits hoher Inflation, von einer kurzen Stabilisierung und Aufschwung gekennzeichnet. Das «Schmiermittel der Inflation» – so der Wirtschaftshistoriker Carl-Ludwig Holtfrerich – «habe die private Wirtschaftstätigkeit wieder belebt».

Phase II führte hingegen zum totalen Niedergang der Wirtschaft und zur Hyperinflation.

2.6.2 Phase II: Das Ende des «Wirtschaftswunders» und der Weg zur Hyperinflation

Als Reaktion auf den Einmarsch rief Reichskanzler Cuno zum passiven Widerstand gegen die militärische Besetzung auf («Ruhrkampf»). Um die Widerstand leistenden Arbeiter bei Laune zu halten, garantierte die Regierung in Berlin die Lohnfortzahlungen und wies die Reichsbank an, die notwendige Menge an Mark zu drucken – eine Währung, die sich durch die betriebene Geldvermehrung immer rascher entwertete.

Bargeldumlauf und Nominalwerte der Geldscheine erhöhten sich nun in sehr schneller Folge. Auf dem Höhepunkt waren neben der Reichsdruckerei zeitweise mehr als 133 Fremdfirmen mit 1783 Druckmaschinen, die das Banknotenpapier von über 30 Papierfabriken bezogen, im Einsatz. Diese Notenpressen druckten Tag und Nacht neue Scheine, auf welchen immer phantastischere Zahlen erschienen. Die höchste je abgedruckte Zahl betrug im November 1923 100 Billionen Mark. (Ziegert, 2011, S. 10, Homburg, 2011, S. 18) Der «offizielle» Geldumlauf, der Anfang 1914 etwa 6.6 Milliarden Mark betragen hatte, erhöhte sich bis Ende 1923 auf knapp 500 Trillionen Mark – eine sagenhafte Vermehrung um den Faktor von rund 75 000 000 000.

Tabelle 1:**Entwicklung des «offiziellen» Geldumlaufs 1914–1923**

(Reichsbanknoten, Darlehenskassenscheine, Reichskassenscheine und Privatbanknoten)

Jahr	Summe Papiergeld, absolut (in Millionen Mark)	Summe Papiergeld, indexiert
1913/12	6632	1,0
1914/12	8703	1,3
1915/12	10050	1,5
1916/12	12315	1,9
1917/12	18458	2,8
1918/12	33106	5,0
1919/12	50173	7,6
1920/12	81628	12,3
1921/12	122963	18,5
1922/12	1295228	195,3
1923/12	49658534590000	74878292178,7

Quelle: Statistisches Reichsamt (Bearb.), 1925: Zahlen zur Geldentwertung in Deutschland 1914 bis 1923

Weil die verfügbaren Zahlungsmittel nicht ausreichten, wurden von über 5800 Städten, Gemeinden und Firmen eigene «Notgeldscheine» ausgegeben. Die Bevölkerung nahm alles als Zahlungsmittel an, was wie Geld aussah oder irgendwie wertbeständig wirkte. «Notgeld» wurde unter anderem in Form von Gutscheinen lautend auf Roggen, Weizen, Holz, Teer, Kohlen, Zucker, Speck, Strom und Gas ausgegeben. Letztlich kursierten in Deutschland mehr als 2800 verschiedene Geldscheinsorten und die Summe an «Notgeld» überstieg mit über 700 Trillionen Mark die offizielle Geldmenge. (Deutsches Historisches Museum)

Die (nun unkontrollierte) Geldvermehrung führte dazu, dass die bereits galoppierende Inflation zunehmend an Schwung gewann. Der Geldwert war der staatlichen Kontrolle schon längststens entglitten, und ab dem Sommer 1922 begannen die Monate der Hyperinflation.

Bargeldumlauf und Nominalwerte der Geldscheine erhöhten sich nun in sehr schneller Folge. Auf dem Höhepunkt waren neben der Reichsdruckerei zeitweise mehr als 133 Fremdfirmen mit 1783 Druckmaschinen, die das Banknotenpapier von über 30 Papierfabriken bezogen, im Einsatz. Der «offizielle» Geldumlauf, der Anfang 1914 etwa 6.6 Milliarden Mark betragen hatte, erhöhte sich bis Ende 1923 auf knapp 500 Trillionen Mark. Weil die verfügbaren Zahlungsmittel nicht ausreichten, wurden von über 5800 Städten, Gemeinden und Firmen eigene «Notgeldscheine» ausgegeben.

2.7 Wirtschaftliche Effekte der Hyperinflation

2.7.1 Deutschland verarmt

Die fortschreitende Inflation verschlechterte zunehmend die wirtschaftliche Lage und Versorgung der Bevölkerung. Löhne und Gehälter konnten nicht mehr mit dem Anstieg der Preise mithalten. Real-löhne sanken auf etwa 40 Prozent des Vorkriegsniveaus und weite Teile der Bevölkerung verarmten. Erträge und Zinsen waren praktisch wertlos. Das chaotische Geldwesen machte ein geregeltes Wirtschaftsleben unmöglich. (Deutsches Historisches Museum)

Lohnzahlungen erfolgten nun oft täglich, und jedermann versuchte das ausbezahlte Bargeld umgehend in Sachwerte einzutauschen. Um Zeit zu sparen und Wertverlust zu vermeiden, wurde Geld nicht gezahlt, sondern gewogen. Ladenöffnungszeiten richteten sich nach den Zeiten, an denen die aktuellen Wechselkurse bekannt gegeben wurden. Damit bestanden Anhaltspunkte für die Preisfestlegung der verfügbaren Güter. Der Tauschhandel blühte und gleichzeitig nahmen Kriminalität, Gewalt und Betrug zu.

Lohnzahlungen erfolgten nun oft täglich. Geld wurde nicht mehr gezahlt, sondern gewogen. Sobald die Auszahlung erfolgte, versuchte jedermann das ausbezahlte Bargeld umgehend in Sachwerte einzutauschen.

2.7.2 Die Mark zerfällt, die Inflation nimmt ihren Lauf

Von 1914 bis November 1923 stieg der Wechselkurs des US-Dollars von 4.20 auf 4.2 Billionen an. Bemerkenswert war vor allem, wie stark die Geschwindigkeit der Geldentwertung zunahm. Während

Tabelle 2:

Entwertung der Mark zum US-Dollar 1914–1923

(Monatsdurchschnitte pro Quartal, indexiert, 1914 = 1)

Jahr/Monat	Wechselkurs Mark/US-Dollar (Monatsdurchschnitt)	Verhältnis zur Parität von 1914 (1914 = 1)
1914/02	4,2	1,0
1918/12	8,2	2,0
1919/03	10,3	2,5
1919/06	14,0	3,3
1919/09	24,0	5,7
1919/12	46,7	11,1
1920/03	83,8	20,0
1920/06	39,1	9,3
1920/09	57,9	13,8
1920/12	73,0	17,4
1921/03	62,4	14,9
1921/06	69,3	16,5
1921/09	104,9	25,0
1921/12	191,9	45,7
1922/03	284,1	67,7
1922/06	317,4	75,6
1922/09	1465,8	349,0
1922/12	7589,2	1807,0
1923/03	21 190,0	5045,2
1923/06	109 996,0	26 189,5
1923/09	98 860 000,0	23 538 095,2
1923/12	4 200 000 000 000,0	1 000 000 000 000,0

Quelle: Statistisches Reichsamt (Bearb.), 1925: Zahlen zur Geldentwertung in Deutschland 1914 bis 1923

die Mark zwischen 1914 und 1918 knapp fünf Jahre brauchte, um zum US-Dollar auf die Hälfte ihres Werts zu fallen, genügten anschliessend wenige Monate, dann Wochen, dann Tage, dann Stunden und letztlich Minuten.

Der massive Effekt der Geldentwertung zeigte sich vor allem an der Preisentwicklung einiger ausgesuchter Lebensmittel. Wie aus der nachfolgenden Tabelle 3 hervorgeht, überstieg diese ab 1922 (in Mark ausgedrückt) die gängige Definition von Hyperinflation bereits um Längen.

Um diese Entwicklung in einen halbwegs verständlichen Kontext zu setzen, sind in der nachfolgenden Tabelle 4 die jährlichen Teuerungsraten (gemessen am Lebenshaltungsindex, ausgedrückt in Mark und US-Dollar) ab 1919 bis Ende 1923 dargestellt. Mussten demnach 1920 mit der damals gemessenen Inflation etwa 2,2 Jahre verstreichen, bis sich die Lebenshaltungskosten in Mark verdoppelten, genügten hierfür 1921 bereits 15 Monate, 1922 nur noch 73 Tage und im Oktober 1923 noch weniger als vier Tage. (Hanke, 2009, S. 1)

Aus Tabelle 4 werden Wertzerfall der Mark und Steigerung der Inflation offensichtlich. Während sich nämlich der Lebenshaltungsindex (in Mark) von Anfang 1920 bis Ende 1922 von 100 auf knapp 8100 Punkte erhöhte, fiel dieser (in US-Dollar) während dieser Periode auf 69 Punkte. Das heisst: Während ein Deutscher für die Produkte des täglichen Bedarfs stets mehr Mark auslegen musste, verbilligten sich diese für denjenigen, der US-Dollars zur Verfügung hatte. Anders ausgedrückt: Ein Deutscher, der US-Dollars zur Verfügung gehabt hätte, wäre während dieser Periode in der Lage gewesen, die hohe Teuerung mittels der Wertzunahmen des US-Dollars mehr als zu kompensieren.

Diese Situation änderte sich jedoch spätestens dann, als die Hyperinflation einsetzte. Ab 1923 stiegen die Preise sowohl in Mark wie auch gemessen in US-Dollar. Jedoch standen einer nicht mehr kontrollierbaren Teuerungsrate von etwa 1.8 Milliarden Prozent (Mark) eine solche von rund 230 Prozent (US-Dollar) gegenüber. Das

Tabelle 3:
Preisentwicklung ausgesuchter Lebensmittel 1914–1923

Jahr	Brot 1 Pfund	Mehl 1 Pfund	Kartoffeln 1 Zentner	Eier 1 Stück	Butter 1 Pfund	Milch 1 Liter	Fleisch 1 Pfund	Zucker 1 Pfund
Mitte 1914	0,13	0,18	4,00	0,08	1,20	0,22	0,90	0,25
Mitte 1916	0,19	0,28	7,00	0,24	2,00	0,24	1,85	0,32
Mitte 1918	0,22	0,30	10,00	0,25	2,40	0,36	2,00	0,34
Mitte 1919	0,26	0,36	12,00	0,35	4,00	0,50	2,20	0,52
Mitte 1920	1,20	1,35	24,00	0,75	15,00	1,50	8,50	2,20
Mitte 1921	1,35	4,00	48,00	1,60	18,00	2,75	13,00	4,00
Mitte 1922	3,50	10,00	160,00	5,00	70,00	8,50	50,00	10,00
Jan. 1923	700,00	600,00	3000,00	270,00	5400,00	330,00	2000,00	300,00
Mai 1923	1200,00	1500,00	5000,00	500,00	10 000,00	850,00	12 000,00	1200,00
Aug. 1923	100 000,00	160 000,00	5 Mio.	50 000,00	1,4 Mio.	110 000,00	800 000,00	15 000,00
Sept. 1923	2 Mio.	10 Mio.	60 Mio.	18 Mio.	50 Mio.	8 Mio.	22 Mio.	1,2 Mio.
Okt. 1923	670 Mio.	2400 Mio.	1500 Mio.	1900 Mio.	5800 Mio.	200 Mio.	1500 Mio.	400 Mio.
Nov. 1923	0,50	0,45	6,00	0,25	3,00	0,35	2,40	0,60
Dez. 1923	0,35	0,32	5,70	0,22	2,30	0,33	1,55	0,55

Quelle: Siebold, Heinz; Dirk Schindelbeck: Unsere Bank am Kaiserstuhl, 2008, S. 29

Tabelle 4:
Entwicklung des Lebenshaltungsindex 1919–1923
(in Mark und in US-Dollar, 1919 = 100)

Periode	Lebens- haltungs- index, (in Mark)	Veränderung/ Jahr (in %, in Mark)	Lebens- haltungs- index, (in US-Dollar)	Veränderung/ Jahr (in %, in US-Dollar)
1920/02	100,0		100,0	
1920/12	136,7	37 %	121,4	21 %
1921/12	227,6	66 %	76,8	– 37 %
1922/12	8088,1	3453 %	69,0	– 10 %
1923/12	14 722 550 177 095,6	182 027 851 475 %	227,2	229 %
Veränderung 1920 – 1923	14 722 550 176 996 %		127 %	

Quelle: Statistisches Reichsamt (Bearb.), 1925: Zahlen zur Geldentwertung in Deutschland 1914 bis 1923

heisst, ab diesem Zeitpunkt war ein Deutscher nur noch zum Teil in der Lage, die Teuerung mittels der Wertzunahme des US-Dollars zu kompensieren.

Über die ganze Periode (1920–1923) betrachtet, kann Folgendes festgehalten werden: Hätte ein Deutscher stets über ausreichend US-Dollar verfügt, um seine Lebenshaltungskosten zu bestreiten, hätte dieser selbst während Phasen sehr hoher Inflation (bis etwa Sommer 1922) seine Kaufkraft mehr als erhalten können.

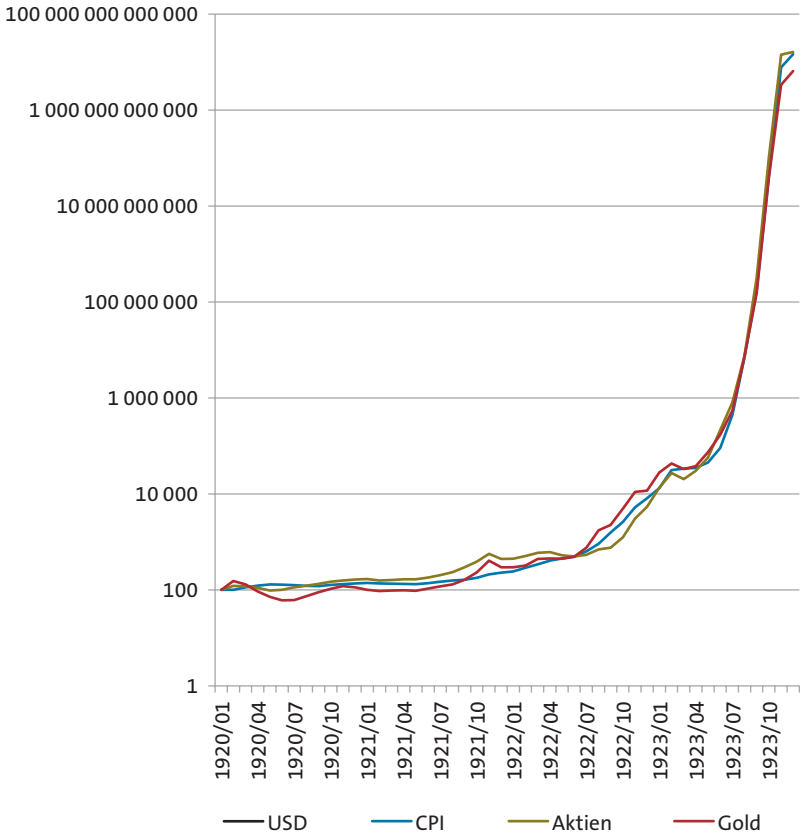
Erst in der Phase der Hyperinflation (ab Sommer 1922 bis Ende 1923) verlor dieser mit US-Dollars an Kaufkraft. Über die ganze Periode wäre er jedoch in der Lage gewesen, die Teuerung zumindest zum Teil (rund die Hälfte) aufgrund von Wechselkursgewinnen aufzufangen.

2.7.3 Flucht in Sachwerte

Zum Zeitpunkt der Hyperinflation war der Preis von Gold bei etwa 21 US-Dollar pro Unze fixiert. Somit kam diesem Edelmetall die gleiche Funktion wie dem US-Dollar zu. Wie anschliessend ausgeführt,

Grafik 1:

Entwicklung des US-Dollars, Aktienindex, Gold und Lebenshaltungindex 1920–1923
(indexiert und logarithmiert, in Mark, 1920 = 100)



Quelle: Statistisches Reichsamt (Bearb.), 1925: Zahlen zur Geldentwertung in Deutschland 1914 bis 1923

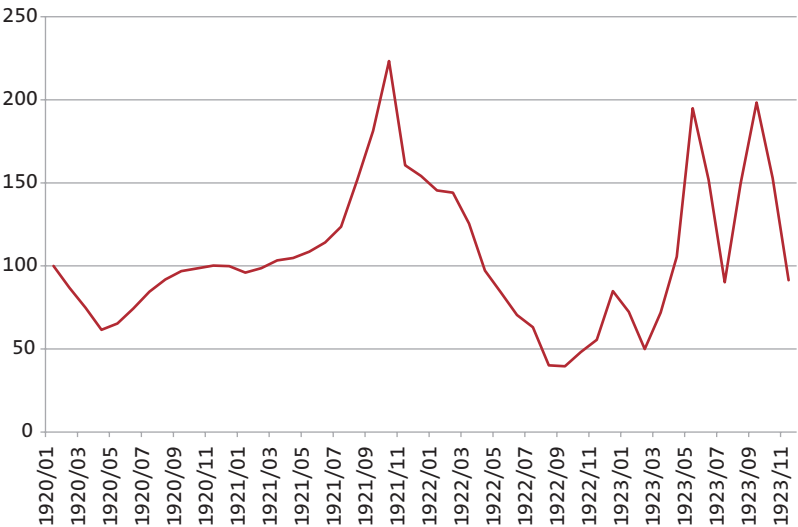
konnten auch Aktien einen Grossteil der Inflation ausgleichen. Vor diesem Hintergrund erstaunt es nicht, dass aufgrund der überbordenden Teuerung eine Flucht in Sachwerte einsetzte und daher Aktien, Gold, Immobilien, doch auch der US-Dollar, der Schweizer Franken und auch andere Devisen, Edelsteine usw. zu begehrten Wertaufbewahrungsmitteln zählten.

2.7.4 Aktien

Während der Hyperinflation durchliefen Aktien eine Phase extremer Volatilität. Wie dargestellt, verlief die Entwicklung der Aktienkurse in den Monaten der Hyperinflation hyperbolisch. Um eine Aussage zu machen, ob sich Aktienanlagen für einen deutschen Anleger während dieser Zeit lohnten, muss die damalige Teuerung berücksichtigt werden.

Nimmt man hierfür die offizielle Teuerungsrate, zum Beispiel den Lebenshaltungsindex des Statistischen Reichsamts, zum Massstab, ergibt sich, dass der Aktienindex in der Periode von 1920 bis 1923 sehr grosse Ausschläge verzeichnete, seinen Realwert jedoch weitgehend erhalten konnte. Dies bedeutet, dass ein deutscher Anleger während dieser Zeit mit Aktienanlagen die massive Teuerung – zumindest teilweise – auffangen konnte. Berücksichtigt man jedoch

Grafik 2:
Entwicklung des Aktienindex während der Hyperinflation 1920–1923
(real, indexiert, in Mark, 1920 = 100)



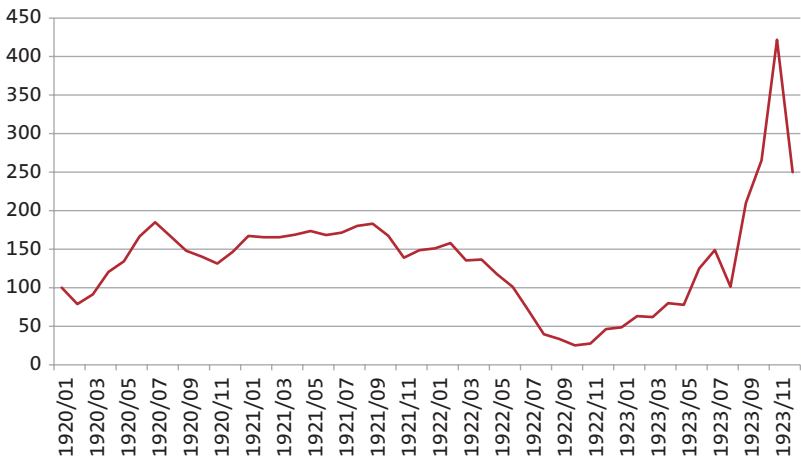
Quelle: Statistisches Reichsamt (Bearb.), 1925: Zahlen zur Geldentwertung in Deutschland

die extreme Volatilität, ist klar ersichtlich, dass dieser kaum in der Lage war, die Entwicklungen während der Krise zu seinen Gunsten zu nutzen. Hier bewahrheitet sich eine grundsätzliche Feststellung: In Krisenzeiten steht Werterhalt im Vordergrund – Chancen können typischerweise erst nach Überwindung einer Krise genutzt werden.

Eindrücklich ist die Entwicklung des Aktienindex, diesmal in US-Dollar gemessen.

Grafik 3:

Entwicklung des Aktienindex während der Hyperinflation 1920–1923
(nominal, indiziert, in US-Dollar, 1920 = 100)



Quelle: Statistisches Reichsamt (Bearb.), 1925: Zahlen zur Geldentwertung in Deutschland

Auch in US-Dollar ist die extrem hohe Volatilität von Aktien klar erkennbar. In der Periode von 1920 bis etwa Herbst 1922 musste ein Anleger mit Referenzwährung US-Dollar nach anfänglich namhaften Gewinnen letztlich markante Verluste von nahezu 75 Prozent verkraften. Interessanterweise konnte dieser Anleger jedoch in den darauffolgenden Monaten der Hyperinflation wieder markante Gewinne erzielen. Bereits Mitte 1923 war das Vorkrisenniveau wieder erreicht, und bis Ende dieses Jahres übertraf der Aktienindex, nach einer

Phase extremer Volatilität, den bisher in dieser Phase beobachteten Höchststand.

Der Grund hierfür kann aus den oben genannten Angaben hergeleitet werden: Während nämlich die Rendite des Aktienindex weitgehend die Teuerungsrate ausglich, schwächte sich die Mark zum US-Dollar in den Jahren 1920–1923 nur um etwa die Hälfte dieser atemberaubenden Entwicklungen ab.

Bei all diesen Betrachtungen muss darauf hingewiesen werden, dass diese stichpunktbezogen sind und die Marktverhältnisse vor allem in den Jahren 1922/23 aussergewöhnlich und keineswegs mehr geordnet waren. Wäre es nämlich Ende 1923 nicht zur Währungsreform gekommen, kann nicht ausgeschlossen werden, dass aufgrund der rasanten Zunahme der Teuerung, der Aktienmarktentwicklung und des Währungszerfalls letztlich andere Werte erzielt worden wären. Dennoch bleibt auch hier die Feststellung, dass während einer Krise schon viel erreicht ist, wenn eine Anlage ihren Wert behält.

Ein deutscher Anleger musste in den Jahren 1920–1923 mit Aktien zwar hohe Ausschläge in Kauf nehmen, war jedoch in der Lage, die massive Teuerung weitgehend aufzufangen.

Für einen Anleger mit Referenzwährung US-Dollar waren deutsche Aktien ungleich attraktiver. Zwar musste auch dieser extreme Volatilität und teilweise hohe Verluste verkraften – über die ganze Periode betrachtet, konnte er jedoch Gewinne erzielen. In beiden Fällen war es jedoch für einen Anleger kaum möglich, die Entwicklungen in diesen Jahren systematisch zu seinen Gunsten auszunutzen. Somit bleibt die Feststellung, dass während einer Krise bereits viel erreicht ist, wenn eine Anlage ihren Wert bewahrt.

2.8 Kann der Wertzerfall der Mark und Hyperinflation allein mit wirtschaftlichen Faktoren erklärt werden?

Mit der Monetarisierung der hohen Staatsverschuldung hatte Deutschland die Grundlagen für die Hyperinflation und einen massiven Wertverlust der eigenen Währung gelegt. Dennoch lassen sich der traumatische Wertzerfall der Mark und die Hyperinflation kaum nur mit rein quantitativen Ursachen erklären. Vielmehr spielten in den Jahren der Hyperinflation Unsicherheiten und ein kompletter Vertrauensverlust in die Zukunft des Landes eine entscheidende Rolle.

Als Folge davon schafften viele Deutsche ihr Vermögen ausser Land, zum Beispiel in die Niederlande und in die Schweiz, tauschten ihre Geldbestände in stabil geltende Währungen oder flüchteten in Sachwerte. Ebenso zogen sich ausländische Kapitalgeber anfangs der 1920er-Jahre schlagartig vom deutschen Kapitalmarkt zurück und stiessen im grossen Stil Reichsanleihen ab.

Mit dem Währungszerfall kollabierte die deutsche Wirtschaft endgültig. Die Arbeitslosigkeit stieg markant und die Reallöhne fielen ins Bodenlose (Reallöhne erreichten im Durchschnitt erst 1928 wieder das Vorkriegsniveau). Ende 1923 war der Papierwert der Geldscheine höher als die Kaufkraft ihres Nennwerts. Daher wurden Geldscheine zum Anfeuern genutzt, zu Eintrittskarten oder Quittungen überdruckt usw. All diese Entwicklungen waren deutliche Zeichen eines massiven Vertrauensverlusts in Deutschland und dessen Papiergeld und bildeten die Basis für die epochale Wertvernichtung der Mark und damit der Hyperinflation.

Die Monetarisierung der Staatsverschuldung legte die Grundlage für den massiven Wertverlust der Mark und die Hyperinflation. Diese lassen sich jedoch mit rein quantitativen Ursachen alleine nicht erklären. Vielmehr spielten Unsicherheiten und ein kompletter Vertrauensverlust in die Zukunft Deutschlands eine entscheidende Rolle.

Ende 1923 war der Papierwert der Geldscheine höher als die Kaufkraft ihres Nennwerts. Daher wurden Geldscheine zum Anfeuern genutzt, zu Eintrittskarten oder Quittungen überdruckt usw.

2.9 Wege aus der Krise

2.9.1 Die Währungsreform von 1923

Am 26. September 1923 verkündete die Regierung Stresemann das offizielle Ende des «Ruhrkampfes». Angesichts der Proteste gegen die Einstellung des passiven Widerstands verkündete die bayerische Staatsregierung noch am selben Tag den Ausnahmezustand in Bayern. Aus Furcht vor einer drohenden Eskalation des Konflikts zwischen Bayern und dem Reich verhängte Reichspräsident Ebert am 27. September den Ausnahmezustand über ganz Deutschland. Deutschland war nun auch noch politisch geschwächt.

Nun war eines klar: Um in Deutschland wieder geordnete wirtschaftliche und politische Verhältnisse zu schaffen sowie die permanente Geldentwertung zu stoppen, musste ein radikaler Währungsschnitt erfolgen. Die dadurch erhoffte Stabilisierung war auch eine Forderung der Siegermächte, denn diese mussten aufgrund der katastrophalen Folgen der Inflation ihre Politik der Reparationszahlungen reformieren.

Somit kam es am 15. November 1923 zur Währungsreform. Die Mark wurde im Verhältnis von einer Billion zu eins in die Rentenmark umgetauscht; mit anderen Worten: Die Umstellung von Mark auf Rentenmark erfolgte durch Streichung von zwölf Nullen(!). Der US-Dollar wurde wieder bei 4.20 fixiert – auf demselben Stand wie vor dem Ersten Weltkrieg.

Es hiess, die neue Währung sei durch «Grundbesitz der Industrie und der Landwirtschaft» gedeckt. Dies war eine klare Fiktion, denn wer wollte in einer solchen Situation wertvolles Land gegen wertloses Geld hergeben? Jedoch sehnten sich die Bürger Deutschlands

nach Jahren der Zermürbung endlich wieder nach Stabilität. Daher blieb ihnen nichts Weiteres übrig, als dem neuen Geld blind zu vertrauen. (Jung, 2009, S. 112)

Bernholz und Kugler haben in ihren Arbeiten, zum Beispiel «The Success of Currency Reforms to End Great Inflation», aufgezeigt, dass eine erfolgreiche Währungsreform vor allem von folgenden Faktoren abhängig ist:

- Erschliessung alternativer Quellen für die Finanzierung der Staatsschuld anstelle der Monetarisierung derselben,
- Einführung von strikter fiskalischer Disziplin zwecks Sanierung des Staatshaushalts und Limitierung beziehungsweise Aufgabe der Monetarisierung,
- Einführung einer unabhängigen Zentralbank,
- Einführung eines fixen Wechselkurses, zumindest so lange, bis aufgrund einer stabileren wirtschaftlichen Lage wiederum ein flexibler Wechselkurs eingeführt werden kann.

Mit der Umstellung auf die Rentenmark und der Fixierung des Wechselkurses war eine der oben genannten Voraussetzungen erfüllt. Weitere Voraussetzungen, wenn auch nicht alle vorher genannten, sollten mit dem nachfolgend erwähnten Dawes-Plan umgesetzt werden.

Aufgrund der Verkündung des offiziellen Endes des «Ruhrkampf» kam es zu Protesten gegen die Einstellung des passiven Widerstands. Somit musste die Regierung letztlich den Ausnahmezustand über ganz Deutschland verhängen. Deutschland war nun auch politisch geschwächt.

Um wieder geordnete wirtschaftliche und politische Verhältnisse zu schaffen und die massive Geldentwertung zu stoppen, musste ein radikaler Währungsschnitt erfolgen. Somit kam es am 15. November 1923 zur Währungsreform. Die Umstellung der Mark auf die Rentenmark erfolgte durch Streichung von zwölf Nullen(!). Als Folge der Währungsreform kam es zur grössten Umverteilung von Vermögen, die Deutschland je erlebt hatte.

2.9.2 Der Dawes-Plan

1924 entwickelte der Amerikaner Charles Dawes für die Reparationskommission einen neuen Zahlungsplan für Deutschland. Zur Stabilisierung der Rentenmark und Ankurbelung der Wirtschaft schlug dieser nunmehr eine Anleihe über 800 Millionen Goldmark vor. Damit nahm die Monetarisierung der Staatsschuld Deutschlands ein Ende. Ebenso sollte im Rahmen des Dawes-Plans die Reichsbank wieder ihre Funktion als eine von der Regierung unabhängige Notenbank zurückerhalten. (Deutsches Historisches Museum)

Was als «Wunder der Rentenmark» in die Geschichte eingegangen ist, glich in Wahrheit einem Offenbarungseid: Deutschland war bankrott. Und als Folge der Währungsreform kam es zur grössten Umverteilung von Vermögen, die Deutschland je erlebt hatte.

2.10 Wer waren die Gewinner, wer die Verlierer der Krise?

Mit der Währungsreform standen die Gewinner fest: Es waren alle diejenigen, die hoch verschuldet waren, allen voran der Staat. Zu diesem Zeitpunkt betrug die Staatsverschuldung 190 Trillionen Mark; diese konnten nun mit dem «komfortablen» Betrag von 190 Millionen Rentenmark getilgt werden – viele Schulden wurden sozusagen über Nacht «weginflationiert». (Berenberg, 2009, S. 22) Doch auch Private und Firmen, die auf Pump Realwerte erworben hatten und deren Schulden sich nun wie in Luft auflösten, profitierten ganz besonders von der Inflation und der Währungsreform.

Zu den weiteren Krisengewinnern zählten jedoch auch jene, die keine oder wenige Schulden hatten, jedoch Realwerte aller Art, Immobilien, Land, Beteiligungen, Maschinen, Rohstoffe, Edelmetalle, Kunst, Diamanten, Devisen usw., besaßen – kurzum Realwerte, die den Währungsschnitt überdauerten. (Deutsches Historisches Museum)

Doch auch die Verlierer standen fest: Es waren alle diejenigen – die grosse Mehrheit –, die über Nominalvermögen verfügten, zum Beispiel Sparer, Inhaber von Staatsanleihen sowie solche, die von ihren Kapitaleinkünften oder Renten lebten. Als Folge der Hyperinflation und der anschliessenden Währungsreform wurde ein Grossteil der Bevölkerung enteignet, das heisst, sie verloren sozusagen alles, was sie über Jahre angespart hatten. Damit gehörten auch Banken, Sparkassen und Versicherer zu den Verlierern. Diese blieben auf dem Papiergeld sitzen und verfügten kaum mehr über Eigenkapital. Viele von ihnen mussten ihre Geschäftstätigkeit entweder aufgeben oder ab 1924 wieder von vorn beginnen. (Homburg, 2011, S. 18, Jung, 2009, S. 112)

Vor diesem Hintergrund ist es nicht weiter erstaunlich, dass Deutschland 1923 dreimal mehr Auswanderer als im Jahr zuvor zählte, viele Deutsche sich radikalisierten und der Aufstieg von Hitler ebenso im November 1923 begann. Hyperinflation und Währungsreform waren für den Grossteil der Bürger ein traumatisches Erlebnis.

Mit der Währungsreform standen die Gewinner fest: Es waren alle diejenigen, die hoch verschuldet waren, allen voran der Staat. Zu den Krisengewinnern zählten jedoch auch jene, die keine oder wenige Schulden hatten, jedoch Realwerte aller Art wie Immobilien, Beteiligungen, Edelmetalle, Devisen usw. besassen – kurzum Werte, die den Währungsschnitt überdauerten.

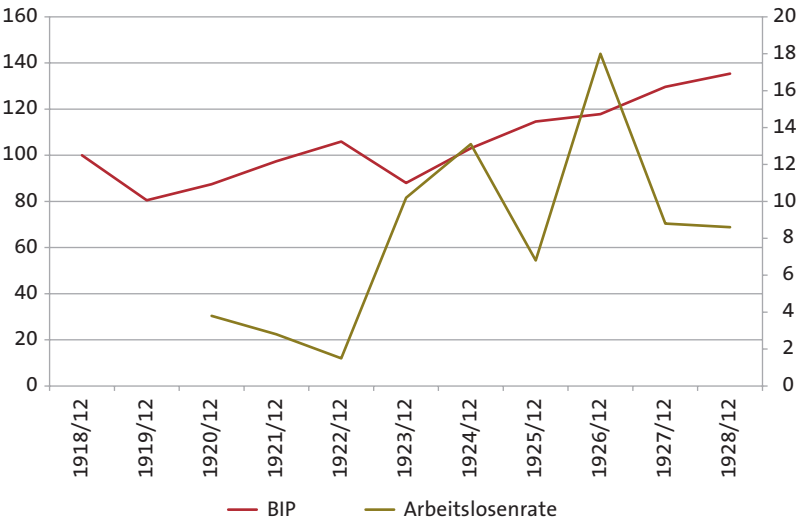
Doch auch die Verlierer standen fest: Es waren alle diejenigen – die grosse Mehrheit –, die über Nominalwerte verfügten. Als Folge der Hyperinflation und der Währungsreform wurde ein Grossteil der Bevölkerung enteignet, das heisst, sie verloren sozusagen alles, was sie über Jahre angespart hatten.

2.11 Zurück zum Start – wirtschaftliche Entwicklungen

2.11.1 BIP und Arbeitslosigkeit

Wie so oft, war auch die Währungsreform in Deutschland eine wichtige Grundvoraussetzung («conditio sine qua non») für die Überwindung der Krise und Erholung der Wirtschaft. Mit ihr trat das Land für einige Jahre in eine Phase relativer Stabilität. Zwar wurden damit nicht sämtliche wirtschaftlichen und politischen Probleme über Nacht weggefeht. Deutschland erlebte jedoch wieder eine positive und halbwegs geordnete wirtschaftliche Entwicklung, wenn auch mit einer nach wie vor hohen Arbeitslosigkeit sowie politischen Unsicherheiten. Ebenso blieb die aussenwirtschaftliche Position nach wie vor fragil (siehe auch Anhang).

Grafik 4:
Entwicklung des BIP (indexiert, 1918 = 100) und der Arbeitslosenrate 1918–1928
(in %)



Quelle: www.worldeconomics.com, Eichengreen, Barry; T. J. Hatton:
Interwar Unemployment in International Perspective, 1988

Wie so oft, war auch die Währungsreform in Deutschland eine wichtige Grundvoraussetzung («conditio sine qua non») für die Überwindung der Krise und Erholung der Wirtschaft.

2.11.2 Inflation

Eines der Hauptprobleme, die extrem hohe Inflation, schien jedoch durch die Währungsreform gebändigt. Zwar war die Teuerungsrate 1924 noch verhältnismässig hoch, jedoch nahm diese in den darauffolgenden Jahren geradezu erträgliche Ausmasse an.

Tabelle 5:

Entwicklung der Konsumentenpreise 1925–1935

(in Reichsmark, in %)

	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935
NSP zu Marktpreisen		- 2.0	+7.8	+2.8	- 1.1	- 5.2	- 8.8	- 8.7	- 1.5	+3.7	- 3.1
Lebenshaltungskosten	+8.4	+0.3	+4.0	+2.6	+1.5	- 3.8	- 8.1	- 11.4	- 2.2	+2.6	+1.6
Nahrungs- und Genussmittel	+8.5	- 2.3	+5.2	0.0	+1.8	- 6.4	- 10.1	- 11.8	- 1.9	+4.4	+1.8
Wohnung	+52.1	+22.6	+16.2	+9.2	+0.4	+2.2	+2.0	- 7.8	- 0.1	- 0.1	+0.1
Lebenshaltungskosten	+8.4	+0.3	+3.7	+2.6	+1.4	- 4.3	- 8.1	- 11.3	-	-	-
Grosshandelspreise	+3.3	- 5.2	+2.4	+1.7	- 2.0	- 9.2	- 11.0	- 13.0	- 4.7	+6.1	+5.7

Quelle: Peter-Christian Witt, Die Auswirkungen der Inflation auf die Finanzpolitik des Deutschen Reichs 1924–1935

2.11.3 Zinsen

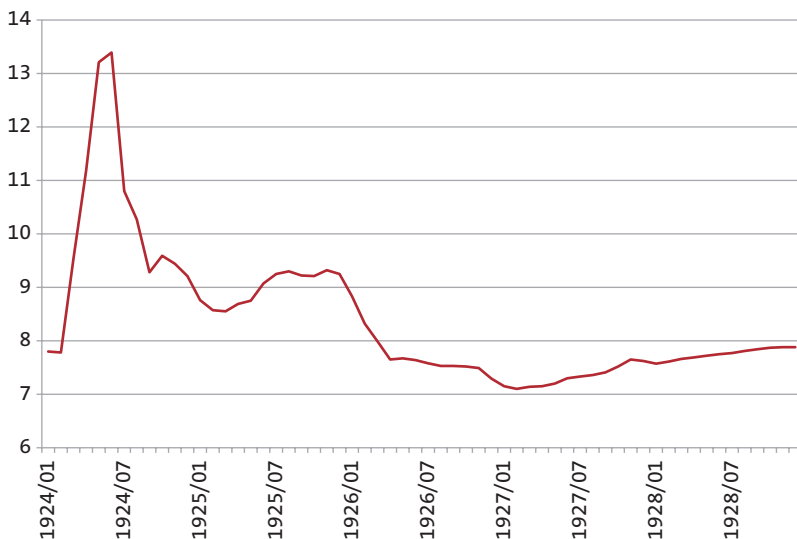
Als Folge der Währungsreform mussten die Zinsen, zwecks Stabilisierung der Währung auf dem neu fixierten Niveau, vorerst stark angehoben werden. Erst in der anschliessenden Stabilitätsphase konnten diese wieder sukzessive gesenkt werden. Was auf den ersten Blick einer erfreulichen Entwicklung gleicht, muss jedoch stets auch im damals herrschenden internationalen Vergleich gesehen

werden. Demnach lagen die Zinsen in Deutschland während vieler Jahre nach der Währungsreform auf einem vergleichsweise hohen Niveau.

Grafik 5:

Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze 1924–1928

(in %)



Quelle: Statistisches Reichsamt (Bearb.), 1925: Zahlen zur Geldentwertung in Deutschland

2.11.4 Aktien

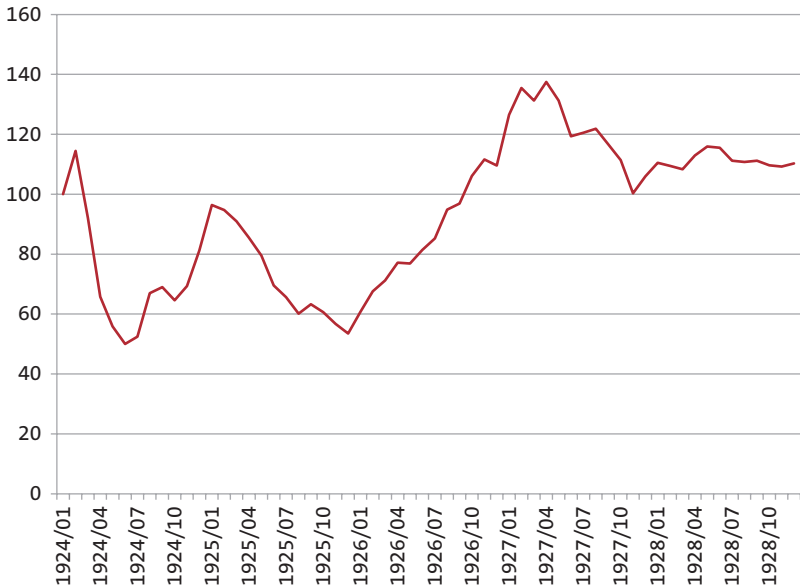
Nach der Währungsreform setzten Aktien vorerst zu einer kurzen Erholung an. Die anschließende Phase der Stabilität Deutschlands war jedoch durch politische und wirtschaftliche Spannungen gekennzeichnet. Die dadurch herrschende Unsicherheit hinterliess klare Spuren an den Aktienmärkten und diese durchliefen bis etwa Ende 1925 eine volatile Entwicklung, bei der kurzfristig auch wieder neue Tiefststände erreicht wurden. Erst ab Anfang 1926 setzte von diesem tiefen Niveau aus eine markante Erholung ein, und bereits im Herbst dieses Jahres erreichte der Aktienindex real wiederum das Niveau

wie nach der Währungsreform. Über einen Zeithorizont von fünf Jahren nach der Währungsreform erwiesen sich Aktien somit als volatile, wenn auch weitgehend krisenresistente Anlage.

Grafik 6:

Entwicklung des Aktienindex nach der Währungsreform 1924–1928

(real, indexiert, in Reichsmark, 1924 = 100)



Quelle: Statistisches Reichsamt (Bearb.), 1925: Zahlen zur Geldentwertung in Deutschland

Aufgrund des nunmehr fixierten Wechselkurses zum US-Dollar war die Wertentwicklung für einen Anleger mit Referenzwährung US-Dollar ab diesem Zeitpunkt für mehrere Jahre analog zu derjenigen für einen deutschen Anleger.

Nach der Währungsreform durchliefen Aktien, ausgelöst durch politische und wirtschaftliche Spannungen, vorerst eine volatile Phase. Über eine Periode von fünf Jahren nach der Währungsreform erwiesen sich Aktien als volatile, wenn auch weitgehend krisenresistente Anlage.

2.11.5 Gold

Edelmetalle, zum Beispiel Gold, gelten stets als «Hort der Sicherheit». Diese populäre Erkenntnis ist aus den Erfahrungen während der Hyperinflation in Deutschland klar nachvollziehbar. Denn während der Phase vor dem Ersten Weltkrieg bis viele Jahre nach der Währungsreform war der Goldpreis (in US-Dollar) bei rund 21 US-Dollar fixiert.

Somit erfüllte Gold sowohl während der Jahre der Kriegswirren wie auch in den darauffolgenden Jahren der Hyperinflation seine Funktion als «Sicherheitswährung», welcher sowohl Zahlungs- wie auch Wertaufbewahrungsfunktion zukamen. Berücksichtigt man den oben genannten Zusammenhang zwischen US-Dollar und Teuerung, wird Letzteres offensichtlich, das heisst, mit Gold konnte ein Deutscher während der Jahre sehr hoher Inflation die Teuerung überkompensieren und selbst zu Zeiten der Hyperinflation konnte damit zumindest ein Teil der Teuerung aufgefangen werden. Daher erstaunt es nicht, dass Gold zu den begehrten Realwerten zählte.

Gold erfüllte sowohl während der Jahre der Kriegswirren wie auch in den darauffolgenden Jahren der Hyperinflation seine Funktion als «Sicherheitswährung», welcher sowohl Zahlungs- wie auch Wertaufbewahrungsfunktion zukamen.

2.12 Müssen wir wieder mit einer Hyperinflation rechnen?

Wie aus dem Anhang hervorgeht, durchlebten im vergangenen Jahrhundert nicht nur Deutschland, sondern 24 weitere Länder 28 Phasen von Hyperinflation. In diesem Jahrhundert kam noch Simbabwe hinzu. Somit stellt sich die berechtigte Frage, ob Phasen sehr hoher Inflation beziehungsweise Hyperinflation auch heutzutage wiederkehren können.

Box 1 Hundert Billionen Simbabwe-Dollar – Hyperinflation im 21. Jahrhundert: Simbabwe als Lektion für Zentralbanken John Legat

Wir nannten es «Gekochter-Frosch-Syndrom». Ein Frosch fühlt sich wohl in kaltem Wasser. Wirft man ihn jedoch in kochendes Wasser, tut er alles, um dem Hitzetod zu entkommen. Setzt man ihn hingegen in lauwarmes Wasser und erhöht langsam die Temperatur, unternimmt er keine Anstrengung, um aus dem Wasser zu springen – bis es zu spät ist.

Wie dem gekochten Frosch erging es allen, die zwischen 2006 und 2008 in Simbabwe lebten. In dieser Periode wurde das Land zuerst von einer hohen, dann galoppierenden und letztlich von einer Hyperinflation erfasst (knapp 80 Mrd. Prozent pro Monat)*. Preise verdoppelten sich innerhalb von 24 Stunden. Zwischen 1999 und 2009 verliessen Hunderttausende das Land in Richtung Südafrika, Europa, Australien oder USA. Simbabwe verlor damit eine Masse hoch qualifizierter Arbeiter.

Golftaschen als Portemonnaie

Unter diesen Bedingungen wurde das Überleben in Simbabwe zur Herausforderung. Weil die Preise rasant anstiegen, musste man ständig Geld bei sich haben, um sofort einkaufen zu können. Um die Geldbündel rumzutragen, wurden anstelle von Portemonnaies Golftaschen verwendet. Wer zu lange wartete, bekam nicht die gewünschten Produkte, und Händler verlangten stets einen überhöhten Preis, um die Teuerung während der Transaktion vorwegzunehmen.

Die Realeinkommen sanken dramatisch, und zum Zeitpunkt der Auszahlung war deren Kaufkraft bereits tiefer. Um weitere Einbussen zu vermeiden, musste das Geld sofort ausgegeben werden – zumindest was verfügbar war, denn die Notenbank kam mit dem Drucken der Geldscheine nicht mehr nach.

Die Hyperinflation in Simbabwe – und das gilt für jede Hyperinflation – war ein monetäres Phänomen und die Folge von exzessivem Gelddrucken durch die Reserve Bank of Zimbabwe. Die letzte gedruckte Banknote im Januar 2009 hatte einen Wert von 100 Billionen Simbabwe-Dollar.

Wie konnte es soweit kommen?

Präsident Mugabes Unterstützung in der Bevölkerung beruhte auf Günstlingswirtschaft und politischer Patronage. Als er 1997 die Pensionen von Kriegsveteranen auf ein Niveau erhöhte, das nicht mehr finanzierbar war, halbierte sich der Wert der Währung innerhalb weniger Tage. Der Startschuss für die Hyperinflation war gefallen.

Anfang 2000 überfielen Günstlinge von Mugabe kommerzielle Farmen und die Eigentümer wurden sukzessive enteignet. Die landwirtschaftliche Produktion, das

* Steven H. Hanke und Alex K. F. Kwok. «On the Measurement of Zimbabwe's Hyperinflation», in: Cato Journal, Vol. 29, No 2, 2009

Rückgrat der Wirtschaft, ging dramatisch zurück und zwischen 2000 und 2009 halbierte sich das Bruttosozialprodukt. Während die Wirtschaftsleistung sank und die Inflation in die Höhe schoss, wurde der Chef der Zentralbank zum eigentlichen Architekten einer zentralen Planwirtschaft. Die Preise wurden von oben festgelegt, ausländische Währungen kontrolliert, und ohnehin schon beschränkte Ressourcen wurden nunmehr von der Zentralbank zugeteilt – allen voran den politischen Günstlingen.

In der Folge brach die Wirtschaft zusammen, die Regale der Supermärkte leerten sich, und aufgrund des Mangels an Devisen konnten kaum mehr Rohstoffe importiert werden. Die Industrieproduktion und Beschäftigung gingen stark zurück. Der Bergbau, eine wichtige Quelle für ausländische Devisen, kam ebenfalls zum Erliegen, denn die Zentralbank kaufte neues Gold nur noch mit beinahe wertlosen Simbabwe-Dollars – die sie natürlich selber druckte. Den Verkäufern blieb nichts anderes übrig, als das wertlose Geld zu akzeptieren.

Devisenklaus, florierender Tauschhandel und Schwarzmarkt

Als ausländische Währungen weitgehend aufgebraucht waren, «borgte» sich die Zentralbank die ausländischen Devisen von den Konten lokaler Unternehmen bei deren ausländischen Banken. Mit dem Geld finanzierte die Zentralbank die Regierung und sich selbst. Die Gläubiger warten noch heute auf ihr Geld – schätzungsweise mehrere Milliarden US-Dollar.

Zum Zeitpunkt, als die Inflation in eine Hyperinflation überging und die Anzahl von Nullen unüberschaubar wurde, begannen die Computersysteme ihren Geist aufzugeben. In der Folge strich die Zentralbank 2009 einfach 23 Nullen der Originalwährung. Hätte sie dies nicht gemacht, hätte die oben genannte 100-Billionen-Note diese Anzahl Nullen mehr gehabt.

Die Auswirkungen auf Ersparnisse waren verheerend. Diese konnten mit den rasant steigenden Preisen nicht mithalten, und Zinsen auf Bankvermögen waren wertlos. Der Tauschhandel kam zu neuer Blüte: Ersparnisse wurden in Realwerte aller Art, Immobilien, Aktien, Whisky usw., getauscht – kurzum in alles, was man später in andere Güter tauschen konnte.

Eine der liquidesten Anlagen waren Aktien. Historisch hatte Simbabwe eine starke Aktienkultur und die Zimbabwe Stock Exchange (ZSE) hatte sich im Laufe der Zeit zu einer der grössten Aktienmärkte in Afrika entwickelt. Konnte ein Unternehmen nunmehr keine Rohstoffe oder Devisen mehr erwerben, kaufte es Aktien.

Der an der ZSE gehandelte Versicherungskonzern Old Mutual wurde bald zum Massstab für den Wechselkurs von Simbabwe. Diese Aktie wurde in London in Pfund und in Harare in Simbabwe-Dollars gehandelt. Dadurch entstand ein impliziter Wechselkurs – der «Old Mutual Implied Rate» (OMIR). Dieser ersetzte den von der Zentralbank kontrollierten offiziellen Wechselkurs – Letzterer war in der Zwischenzeit irrelevant geworden.

Mit dem OMIR wurden die Preise für Güter und Dienstleistungen festgelegt. Damit wurde dieser zum Benchmark für die Hyperinflation. Je mehr der Aktienpreis an der ZSE stieg, desto mehr stiegen die Güterpreise und umgekehrt. Daher versuchte

die Zentralbank, den Preis dieser Aktie zu kontrollieren. Letztlich erzwang die Zentralbank im November 2008 die Schliessung der ZSE. Angesichts der hohen Ersparnisse, die in Aktien investiert waren, stellte dies für die Anleger einen massiven regulatorischen Schritt dar – die Tage der Hyperinflation schienen nun gezählt. Ende 2008 nahm kaum jemand noch Simbabwe-Dollars als Zahlungsmittel an. Der Schwarzmarkt für Güter und Dienstleistungen gedieh prächtig – abgerechnet wurde jedoch nur noch in Südafrikanischen Rands oder US-Dollars.

Die Zentralbank reagierte umgehend. Sie verlangte, dass Geschäfte, in denen mit ausländischen Währungen gezahlt werden konnte, eine Lizenz erwerben mussten. Diese musste von der Zentralbank in US-Dollars gekauft werden – ein letzter Akt der Verzweiflung.

Im Februar 2009 verliess das Land den Simbabwe-Dollar vollständig und richtete ein Währungssystem ein, in dem US-Dollar, Pfund, Euro und Rand frei und legal benutzt werden konnten. Innerhalb von sechs Monaten wurde der US-Dollar zur bevorzugten Tauschwährung. Das ist er auch heute noch. Im selben Monat wurde auch wieder die ZSE eröffnet – Aktienpreise wurden nunmehr in US-Dollars und US-Cents notiert.

Es geht wieder aufwärts

Selbstverständlich wurden alle Bankguthaben, Schulden und Bargeld in Simbabwe-Dollars wertlos. Die einzigen Gegenstände, die noch einen Wert besaßen, waren Realwerte wie Immobilien, Aktien oder Whisky. Diese konnten nun in US-Dollars verkauft werden. Ebenfalls wurden Löhne in US-Dollars gezahlt. Diese waren anfänglich jedoch sehr tief, zumal die Firmen diese Dollars zuerst erwirtschaften mussten. Als die Reallöhne innerhalb eines Jahrzehnts erstmals stiegen, hob der Konsum an. Heute sind alle Regale der Supermärkte Simbabwes wieder voll. 2009 betrug die Inflation minus 7 Prozent, das heisst, es herrschte Deflation. 2010 stieg diese auf 3,2 Prozent und das Wachstum erreichte 8,5 Prozent. Letzteres soll im Jahr 2011 den Wert von 10 Prozent annehmen.

Mit der Einführung von US-Dollars wurde die Kontrolle von Preisen und Währungen abgeschafft. Der freie Markt funktioniert wieder. Die Landwirtschaft erholt sich, die Produktion von Tabak, Baumwolle, Mais und Zucker steigert sich laufend. Der Bergbau boomt. Die Bergbauwerke erhöhen die Produktion von Platin, Gold, Chrom, Diamanten und Kohle. Die Zahnräder drehen sich wieder, aber diesmal sind sie getrieben durch die Dynamik der Marktwirtschaft. Die Zentralbank hat noch die Rolle der Aufsicht über Banken und Firmen. Die Geldpolitik Simbabwes wird jedoch faktisch von dem US-amerikanischen Fed betrieben. Viele Angestellte der Zentralbank Simbabwes wurden daher arbeitslos.

Fazit

Für jene, die wie ich und das Personal von Imara in Simbabwe geblieben waren, war die Einführung des US-Dollars ein buchstäblich cooler Segen; die Flamme, die den Frosch langfristig kochte, wurde erstickt. Das Potenzial der simbabwischen Wirtschaft ist trotz der korrupten Politik und der fehlerhaften Übergangsregierung gewaltig. Simbabwe hat aus seinen Fehlern gelernt.

In einer Zeit, in der Zentralbanker in allen Teilen der Welt Geld drucken, täten sie gut daran, sich daran zu erinnern, was in den letzten sechs Jahren in Simbabwe geschehen ist.

John Legat studierte in Grossbritannien Ökonomie und zog 1997 nach Simbabwe, wo er die Fleming Asset Management gründete. Er ist Verwaltungsrat der Imara Holding Limited, wo er die Vermögensverwaltung und den 2005 gegründeten Imara African Opportunities Fund leitet.

Bei vielen der aufgeführten Beispiele ging der Phase der Hyperinflation – analog zu Deutschland – ein Krieg voraus. Wie jedoch auch das obige Beispiel von Simbabwe zeigt, genügen offenbar kriegerische Auseinandersetzungen nicht als Erklärungsansatz. Vielmehr ist Hyperinflation primär ein monetäres Phänomen. Das heisst, die Ausgangslage können politische Wirren sein, jedoch wird die Grundlage für Hyperinflation durch einen finanzschwachen Staat gelegt, der aufgrund mangelnder fiskalischer Disziplin dazu verleitet wird, seine Staatsschulden via Geldschöpfung zu finanzieren. Das Beispiel von Deutschland zeigt dies klar auf: Hier wurde eine extreme, das heisst nicht mehr tragfähige, Staatsverschuldung sukzessive durch die Notenbank «monetarisiert», das heisst, durch die Notenpresse finanziert.

Staatsschulden sind letztlich aufgeschobene Steuern – jemand muss früher oder später immer die Zeche bezahlen. Ist das zu einem gegebenen Zeitpunkt nicht mehr möglich, so bleiben dem Staat letztlich zwei Optionen: Staatsbankrott oder Inflation.

Soll Ersterer abgewendet werden, verbleibt nur noch die Variante, Inflation in Kauf zu nehmen und im Zuge davon die Schulden «wegzuinflationieren». Wenn damit die Verschuldung real zwar verringert werden kann, tritt aber als Folge einer zunehmenden Inflation im Laufe der Zeit ein Vertrauensverlust in das Land ein. Als Folge davon schwächt sich deren Wechselkurs sukzessive ab und legt die Basis für eine noch höhere Inflation – im Extremfall eine Hyperinflation. Zu einem gegebenen Zeitpunkt verlieren die Anleger das Vertrauen in das Papiergeld vollends und versuchen, mittels Flucht in Sachwerte, zum Beispiel Gold, Aktien, Immobilien, der Teuerung zu entgehen.

Zurzeit weisen viele Länder sehr hohe Staatsschulden auf – der Wille zur nachhaltigen Reduktion dieser Schulden, das heisst fiskalische Disziplin, sowie deren zukünftige Tragfähigkeit darf in den meisten Fällen fürwahr infrage gestellt werden. Gleichzeitig versuchen viele Notenbanken die als Folge der Finanzkrise der letzten Jahre vielerorts beobachtete Konjunkturschwäche mit hohen Liquiditätsspritzen zu stimulieren. Als Folge dieser massiven Geldmengenausweitung verwischen sich jedoch vielerorts immer mehr die Grenzen zwischen Geld- und Fiskalpolitik. Eine direkte oder indirekte Monetarisierung von Staatsschulden wird von vielen offiziellen Stellen wie Regierungen, Zentralbanken usw. somit mehr oder weniger offen toleriert – und die Bürger werden mit immer weniger transparenten Massnahmen und Finanzierungsvehikeln zunehmend getäuscht.

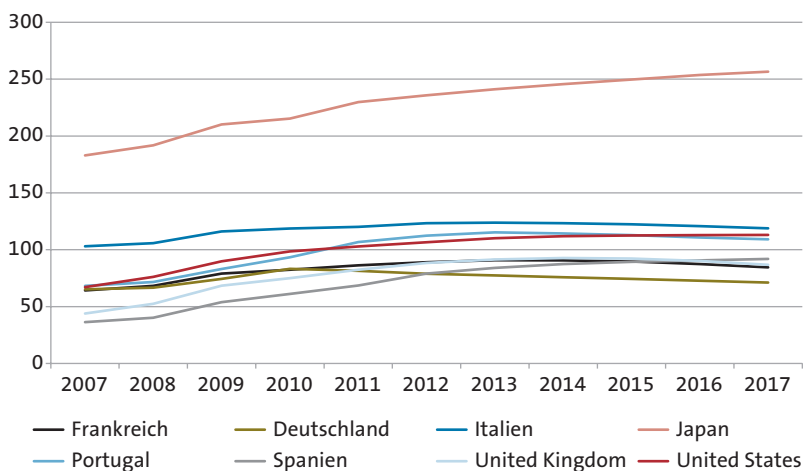
Somit scheinen a prima vista vielerorts einige relevante Faktoren für sehr hohe Inflation und eventuell sogar Hyperinflation – extreme Staatsverschuldung, extreme Geldmengenausweitung und Tendenz zur verdeckten oder sogar offenen Monetarisierung von Staatsschulden – gegeben. Daher gehen wir anschliessend der Frage nach, in welchen Ländern heute die Voraussetzungen hierfür vorhanden sind. Hierbei liegt der Fokus auf solchen Ländern, die aufgrund ihrer volkswirtschaftlichen Bedeutung von Relevanz sind. Abschliessend versuchen wir zu beurteilen, welche Indikatoren möglicherweise Hinweise für das Risiko einer Hyperinflation geben können.

Aktuell sind in vielen Ländern einige relevante Faktoren für eine grosse Inflation – extreme Staatsverschuldung, extreme Geldmengenausweitung und Tendenz zur verdeckten oder sogar offenen Monetarisierung von Staatsschulden – gegeben. Die Grenze zwischen Geld- und Fiskalpolitik wird vielerorts zunehmend verwischt, die Unabhängigkeit von Zentralbanken immer mehr infrage gestellt, und die Bürger werden mit immer weniger transparenten Massnahmen und Finanzierungsvehikeln zunehmend getäuscht.

2.12.1 Entwicklung der Staatsverschuldung in ausgewählten Ländern

Betrachtet man die Entwicklung der Staatsverschuldung ausgewählter Länder im Verhältnis zu deren BIP, so wird ersichtlich, dass viele dieser Länder in den kommenden Jahren (2012–2017) eine hartnäckig hohe Staatsverschuldungsquote aufweisen werden. In dieser Beziehung lassen sich bezüglich der Durchschnittswerte für die kommenden Jahre grob drei Gruppen bilden: Deutschland, Spanien, Frankreich und England weisen Quoten zwischen 75 und 90 Prozent, Portugal, USA und Italien eine solche zwischen 111 und 122 Prozent auf, und Japan belegt mit einer Quote von rund 250 Prozent einen Spitzenwert.

Grafik 7:
Entwicklung der Staatsverschuldung 2007–2017
(in %)



Quelle: IMF World Economic Outlook, April 2012, www.imf.org

Um sich der grossen Unterschiede in der Verschuldungsquote, vor allem zwischen Japan und den anderen aufgeführten Ländern, ein klareres Bild zu machen, müssen die unterschiedlichen wirtschaft-

lichen Situationen kurz hervorgehoben werden. Beispielsweise ist Japan einer der weltweit grössten Gläubiger. Demgegenüber sind die USA die weltweit grösste Schuldernation. Aufgrund der Tatsache, dass ein (Netto-)Schuldnerland nicht nur von seinen inländischen, sondern auch von ausländischen Gläubigern abhängig ist, macht es dieses hinsichtlich seiner Verschuldungssituation wesentlich anfälliger, vor allem auf Veränderungen der Einschätzung seitens seiner ausländischen Gläubiger. Dies kann sich beispielsweise in einem plötzlichen Vertrauensverlust derselben gegenüber einem Land äussern, was in der Regel von Kapitalabflüssen beziehungsweise abrupten Kapitalstopps begleitet wird (sogenannte «sudden stops»). Demnach legen wir bei unserer anschliessenden Kurzanalyse den Fokus vor allem auf die (Netto-)Schuldnerländer.

Geht man nun davon aus, dass in den kommenden Jahren die Wachstumsraten dieser Länder sehr gering, wenn nicht sogar negativ sein werden, und nimmt man die Tatsache zur Kenntnis, dass in den meisten dieser Länder keine nachhaltigen Anstrengungen zur Einführung von fiskalischer Disziplin ersichtlich sind, so könnte sich die oben dargestellte Prognose des IWF sogar als zu optimistisch herausstellen. Vor diesem Hintergrund kann nicht ausgeschlossen werden, dass die Verschuldungsquoten automatisch noch höhere Werte annehmen werden. Beispielsweise müsste Spanien, nur um die aktuelle Verschuldungsquote aufrechtzuerhalten, im kommenden Jahr mehr als 6 Prozent BIP-Wachstum aufweisen – eine zurzeit vollends unrealistische Annahme. Demselben Risiko sind neben Spanien auch Portugal, England und die USA ausgesetzt. Somit bleibt hier die Feststellung, dass in den kommenden Jahren die sehr hohe Staatsverschuldung in diesen Ländern bestenfalls eine Konstante ist.

Betrachtet man die Entwicklung der Staatsverschuldung ausgewählter Länder im Verhältnis zu deren BIP, so wird ersichtlich, dass viele dieser Länder in den kommenden Jahren (2012–2017) eine hartnäckig hohe Staatsverschuldungsquote aufweisen werden. Viele dieser Länder sind

(Netto-)Schuldner und damit nicht nur von ihren inländischen, sondern auch von ihren ausländischen Gläubigern abhängig. Dies macht sie hinsichtlich ihrer Verschuldungssituation sehr anfällig, vor allem auf Veränderungen der Einschätzung ihrer Gläubiger. Verlieren diese beispielsweise zu einem gegebenen Zeitpunkt das Vertrauen in ein Land, führt dies oftmals zu Kapitalabflüssen beziehungsweise abrupten Kapitalstopps, sogenannten «sudden stops».

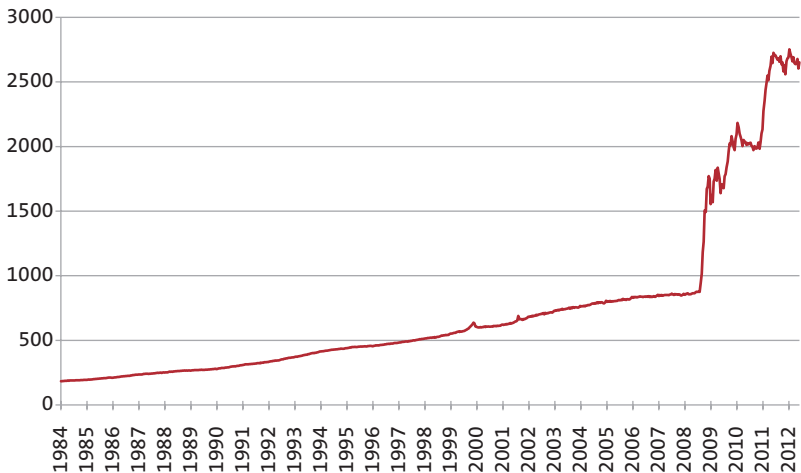
2.12.2 Entwicklung der Geldmengenausweitung

Zumal die meisten der oben genannten Länder kaum Wachstum aufweisen – und Austeritätsprogramme per Definition nicht zu einer Wiederankurbelung der Konjunktur beitragen –, versuchen die Notenbanken seit 2008 diesen Effekt zu kompensieren. Hierzu bedienen sie sich einer extrem lockeren Geldpolitik. Als Folge davon sind

Grafik 8:

Entwicklung der monetären Basis der USA 1984–2012

(in Mrd. US-Dollar)



Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis

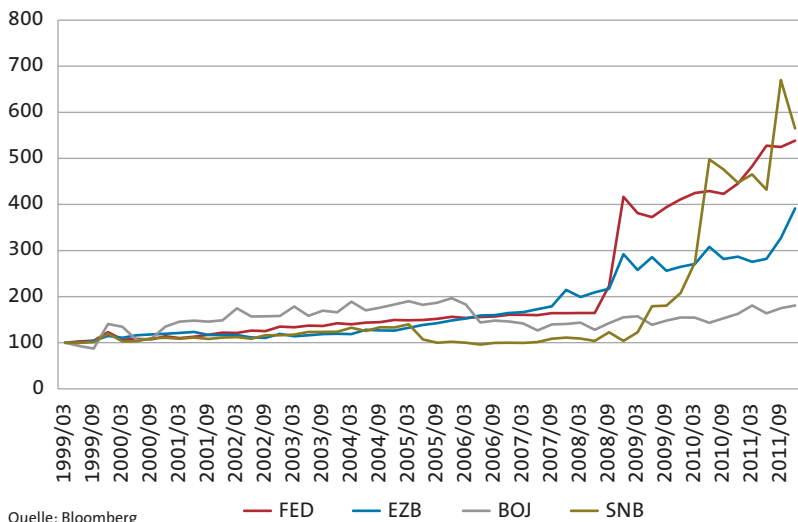
die Zinsen vielerorts auf rekordtiefe Niveaus gefallen – die erhofften Stimulierungen der Konjunktur blieben jedoch bislang aus.

Vor diesem Hintergrund versuchen die Zentralbanken mit einer immer höheren Ausweitung der Geldmengen Leben in die Wirtschaft zu pumpen. Hierzu werden in der Zwischenzeit immer phantasievollere, kreativere und wenig transparente Stimulierungs- und Finanzierungsprogramme (sogenannte «neue Adressen»), zum Beispiel die «Long Term Financing Operation» (LTRO), «Quantitative Easing» (QE), «Securities Market Programme» (SMP), «European Financial Stability Facility» (ESFS) usw., umgesetzt, mit dem Ziel, den Markt regelrecht mit Geld zu fluten, den Ankauf von Staatsanleihen zu unterstützen, die Zinskurve am kurzen wie auch am langen Ende zu manipulieren usw. Alle diese Massnahmen finden ihren Niederschlag in einer markanten Ausweitung der Geldmenge beziehungsweise der Bilanzen der Zentralbanken, vor allem seit 2008 (siehe Grafik 9).

Grafik 9:

Entwicklung der Bilanzen ausgewählter Zentralbanken 1999–2011

(in US-Dollar, indiziert, 1999 = 100)



Offiziell wird diese geschaffene Liquidität zurzeit zwar nicht direkt zur Monetarisierung von Staatsschulden verwendet. Jedoch ermöglichen oder unterstützen die zwischenzeitlich eingesetzten Programme und Regulierungen eine indirekte Monetarisierung. Beispielsweise sind die Eigenmittelanforderungen für Banken für das Halten von Staatsanleihen entweder nahezu null oder absurd tief, oder Versicherungen werden aufgrund regulatorischer Vorschriften regelrecht gezwungen, Positionen in Staatsanleihen zu halten. Im Weiteren akzeptieren die Notenbanken in der Zwischenzeit selbst staatliche Anleihen fragwürdiger Güte als Hinterlegung für die Kreditschöpfung oder setzen einige ihrer Programme direkt für den Kauf von Staatsanleihen ein. Egal, ob Letzteres auf dem Primär- oder Sekundärmarkt erfolgt, eine Feststellung bleibt: Der Prozess der teilweisen Monetarisierung von Staatsschulden ist in einigen Ländern bereits eingeleitet und im vollen Gang, womit die Grenze zwischen Geldpolitik und Fiskalpolitik verwischt wird.

Seit 2008 versuchen die wichtigsten Zentralbanken die Konjunktur mittels einer extrem lockeren Geldpolitik zu stimulieren. Hierzu werden in der Zwischenzeit immer phantasievollere und kreativere Stimulierungs- und Finanzierungsprogramme umgesetzt.

Der Prozess der teilweisen Monetarisierung von Staatsschulden ist in einigen Ländern bereits eingeleitet und im vollen Gang, womit die Grenze zwischen Geld- und Fiskalpolitik verwischt wird.

2.12.3 Welche Indikatoren gilt es zu beobachten?

Unbestritten ist, dass eine weitere Erhöhung von Staatsschulden sowie die weitere Zunahme der Geldmenge keine positive Entwicklung ist, und zwar unabhängig davon, ob die zusätzlich geschaffene Geldmenge zum Teil oder komplett der Monetarisierung von Staatsschulden dient. Somit ist es unklar, ab welchem Zeitpunkt aus dem Potenzial für eine sehr hohe Inflation beziehungsweise Hyperinflation ein effektives Risiko wird. Auch wenn zurzeit die Gefahr einer

Hyperinflation in den oben genannten Ländern nicht imminently erscheint, gilt es dennoch, einige Indikatoren im Auge zu behalten.

Einer davon ist das Verhältnis zwischen zusätzlicher Geldschöpfung und der Netto-Neuverschuldung. Nimmt dieses Verhältnis in einem bestimmten Land im Zeitablauf systematisch zu, liegt die Vermutung nahe, dass die entsprechende Notenbank eine Monetarisierung von Staatsschulden offenbar bewusst billigt oder sogar fördert. Dieser Indikator muss vor allem in den Ländern beachtet werden, die weiterhin sehr hohe und stark wachsende Staatsschulden aufweisen und die über eine eigene Währung verfügen.

Ein weiterer Indikator ist die Währungsentwicklung. Inflation, insbesondere dann, wenn sie hoch ist, führt typischerweise zu einer Währungsschwäche. Wie das Beispiel Deutschlands zeigt, ist diese vor allem in Phasen von grosser Inflation beziehungsweise Hyperinflation ausgeprägt. Setzt demnach, beispielsweise aufgrund steigender Verschuldung, zunehmender Monetarisierung, steigender Inflation usw., ein Vertrauensverlust in ein Land ein, führt dies unweigerlich zu Währungsschwäche und eventuell zu einem gegebenen Zeitpunkt zu einer forcierten Währungsabwertung. Diese bildet alsdann die Grundlage für eine Verstärkung der Inflation, welche sich im Extremfall zu einer Hyperinflation entwickeln kann. Somit kommt man an dieser Stelle zum Schluss, dass hinsichtlich der oben genannten Indikatoren das Augenmerk auf die USA und England zu richten ist.

Zurzeit sind die Euroländer mittels einer Einheitswährung aneinander gebunden. Somit kann es per Definition in keinem dieser Länder zu einer Abwertung einer eigenen Währung kommen – egal wie hoch der Vertrauensverlust gegenüber einem Land ist. Daher kann gefolgert werden, dass Länder wie beispielsweise Spanien, Portugal oder Griechenland hinsichtlich Inflation zwar gefährdet sind, jedoch aufgrund der Währungsanbindung kaum von einer grossen Inflation oder Hyperinflation heimgesucht werden können. Diese Situation könnte sich jedoch in dem Moment ändern, in dem sich die

Zusammensetzung des Euros verändert, zum Beispiel aufgrund des Austritts von einem oder mehreren Ländern aus dem Euro. Hierbei spielt es keine Rolle, ob der Austritt von einem südeuropäischen oder mittel- oder nordeuropäischen Land vollzogen wird. Daher muss die weitere Entwicklung hinsichtlich der Einheitswährung im Auge behalten werden.

Abschliessend gilt es, einen besonderen Indikator zu beobachten: die Preisentwicklung von Sachwerten, zum Beispiel Aktien, Immobilien, Rohwaren, Gold, Edelsteine usw. Wie auch hier das Beispiel Deutschlands zeigt, spielte die Flucht in Realwerte wie Aktien und Gold eine prominente Rolle im Versuch, die Inflation aufzufangen – starke Preissteigerungen bei diesen Sachwerten waren die Folge. Somit kann die Preisentwicklung derselben auch als Indikator herangezogen werden, wie die Marktteilnehmer das Risiko einer sehr hohen Inflation beziehungsweise Hyperinflation beurteilen.

Zu den Indikatoren, welche hinsichtlich des Risikos einer hohen respektive Hyperinflation zu beachten sind, gehören das Verhältnis zwischen zusätzlicher Geldschöpfung und der Netto-Neuverschuldung eines Staates, die Währungsentwicklung eines gegebenen Landes sowie die Preisentwicklung ausgesuchter Realwerte, zum Beispiel Gold.

2.13 Fazit

Auch wenn wir aktuell die Wahrscheinlichkeit einer Hyperinflation in den oben genannten Ländern als noch gering einschätzen, gilt es dennoch, die vorgenannten Indikatoren im Auge zu behalten. Die gleichzeitige Kombination einer hohen und stark zunehmenden Staatsverschuldung verbunden mit einer extremen Geldmengenerweiterung und Anzeichen einer zunehmenden Monetarisierung von Staatsschulden sowie einer zur Schwäche neigenden Währung sind ernst zu nehmende Alarmzeichen. Kommen gleichzeitig markant

anziehende Notierungen bestimmter Realwerte wie zum Beispiel Gold und gegebenenfalls Aktien hinzu, können solche Entwicklungen als verlässliche Zeichen interpretiert werden, dass Marktteilnehmer in einem entsprechenden Land eine hohe Inflation antizipieren.

3 KRISENTYP 2: DEPRESSION – DARGESTELLT AM BEISPIEL DER USA 1929–1933

RICARDO CORDERO

3.1 Ausgangslage

«Kurz vor dem Crash meinte der bekannte Yale-Ökonom Irving Fisher, dass Aktienkurse, wie es scheint, ein dauerhaft hohes Niveau erreicht haben».

«Am 30. Oktober 1929, sechs Tage nach Beginn des Börsencrashes in New York, teilte der damals reichste Mensch, John D. Rockefeller, mit, er sei schon wieder in den Markt eingestiegen.»

«Die Harvard Economic Society erachtete nach den ersten Börsenkorrekturen eine Depression als »ausserhalb des Bereich des Möglichen« und Präsident Hoover versicherte, dass »die starke und gesicherte Lage der Banken das gesamte Kreditsystem ohne Schwächung des Kapitals sicher durch die Krise getragen habe».

Sie alle sollten sich irren: Den Tiefpunkt erreichte der Dow Jones Industrial erst im Juni 1932 – knapp drei Jahre und minus 84 Prozent später. Depression und Bankenkrise standen erst bevor. 1932 lag die Wirtschaft am Boden, und ein Grossteil der Bevölkerung verarmte. Erst im November 1954, das heisst nach über 25 Jahren, erreichte die Börse nominal das Niveau vor dem grossen Crash; real wurde das Vorkrisenniveau sogar erst 1959 wieder erreicht.

3.2 Was ist eine Depression?

Unter Depression wird ein Zustand bezeichnet, bei der eine Volkswirtschaft einen lang anhaltenden Abschwung erleidet. Sie unterscheidet sich von einer normalen Rezession vor allem aufgrund ihrer langen Dauer und ihres stark negativen Effekts auf die Wirtschaft.

Typische Merkmale dieser wirtschaftlichen Kontraktion sind zum Beispiel stark fallende Kapazitätsauslastung und Unternehmensgewinne, ausserordentlich hohe Arbeitslosenraten, stark sinkende Haushaltseinkommen, überdurchschnittlich fallende Aktienkurse usw. Diese Faktoren führen in der Regel zu Bankenkrisen, einem starken Rückgang der Nachfrage nach Konsum- und Investitionsgütern und haben ein stark nachgebendes Preisniveau, bezeichnet als Deflation, zur Folge.

3.3 Wie kam es zur Grossen Depression in den USA?

3.3.1 Die Prosperität während der Goldenen Zwanzigerjahre – «buy now, pay later»

Der Grossen Depression ging in den 1920er-Jahren eine Phase wirtschaftlicher Prosperität voraus. Die Wirtschaft der USA war gekennzeichnet durch einen weitgehend unregulierten Kapitalismus, des sogenannten «laissez faire». Nach dem Ersten Weltkrieg sehnte sich die Bevölkerung nach Frieden und Wohlstand; alle wollten am Fortschritt teilhaben.

Hierzu gehörte ebenso die Teilnahme am Aktienmarkt. Der Dow Jones Industrial hatte sich von Januar 1919 bis September 1929 vervierfacht und immer mehr Bürger liessen sich vom «Zauber der Börse» anstecken. Die ständig neu aufgelegten Investmentgesellschaften verkauften den Anlegern immer mehr Papiere; betrug dieses Volumen 1927 noch ca. 400 Millionen US-Dollar, so stieg dieses im Höhepunkt der Börse auf mehr als das Siebenfache. Auch Unternehmen und Banken liessen sich vom Aktienfieber anstecken. Anstatt

Kapital für Investitionen einzusetzen, wurde dieses in Aktien angelegt. Trotz Anzeichen von Überhitzung war die allgemeine Meinung, dass der Aktienboom noch viele Jahre weitergehen würde. Daher verschuldeten sich immer mehr Marktteilnehmer, um an diesem Spiel teilzunehmen.

Doch nicht nur an den Aktienmärkten wurde auf Pump gelebt; die meisten Immobilien und ein Grossteil des Konsums waren mit Krediten finanziert – das Motto lautete: «buy now, pay later». 1925 verzeichneten Immobilienpreise neue Höchststände. Sinkende Zinsen und hohe Belehnungssätze machten die Kreditaufnahme zunehmend attraktiver. Somit weitete sich das Kreditvolumen stetig aus. 1919 betrug die Summe für Konsumkredite knapp 100 Millionen US-Dollar; 1929 war dieser Betrag auf über 7 Milliarden US-Dollar angestiegen. Viele spekulierten mit geliehenem Geld und hofften, ihre Schulden eines Tages mit den Gewinnen auf ihren Immobilien und Aktien zurückzahlen zu können. Allein die Verschuldung privater Haushalte und Firmen betrug Ende der 1920er-Jahre über 200 Prozent des BIP – eine klassische Fehlallokation von Kapital. (Meeker et al. 2009, S. 26)

Doch nicht nur an den Aktienmärkten wurde auf Pump gelebt; die meisten Immobilien und ein Grossteil des Konsums waren mit Krediten finanziert – das Motto lautete: «buy now, pay later».

Somit lebte ein immer grösserer Teil der Bevölkerung über seinen Verhältnissen und liess sich von den verlockenden Aussichten auf «Reichtum im Handumdrehen» blenden. Diese naive Einstellung sollte sich in den kommenden Jahren bitter rächen.

3.3.2 Der Black Thursday und der Black Tuesday

Aufgrund der zunehmenden Spekulationsblase an den Aktienmärkten hatte die amerikanische Notenbank, das Federal Reserve (Fed), im Laufe von 1928 bis 1929 ihre Geldpolitik zunehmend verschärft.

Dadurch kühlte sich die Wirtschaft ab – erste Anzeichen eines Abschwungs machten sich bemerkbar. Doch kaum jemand schaute genau hin.

Beispielsweise ging die Autoproduktion 1929 um rund ein Drittel zurück und Konsumausgaben wurden sukzessive gedrosselt. In der Folge fiel die gesamtwirtschaftliche Produktion und immer mehr Firmen sahen sich mit steigenden Lagern konfrontiert. Viele Immobilien blieben unverkauft. Trotz diesen Entwicklungen stieg der Aktienmarkt weiter; die Finanzmärkte entfernten sich immer mehr von der Realwirtschaft.

Im September 1929 hatten Aktien Preise erreicht, welche sich fundamental nicht mehr rechtfertigen liessen. Somit genügte eine Serie von kleineren Korrekturen im Laufe des Oktobers, um die Blase zum Platzen zu bringen. Ohne klar ersichtlichen Grund kumulierten sich am 24. Oktober 1929 (Black Thursday) die Verkaufsaufträge auf etwa das Dreifache des üblichen Handelsvolumens und diese lösten innerhalb kürzester Zeit eine Verkaufspanik aus. Am 29. Oktober war der Vertrauensverlust perfekt und dies mündete am Black Tuesday in eine zweite Verkaufswelle. Die Blase war geplatzt.

Ohne klar ersichtlichen Grund kumulierten sich am 24. Oktober 1929 (Black Thursday) die Verkaufsaufträge auf etwa das Dreifache des üblichen Handelsvolumens und diese lösten innerhalb kürzester Zeit eine Verkaufspanik aus.

3.4 Beginn der Grossen Depression

3.4.1 Der Börsencrash geht weiter

Aufgrund der nun fallenden Preise waren viele Anleger, Private, Unternehmen und Banken, vor allem diejenigen, die kreditbasiert ihre Aktien gekauft hatten, gezwungen, ihre Anlagen abzustossen.

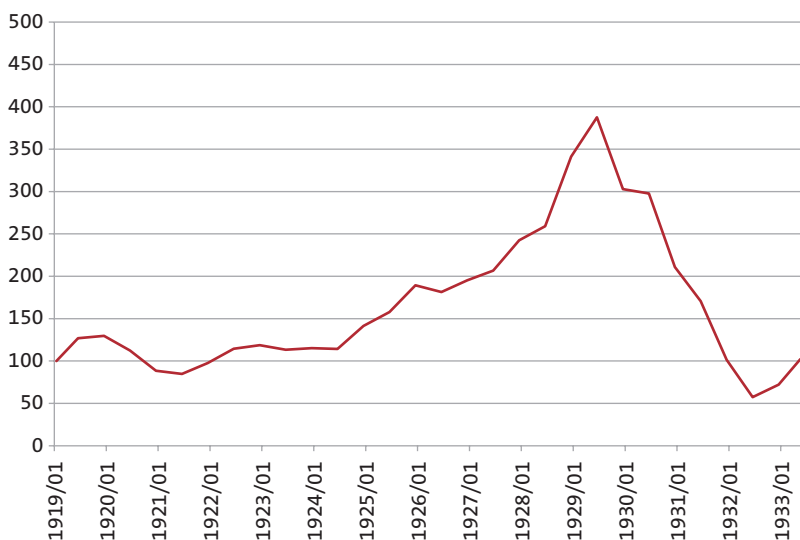
Dies wiederum verschärfte den Abwärtsdruck und setzte an der Börse eine Abwärtsspirale in Gang.

Von seinem Höchststand im September bis Ende 1929 fiel der Dow Jones Industrial vorerst um über 30 Prozent. 1930, 1931 und 1932 fiel dieser Index um weitere ca. 30 Prozent, dann 50 Prozent und abschliessend nochmals 30 Prozent. Damit betrug der Verlust vom damaligen Höchst- zum Tiefststand im Juni 1932 knapp 90 Prozent. Ende 1931, das heisst rund zwei Jahre nach dem Black Thursday, war der Dow Jones wieder auf den Stand von Anfang 1919 gefallen, und Mitte 1932 lag der Index über 40 Prozent unter diesem Stand.

Grafik 10:

Entwicklung des Dow Jones Industrial von 1919 bis Mai 1933

(nominal, indexiert, 1919 = 100)



Quelle: National Bureau of Economic Research, Macroeconomic History Database

Aufgrund der nun fallenden Preise waren viele Anleger, Private, Unternehmen und Banken, vor allem diejenigen, die kreditbasiert ihre Aktien gekauft hatten, gezwungen, ihre Anlagen abzustossen.

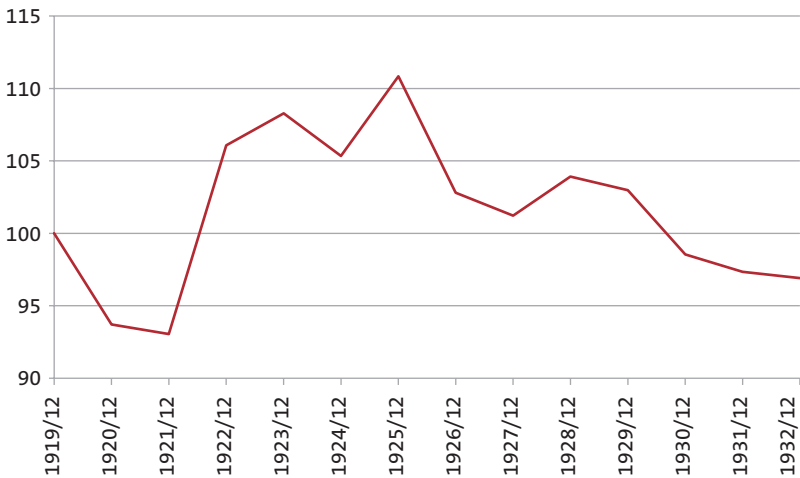
3.4.2 Korrektur am Immobilienmarkt

Doch nicht nur Aktien erlebten eine heftige Korrektur. Auch Immobilien, die im Zuge der kontinuierlich nachgebenden Zinsen neue Höchststände erzielt hatten, begannen nun zu fallen. Ende 1930 erreichte das Preisniveau wieder den Stand von 1919, und in den darauffolgenden Jahren gaben Immobilienpreise weiter nach.

Grafik 11:

Entwicklung des Immobilienpreisindex 1919–1932

(real, indexiert, 1919 = 100)



Quelle: National Bureau of Economic Research, Macroeconomy Database

Die anhaltende Kursschwäche an den Aktienbörsen sowie die Korrektur am Immobilienmarkt löste bei Firmen und der Bevölkerung eine tiefe Vertrauenskrise aus. Ab Ende 1929 ging die Nachfrage nach Konsum- und Investitionsgütern schlagartig zurück. Der Börsencrash gilt als einer der massgeblichen Auslöser der Grossen Depression und die Korrektur am Immobilienmarkt als einer der wesentlichen Faktoren für die Bankenkrise während dieser Zeit – was nicht verwunderlich ist.

Aufgrund dieser Entwicklungen erlitten nun auch Banken herbe Verluste. Das Eigenkapital der Banken schmolz weitgehend weg. Dies wiederum führte zu steigendem Misstrauen gegenüber diesen und entsprechenden Rückzügen der Kunden.

Die zunehmenden Liquiditätsschwierigkeiten der Banken, erste Bankschliessungen, die nunmehr restriktivere Kreditvergabe und der steigende Vertrauensverlust verstärkten sich gegenseitig und infizierten mehr und mehr auch die Realwirtschaft. Die Abwärtsspirale – Konsumrückgang, steigende Lager, Drosselung der Produktion, Entlassungen, sinkende Kaufkraft und wieder zurück zum Konsumrückgang – setzte ein. Zusätzlich wurde die Landwirtschaft von grossen Missernten getroffen. Grosse Teile der Bevölkerung wurden arbeitslos. Die einst prosperierende Wirtschaft der USA fiel zunehmend in sich zusammen und glitt dadurch in die grösste Depression ihrer Geschichte.

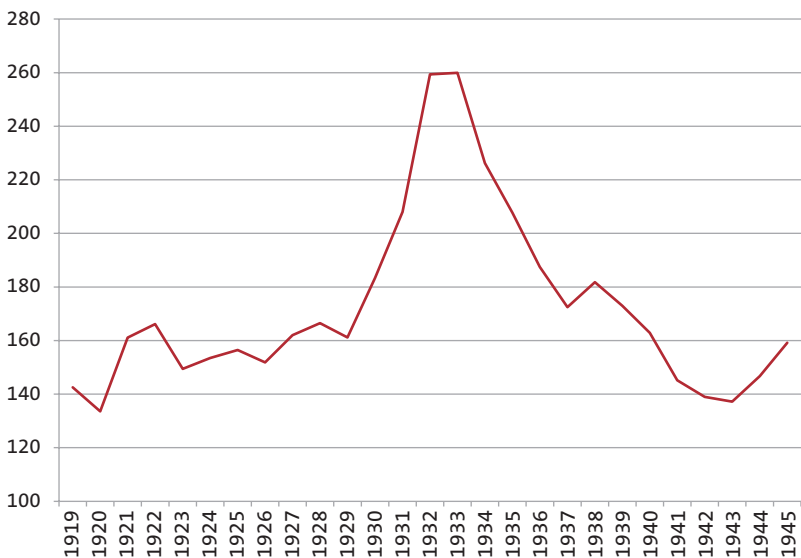
Die anhaltende Kursschwäche an den Aktienbörsen sowie die Korrektur am Immobilienmarkt löste bei Firmen und der Bevölkerung eine tiefe Vertrauenskrise aus. Ab Ende 1929 ging die Nachfrage nach Konsum- und Investitionsgütern schlagartig zurück.

3.4.3 Der «Teufelskreis der Verschuldung» und Deleveraging

Wie hoch die Verschuldung vor allem privater Haushalte und Firmen im Vergleich zum BIP war, geht aus nachfolgender Grafik hervor – Ende der 1920er-Jahre betrug diese rund 200 Prozent. So schnell, wie sich diese in den Jahren vor dem Börsencrash aufgebaut hatte, so schnell musste diese nun als Folge desselben wieder zurückgefahren werden. Das sogenannte Deleveraging (Entschuldung) mit all seinen wirtschaftlichen Konsequenzen setzte ein.

Grafik 12:

Entwicklung der Verschuldung in den USA ab 1919 im Verhältnis zum BIP
(in %)



Quelle: Federal Reserve, The Statistical History of the United States, From Colonial Times to the Present

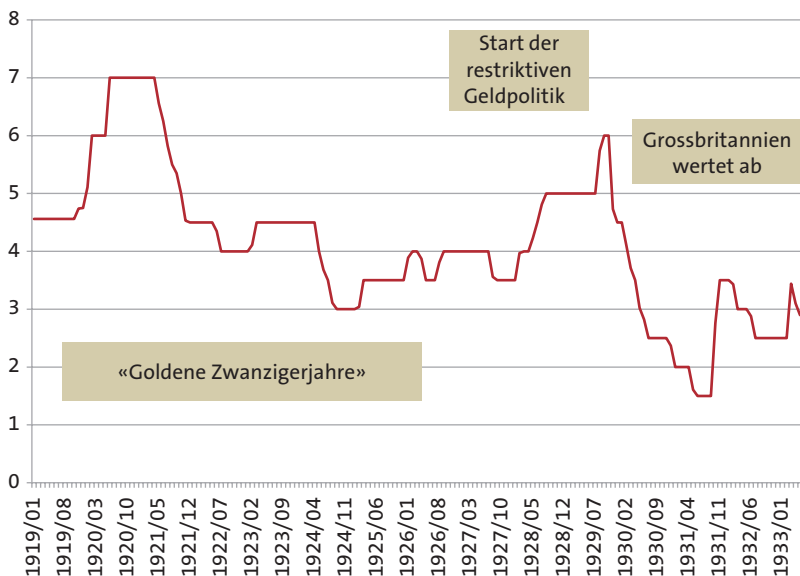
3.4.4 Bankenkrisen und Kontraktion der Geldmenge

Die einsetzende Kontraktion der Wirtschaft führte nun zu regelmäßigen Bank Runs, das heisst Kumulation von Rückzügen von Kontoguthaben, eine Erhöhung notleidender Kredite, Zwangsliquidationen, Insolvenzen und letztlich zu einer Serie von Bankenkrisen.

Während dieser Zeit legte das Fed mit seiner Geldpolitik klassisches Fehlverhalten an den Tag. Zwar senkte es die Zinsen nach dem Börsencrash von 1929 vorerst leicht, doch anschliessend reduzierte es die Geldmenge und erhöhte die Zinsen. Letzteres erschien notwendig, um den zunehmenden Abwertungsdruck gegenüber dem US-Dollar zu begegnen. Diese Massnahme war vor allem 1931 ausgeprägt, als Grossbritannien den Goldstandard aufgab und das Pfund abwertete.

Grafik 13:

Entwicklung des Diskontsatzes vor der Währungsabwertung von 1919 bis Mai 1933 (in %)



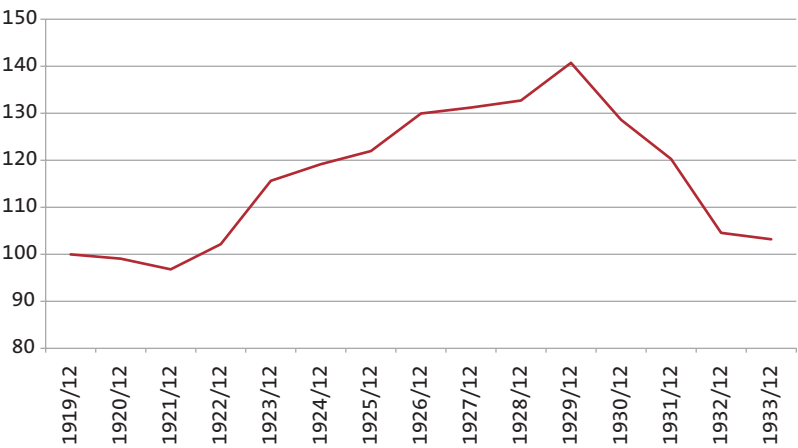
Quelle: National Bureau of Economic Research, Macrohistory Database

Diese restriktive Geldpolitik führte dazu, dass sich einerseits die Liquiditätssituation des bereits stark angeschlagenen Bankensystems verschärfte. Andererseits fiel die Kontraktion der Wirtschaft letztlich noch ausgeprägter aus und ein Grossteil der Bevölkerung ging nunmehr von Deflation aus. Dies verstärkte die oben skizzierte Abwärts-spirale umso mehr.

3.4.5 Weitere wirtschaftliche Effekte der Depression

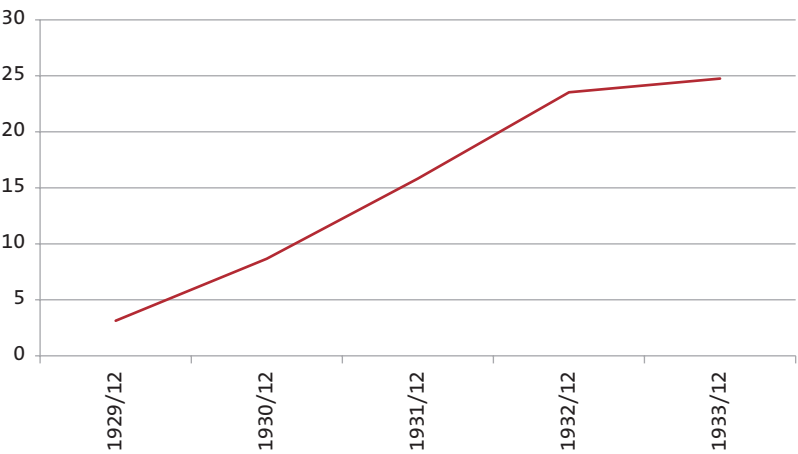
Die starke Kontraktion der US-Wirtschaft und deren letztllicher Zusammenbruch 1932/33 hinterliessen klare Spuren. Die Industrieproduktion halbierte sich im Vergleich zum Vorkrisenniveau, Produzenten- und Konsumentenpreise fielen um etwa 25 Prozent, die Arbeitslosigkeit stieg von unter 3 Prozent auf rund 25 Prozent, und

Grafik 14:
Entwicklung des BIP der USA 1919–1933
(real, indexiert, 1919 = 100)



Quelle: www.measuringworth.com

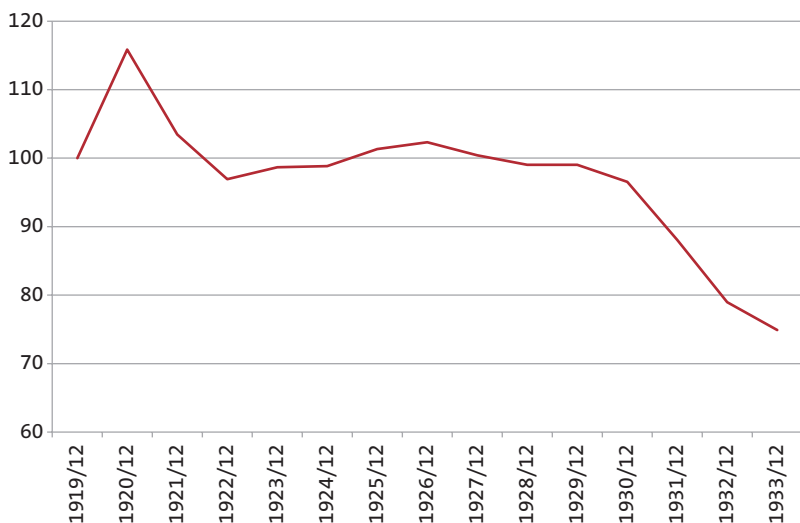
Grafik 15:
Entwicklung der Arbeitslosenrate 1929–1933
(in %)



Quelle: U. S. Bureau of the Census, Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1957

Grafik 16:**Entwicklung des Konsumentenpreisindex der USA 1919–1933**

(indexiert, 1919 = 100)

Quelle: www.measuringworth.com

die Löhne fielen im Durchschnitt nominal um über 50 Prozent. Die USA befanden sich in einer Deflation. Das reale BIP, das zwischen 1919–1929 um über 40 Prozent angestiegen war, fiel innerhalb von drei Jahren um etwa 30 Prozent auf das Niveau von 1922 zurück.

Die starke wirtschaftliche Kontraktion in den Jahren 1932/33 hinterliess klare Spuren: Die Industrieproduktion halbierte sich im Vergleich zum Vorkrisenniveau, die Produzenten- und Konsumentenpreise fielen je um etwa 25 Prozent, die Arbeitslosigkeit stieg von unter 3 Prozent auf etwa 25 Prozent, und im Durchschnitt fielen die Löhne nominal um über 50 Prozent.

3.5 Der Goldstandard als Transmissionsmechanismus der Depression

Die Depression in den USA, die 1929 begann und ihren Tiefpunkt 1932/33 erreichte, übertrug sich auch auf andere Länder, insbesondere westliche Industrienationen. In der Folge litten diese Länder ebenso unter einem starken Rückgang der Produktion, hoher Arbeitslosigkeit und Deflation. Bis dato gilt sie als die längste und ausgeprägteste Depression, die den Westen jemals betroffen hat. Ein, wenn auch nicht der einzige, massgeblicher Faktor für die Ansteckung war der damals vorherrschende Goldstandard.

Der Goldstandard definierte den Wechselkurs einer Währung im Verhältnis zu einer gegebenen Menge Gold. Ende der 1920er-Jahre wendeten die meisten Länder des Westens den Goldstandard an. Damit herrschte unter diesen ein System fixer Wechselkurse sowie ein Transmissionsmechanismus für die Übertragung von volkswirtschaftlichen Entwicklungen von einem Land zum anderen – in guten wie auch in schlechten Zeiten.

Vielfach wird vermutet, dass das Fed während der Jahre der Depression aufgrund des Goldstandards gezwungen war, eine restriktive Geldpolitik anzuwenden. Unabhängig davon, ob dies der Fall war oder nicht, unbestritten ist: Die hohen Zinsen führten einerseits dazu, dass die Depression in den USA tiefer ausfiel und länger dauerte, als wenn das Fed in der Lage gewesen wäre, die Zinsen zu senken. Andererseits steckte die Depression in den USA letztlich all die Länder an, welche via Goldstandard an den US-Dollar gebunden waren. Mit anderen Worten: Die restriktive Geldpolitik des Fed zwang letztlich alle Notenbanken dieser Länder zu einer ebensolchen; nur damit konnten sie ihre Währungen verteidigen. (Eichengreen, 1992, S. 192)

Die Depression übertrug sich von den USA relativ schnell auch auf andere Länder. Ein, wenn auch nicht der einzige, massgeblicher Faktor für die Ansteckung war der damals herrschende Goldstandard.

3.6 Zusammenbruch internationaler Kapitalflüsse und Banken Krisen weltweit

Unbestritten spielte der Goldstandard eine wesentliche Rolle bei der Ansteckung des internationalen Finanzsystems und der Übertragung der Deflation von den USA in andere Länder. Doch als alleinige Erklärung reicht dies nicht aus. Vielmehr war die Übertragung auch eine Folge des Zusammenbruchs internationaler Kapitalströme und des Handels.

So hatten beispielsweise die Kapitalflüsse von den USA nach Europa und Lateinamerika bis Mitte der 1920er-Jahre stark zugenommen. Aufgrund der ab 1928 steigenden US-Zinsen sowie des kontinuierlichen Aktienbooms wurden viele dieser Kapitalien wieder in die USA repatriert. Dadurch nahmen die Kapitalflüsse zunehmend ab und kehrten sich letztlich um – ein klassischer «sudden stop» mit all seinen volkswirtschaftlichen Auswirkungen war die Folge.

Die Funktionsweise eines «sudden stop» lässt sich beispielhaft anhand der Situation Deutschlands ab 1924, das heisst nach dessen Währungsreform, aufzeigen. Hier wurde ein Grossteil des Wiederaufbaus mithilfe von ausländischem Kapital, vor allem den USA, finanziert. Dieser Geldfluss brach ab 1928 abrupt ab. Den Deutschen wurde über Nacht klar, dass die Goldenen Zwanzigerjahre eine Art Fata Morgana gewesen waren. Der Aufschwung kam nun schlagartig ins Stocken: Die Nachfrage sank, Umsätze fielen dramatisch, die Industrieproduktion wurde rapide gedrosselt, und die Arbeitslosigkeit nahm wieder rasch zu. Nach Jahren der Stabilisierung wurde Deutschland wieder von einer Abwärtsspirale erfasst – über ein Jahr bevor sich die Grosse Depression in den USA ausbreitete.

Analog, wie die grosse wirtschaftliche Kontraktion in den USA relativ schnell auch andere Länder der Welt ansteckte, übertrug sich nun auch die Bankenkrise in den USA auf diese Länder. Ein massgeblicher Faktor für diese rapide Ansteckung war unter anderem die starke Verschuldung Europas gegenüber Amerika, vor allem gegen-

über ihren Banken, die Vernetzung europäischer und amerikanischer Banken untereinander und die mangelhafte Regulierung des Bankensystems sowohl in den USA wie auch in den meisten Ländern Europas.

Nach dem Ersten Weltkrieg war der Ertragsbilanzüberschuss der USA stark angestiegen und hatte diese zum grössten Gläubigerland gemacht. Umgekehrt war der Wiederaufbau Europas stark mit amerikanischen Krediten, vor allem an europäische Banken, finanziert worden. Die Krise in den USA veranlasste nun die amerikanischen Banken, ihre Kredite an die europäischen Banken zu kündigen – das Geld wurde nun selber gebraucht.

Mit diesem Kapitalabfluss gerieten viele Banken in Europa, vor allem in Deutschland, in Schwierigkeiten. Diese hatten langfristige Ausleihungen kurzfristig finanziert und somit führten die ersten Kreditausfälle dazu, dass die ohnehin dünnen Kapitaldecken schnell aufgebraucht waren. Zumal auch innerhalb Europas die Banken stark miteinander vernetzt waren, löste beispielsweise die Insolvenz einer der damals grössten deutschen Banken, der *Darmstädter und Nationalbank* (Danat-Bank), im Juli 1931 eine Bankenkrise in Europa, vor allem in Deutschland, Österreich und Ungarn, aus.

Die Bankenkrise Anfang der 1930er-Jahre versetzte den Wirtschaften Europas einen schweren Schlag. Zweifelsohne trugen diese dazu bei, die wirtschaftliche Kontraktion zu verschärfen. Die Effekte auf die Industrieproduktion, reales BIP, Preisniveau, Arbeitslosigkeit und Löhne waren letztlich in vielen Ländern Europas mit denjenigen in den USA vergleichbar – der «Teufelskreis der Depression», der 1929 in den USA einsetzte, hatte kurz darauf weite Teile der industrialisierten Welt mit derselben Wucht erfasst. (Romer, 2009, S. 2 f.)

Unbestritten spielte der Goldstandard eine wesentliche Rolle bei der Ansteckung des internationalen Finanzsystems und der Übertragung der Deflation von den USA in andere Länder. Doch als alleinige Erklärung reicht dies nicht aus. Vielmehr war die Übertragung auch eine Folge des Zusammenbruchs internationaler Kapitalströme und des Handels.

Analog wie die wirtschaftliche Kontraktion übertrug sich auch die Bankenkrise in den USA rapide auf andere Länder. Ein massgeblicher Faktor hierfür war unter anderem die starke Verschuldung Europas gegenüber Amerika, vor allem gegenüber ihren Banken. Mit dem einsetzenden Kapitalabfluss gerieten viele Banken in Europa in Schwierigkeiten. So löste der Zusammenbruch einer der damals grössten deutschen Banken (Danat-Bank) eine Bankenkrise in Europa aus.

3.7 Das Smoot-Hawley-Gesetz und der Zusammenbruch des Welthandels

Letztlich trug ein weiterer Faktor – oder, besser gesagt, ein weiterer Fehler – zur Verschlechterung der weltwirtschaftlichen Lage bei: Protektionismus.

1928 wurde Herbert Hoover Präsident der USA. Er gewann die Wahlen mit einem klar handelsfeindlichen Programm. Dieses sollte die amerikanischen Farmer vor ausländischer Konkurrenz schützen. Wie so viele Wahlversprechen war auch dieses vollends unsinnig, denn die USA importierten kaum Agrarprodukte. Der Grund für die desolate Lage der Landwirtschaft lag nämlich nicht in der ausländischen Konkurrenz, sondern darin, dass die Rohstoffpreise nach dem Ersten Weltkrieg stark eingebrochen waren.

Nun sollten ausländische Agrarprodukte mit Zöllen belegt werden. Hierzu verabschiedete der amerikanische Kongress das Smoot-Hawley-Gesetz. Ursprünglich hätte dieses nur Agrargüter umfassen sollen. Die politische Eigendynamik führte jedoch dazu, dass dieses letztlich über 21 000 Güter aller Art umfasste. 1930 trat das Gesetz in Kraft.

Aufgrund des nun einsetzenden Protektionismus brach der Welthandel innerhalb weniger Monate zusammen, und in den darauffolgenden Jahren ging dieser von etwa 3 Milliarden US-Dollar um etwa zwei Drittel auf 1 Milliarde US-Dollar zurück. (Romer, 2003)

Zur Verschlechterung der weltwirtschaftlichen Lage trug ein weiterer Faktor – oder, besser gesagt, ein weiterer Fehler – bei: Protektionismus. Der Welthandel brach innerhalb weniger Jahre von etwa 3 Milliarden auf etwa 1 Milliarde US-Dollar zusammen.

3.8 Wege aus der Krise

3.8.1 Bank Holiday

1932 wurde Franklin D. Roosevelt zum Präsidenten der USA gewählt. Dieser nahm sich der desolaten Lage der USA resolut an – eine wichtige Voraussetzung für die Überwindung einer Krise.

Nur zwei Tage nach seinem Amtsantritt, am 6. März 1933, verordnete er einen sogenannten Bank Holiday. Dadurch wurde das gesamte US-Bankensystem geschlossen und unter staatliche Obhut gestellt. Die Wiedereröffnung einer Bank durfte erst wieder geschehen, wenn diese durch staatliche Inspektoren als solvent beurteilt wurde. Diese drastische Massnahme hinterliess tiefe Spuren im US-Bankensystem; bis Ende 1933 wurden von den 1930 etwa 25000 existierenden Banken rund 10000, das heisst, 40 Prozent geschlossen. (Reinhart, Rogoff, 2009, S. 163)

3.8.2 Aufgabe des Goldstandards und Währungsabwertung

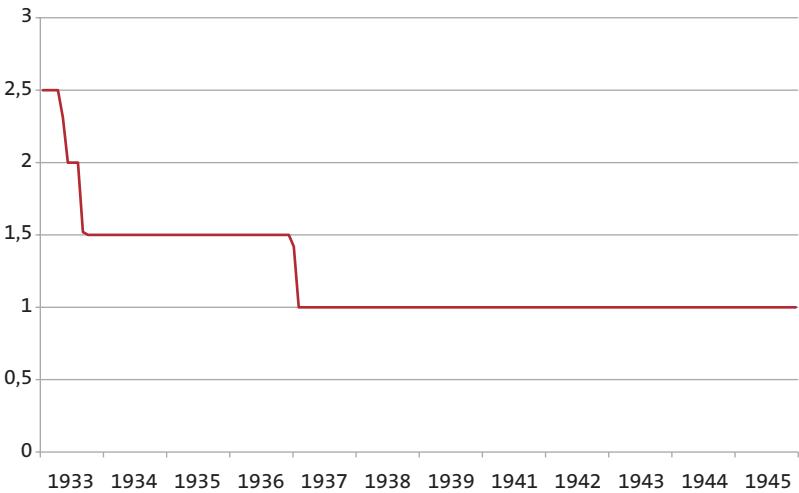
Oft wird versucht, Wirtschaftskrisen mit Währungsabwertungen oder -reformen zu lösen. Dies war auch bei der Grossen Depression der Fall. Weil die wegen des Goldstandards fixen Wechselkurse und die erzwungene, restriktive Geldpolitik zu den Auslösern der weltweiten Depression zählten, ist nicht weiter erstaunlich, dass Währungsabwertungen und Lockerungen der Geldpolitik den Aufschwung in den USA und anderen Ländern einleiteten.

Um dies zu ermöglichen, musste der Goldstandard aufgegeben werden. In der Tat besteht ein signifikanter Zusammenhang zwi-

schen dem Zeitpunkt, in dem ein Land den Goldstandard aufgegeben hat und dadurch die eigene Währung abwerten konnte und dem Zeitpunkt der wirtschaftlichen Erholung. Beispielsweise verabschiedete sich Grossbritannien 1931 vom Goldstandard, wertete das Pfund ab und erholte sich ab 1932 – rund ein Jahr vor den USA. Letztere gaben den Goldstandard am 5. Juni 1933 auf und konnten auch erst dann den US-Dollar abwerten: Konkret wurde der fixe Goldpreis von knapp 21 US-Dollar pro Unze auf 35 US-Dollar erhöht. Diese Abwertung um nahezu 40 Prozent hatte eine enorme Signalwirkung und kam einem fundamentalen Wechsel in der Geldpolitik des Fed gleich. (Romer, 2003)

Währungsabwertungen sind eine notwendige («conditio sine qua non»), jedoch nicht hinreichende Bedingung für die Bewältigung einer Krise. In den Ländern, die den Goldstandard aufgaben, waren

Grafik 17:
Entwicklung des Diskontsatzes in den USA nach der Währungsabwertung 1933–1945
(in %)



Quelle: National Bureau of Economic Research, Macrohistory Database

die Notenbanken nun in der Lage, ihre Geldpolitik zu lockern. Besonders augenfällig war die Ausweitung der Geldmenge in den USA: Diese nahm zwischen 1933 und 1937 um knapp 42 Prozent zu. Mit der nun fast weltweit einsetzenden Lockerung der Geldpolitik (siehe Grafik 17) wurden ebenso wieder Inflationserwartungen geweckt – ein wohltuender Meinungsumschwung in einer Welt, die Jahre zuvor von Deflation geplagt war. (Romer, 2003)

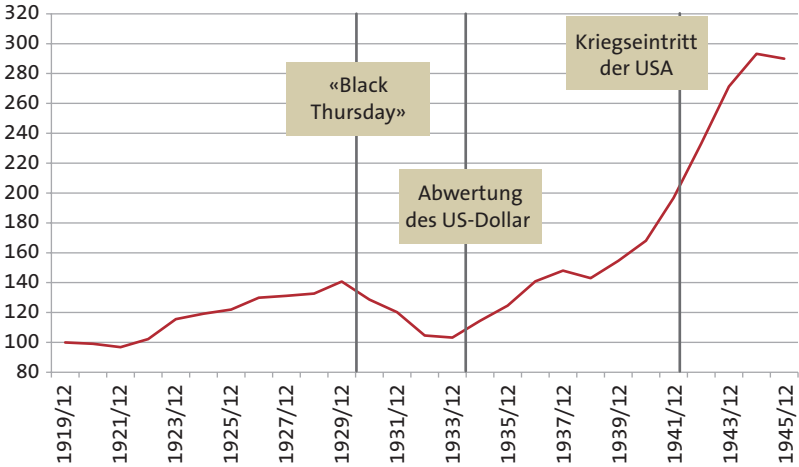
In der Tat besteht ein signifikanter Zusammenhang zwischen dem Zeitpunkt, in dem ein Land den Goldstandard aufgegeben hat und dadurch die eigene Währung abwerten konnte und dem Zeitpunkt der wirtschaftlichen Erholung. Währungsabwertungen sind eine notwendige («conditio sine qua non»), jedoch nicht hinreichende Bedingung für die Bewältigung einer Krise.

Die Abwertung des US-Dollars und die gelockerte Geldpolitik versetzten der amerikanischen Wirtschaft einen «Kick-Start». Diese begann sich ab 1933 wieder zu erholen, und in den folgenden Jahren wuchs das reale BIP durchschnittlich um etwa 9 Prozent pro Jahr. Rund drei Jahre später war das Vorkrisenniveau wieder erreicht.

Als Folge des Wirtschaftsaufschwungs fiel auch die Arbeitslosenrate. Hatte diese im Höhepunkt der Krise ungefähr 25 Prozent betragen, so ging diese in den darauffolgenden Jahren in einer ersten Phase auf etwa 15 Prozent zurück, stieg in der Rezession von 1937/38 wiederum auf rund 20 Prozent und fiel anschliessend auf unter 10 Prozent. Ebenso fing aufgrund der steigenden Beschäftigung, des zunehmenden Vertrauens und der Inflationserwartungen das Preisniveau wieder an zu steigen – die Phase der Deflation war überwunden. Ein ganz massgebliches Momentum ergab sich zudem mit dem Eintritt der USA in den Zweiten Weltkrieg, welcher das Wachstum des realen BIP zusehends beschleunigte.

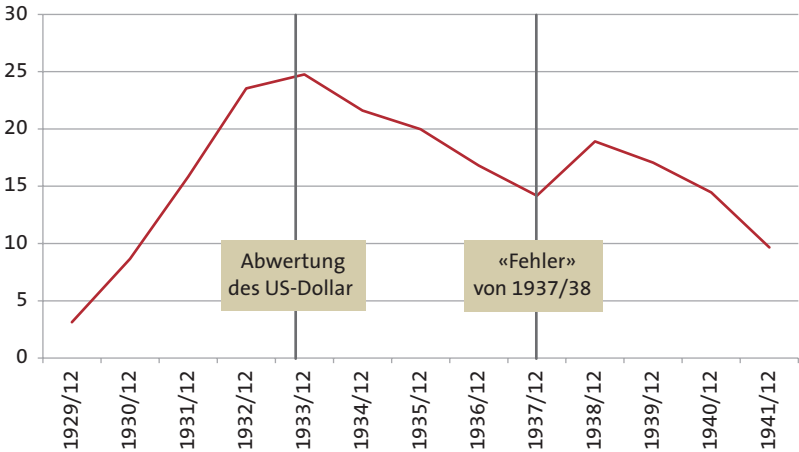
Vor dem Hintergrund des massgeblichen Effekts, den die Geldpolitik auf die Wirtschaftsleistung hat, sind Aussagen des jetzigen

Grafik 18:
Entwicklung des BIP der USA 1919–1945
 (real, indexiert, 1919 = 100)



Quelle: www.measuringworth.com

Grafik 19:
Entwicklung der Arbeitslosenrate 1929–1941
 (in %)



Quelle: U. S. Bureau of the Census, Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1957

Vorsitzenden des Fed, Ben Bernanke, nachvollziehbar. Dieser führte in seinen Essays wiederholt aus, dass, wenn die Zentralbank dem Markt und den Unternehmen mehr Liquidität geboten hätte, auf den Crash von 1929 wahrscheinlich nur eine «mässige Konjunkturdelle» gefolgt wäre.

3.8.3 Der New Deal

Der Name Roosevelt wird jedoch vor allem mit dem sogenannten New Deal in Verbindung gebracht – einem Konjunktur- und Arbeitsbeschaffungsprogramm. Roosevelt liess Infrastruktur aller Art wie Strassen, Brücken, Flughäfen, Schulen, Kraftwerke, Kulturstätten usw. erstellen, und in der Spitze waren über drei Millionen Menschen beziehungsweise rund 5 Prozent der Arbeitsbevölkerung vom Staat angestellt.

Der New Deal fusste unter anderem auf den Arbeiten des britischen Ökonomen John Maynard Keynes. Dieser vertraute nicht den Selbstheilungskräften des Marktes, der «unsichtbaren Hand», sondern empfahl mit seinem Konzept des Deficit Spending, dass der Staat in wirtschaftlich schweren Zeiten die private Investitionslücke mittels zusätzlicher Staatsausgaben und Steuerreduktionen schliessen soll. Dadurch soll die Konjunktur wieder angekurbelt werden. Mit diesem Ansatz stand der New Deal in krassem Gegensatz zu den Sparmassnahmen, wie sie zu diesem Zeitpunkt in anderen Ländern, zum Beispiel Deutschland, verfolgt wurden.

3.8.4 Fehler in der Umsetzung – die Rezession von 1937/38

Unbestritten war Roosevelts Konjunkturprogramm ein erster Schritt in Richtung Krisenbewältigung. Insbesondere vermochte es die Moral der Bevölkerung wieder zu stärken. Doch fiel die Wirtschaftsleistung nach anfänglichen Erfolgen wieder ab, die USA rutschten 1937/38 in eine Rezession und die Arbeitslosigkeit stieg wieder an.

Die Gründe für diese Rezessionsphase liegen, wie so oft in der Geschichte, in der zu wenig dezidierten Umsetzung der fiskalischen und geldpolitischen Programme. Kaum zeigte nämlich die Wirtschaft Anzeichen einer Erholung, denn das reale BIP hatte gerade wieder das Vorkrisenniveau erreicht, befürchteten der Kongress und die Notenbank, dass es wieder zu einer Überhitzung der Wirtschaft kommen könnte. Daher wurden sowohl die Fiskal- wie auch die Geldpolitik, die beide bis dahin stimulierend waren und wirkten, ab 1937 zunehmend verschärft. Beispielsweise wurden diverse Steuervorteile wieder abgeschafft, und die Notenbank versuchte die wieder in Gang gekommene Kreditexpansion nun wieder mittels der Verdoppelung der Mindestreservesätze zu drosseln.

Somit beinhaltete der New Deal gemäss Keynes einen «error of optimism» – das Konjunkturprogramm ging von einem Erfolg aus, bevor es richtig gestartet hatte. Aufgrund dieses, in der Geschichte nicht untypischen Fehlers in der Wirtschaftspolitik wurden nämlich restriktive Massnahmen viel zu früh eingeleitet. Vor allem aber wurden diese zu einem Zeitpunkt umgesetzt, als die Wirtschaft gerade erst in Fahrt gekommen war und der Arbeitsmarkt zwar erste Fortschritte aufwies, jedoch noch weit weg von einem Zustand der Vollbeschäftigung war. (Romer, 2009, S. 7) Die Antwort liess nicht lange auf sich warten.

Nimmt man die Erfahrungen des New Deal als Grundlage, so ist zu hoffen, dass Politik und Zentralbanken heutzutage die «Lektion von 1937/38» ernst nehmen und allfällig erste Erholungsanzeichen nach der aktuellen Krise nicht zum Vorwand nehmen, um ungeduldig auf die Bremse zu stehen, bevor die Wirtschaft wieder Schwung gewonnen hat und die Arbeitslosigkeit nachhaltig zu sinken beginnt.

3.8.5 Ausbruch des Zweiten Weltkriegs und Eintritt der USA in den Krieg

Wie aufgezeigt, hatten die USA die Depression überwunden und auch die Rezession von 1937/38 kam in etwa zum Zeitpunkt des Ausbruchs des Zweiten Weltkriegs zu ihrem Ende. Der wirtschaftlich stimulierende Effekt blieb nicht aus, und mit dem überraschenden Angriff der Japaner auf Pearl Harbor am 7. Dezember 1941 kam es zu einem massgeblichen Auslöser für den grössten Umschwung der amerikanischen Wirtschaft.

Diese Attacke galt als entscheidender Wendepunkt und markierte den Eintritt der USA in den Krieg. Aufgrund der japanischen Offensive in Südostasien entwickelte sich der schon in Europa tobende Krieg nunmehr zu einem Weltkrieg. Bis dahin hatten die USA die Alliierten, allen voran Grossbritannien und die UdSSR, in beträchtlichem Umfang materiell unterstützt, sich aber ansonsten weitgehend neutral verhalten. Nun gelang es der amerikanischen Regierung, ihre Bevölkerung für einen Kriegseintritt zu bewegen.

Mit diesem nahm plötzlich die Nachfrage nach Arbeitskräften, Gütern und Dienstleistungen aller Art stark zu, und die Aufrüstung führte zu einer massiven Ausweitung der Industrie- und Landwirtschaftsproduktion. Männer wurden zu Soldaten und Frauen zu Mitarbeiterinnen der Industrie und Landwirtschaft ausgebildet. Diese Massnahmen führten zu Vollbeschäftigung und einem markanten wirtschaftlichen Aufschwung.

Der Kriegseintritt der USA führte zu einem Konjunkturprogramm, welches den New Deal in den Schatten stellte, und in der Folge übertraf die Wirtschaftsleistung der USA die Werte der Vorkrisenzeit nachhaltig.

3.9 Entwicklungen an den Finanzmärkten

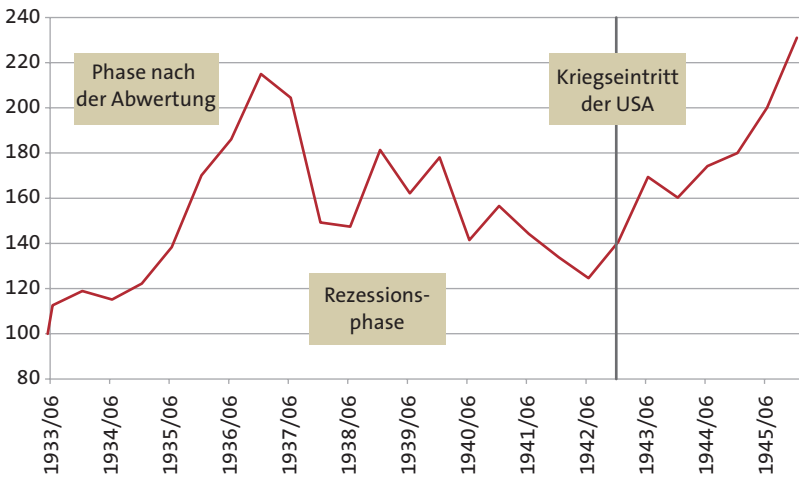
3.9.1 Aktien

Sämtliche oben genannten Entwicklungen widerspiegeln sich auch an den Aktienbörsen. Hier führte die Währungsabwertung in den darauf folgenden drei Jahren (1933–1936) zu einem starken Anstieg des Dow Jones um rund 120 Prozent. Diese Gewinne gingen 1937/38 aufgrund des Abgleitens der amerikanischen Wirtschaft in eine Rezession zu einem grossen Teil wieder verloren. Mit dem Kriegseintritt der USA und der damit einsetzenden Konjunkturankurbelung gewann die Aktienbörse jedoch stark an Fahrt und diese übertraf bis zum Kriegsende den 1936 erreichten Höchststand.

Grafik 20:

Entwicklung des Dow Jones von Mai 1933 bis Dezember 1945

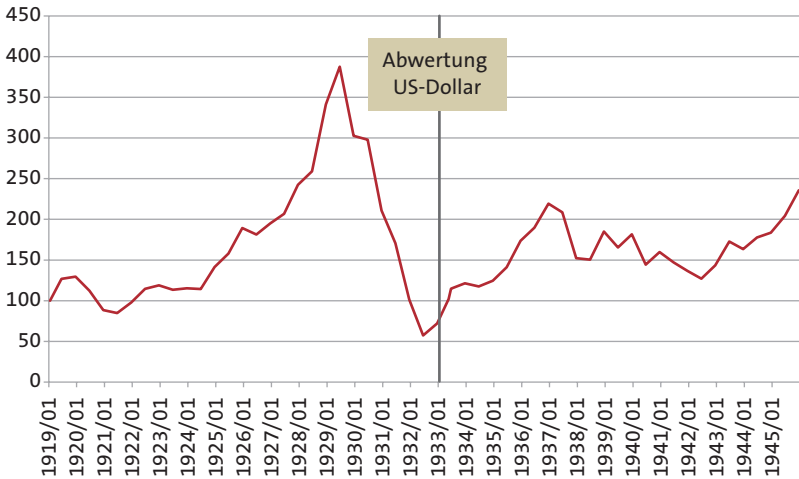
(nominal, indexiert, Mai 1933 = 100)



Quelle: National Bureau of Economic Research, Macroeconomic History Database

In einer längerfristigen Betrachtung muss jedoch erwähnt werden, dass noch viele Jahre vergehen mussten, bis die Höchststände von Ende der 1920er-Jahre wieder erreicht wurden.

Grafik 21:
Entwicklung des Dow Jones 1919–1945
 (nominal, indexiert, 1919 = 100)



Quelle: National Bureau of Economic Research, Macrohistry Database

3.9.2 Immobilien

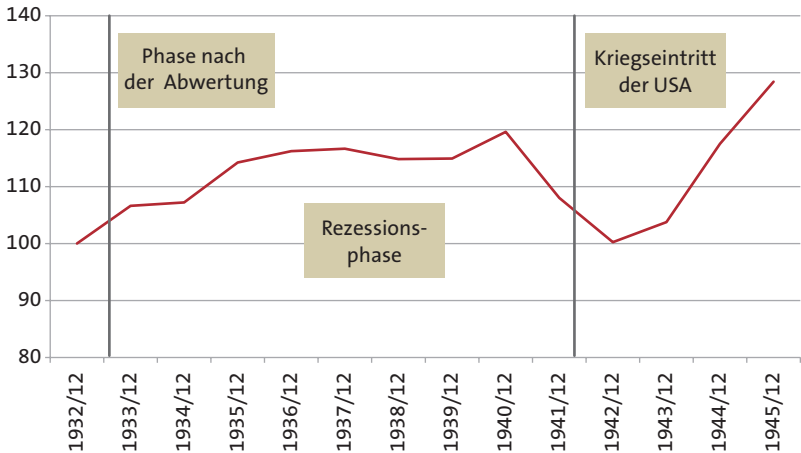
Auch Immobilien profitierten davon, dass die USA 1933 den Goldstandard verliessen. In den Jahren 1927/28 waren Immobilienpreise aufgrund der damals restriktiven Geldpolitik des Fed vorerst auf den Stand von 1919 gefallen. Die Jahre der Depression führten zu einem weiteren Absinken der Preise und diese erreichten 1932 ihren Tiefststand.

Wie oben dargelegt, führte die Aufgabe des Goldstandards zu sinkenden Zinsen. In den nun folgenden Jahren erholte sich der Immobilienmarkt, er war selbst während den Rezessionsjahren von 1937/38 relativ stabil und erreichte bis zum Ausbruch des Zweiten Weltkriegs einen neuen Höchststand. Die Kriegswirren und der Kriegseintritt der USA setzten dem Markt wiederum zu, und sämtliche in den Vorjahren erzielten Gewinne wurden wieder preisgegeben – 1942 fielen die Preise auf das Niveau von 1932 zurück. Die ab

Grafik 22:

Entwicklung des Immobilienpreisindex 1932–1945

(real, indexiert, 1932 = 100)

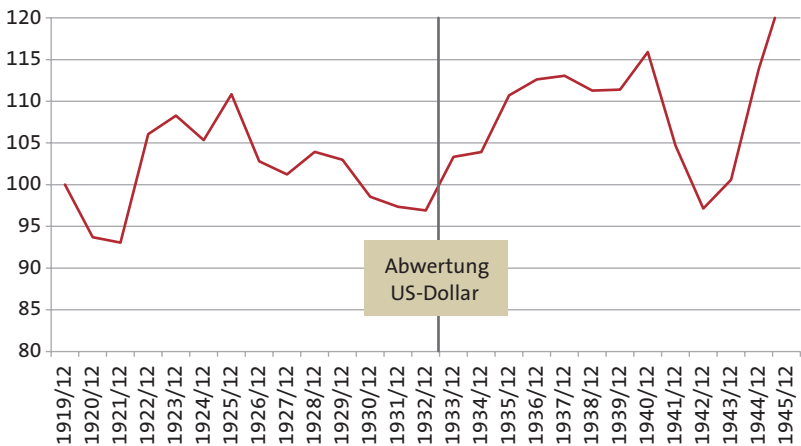


Quelle: National Bureau of Economic Research, Macroeconomic History Database

Grafik 23:

Entwicklung des Immobilienpreisindex 1919–1945

(real, indexiert, 1919 = 100)



Quelle: National Bureau of Economic Research, Macroeconomic History Database

dem Kriegseintritt der USA eingeleitete Konjunkturerholung führte jedoch rund ein Jahr später zu einer Wiederaufnahme der positiven Entwicklung, und bereits 1944 wurde der bisherige Höchststand wieder übertroffen (siehe Grafik 22).

Interessanterweise wurden hier mit dem Höchststand von 1945 auch in einer längerfristigen Betrachtung die bisher erzielten Höchstwerte übertroffen. Immobilien erwiesen sich somit während des gesamten Wirtschaftszyklus als relativ gutes, wenn auch volatiles, Wertaufbewahrungsmittel (siehe Grafik 23).

3.9.3 Gold

Edelmetalle, zum Beispiel Gold, gelten oft als «Hort der Sicherheit». Diese populäre Erkenntnis ist aus den Erfahrungen während der Grossen Depression nachvollziehbar. Während der 1920er-Jahre bis zur Abwertung des US-Dollars 1933 war der Goldpreis in US-Dollar fixiert. Daher oszillierte dieser ohne klar erkennbares Muster in einem engen Preisband um die 21 US-Dollar.

Mit dem Verlassen des Goldstandards und der damit umgesetzten Währungsabwertung wurde der Goldpreis in einem Schritt auf 35 US-Dollar festgesetzt. Trotz der daraufhin einsetzenden Währungsschwankungen des US-Dollars konnte sich der Goldpreis, beispielsweise gegenüber dem Schweizer Franken oder dem Britischen Pfund, in der Tendenz festigen und notierte zum Zeitpunkt des Zweiten Weltkriegs markant über dem Niveau von Anfang der 1920er-Jahre. Somit erfüllte Gold während der Jahre der Depression – jedoch vor allem nach der Aufgabe des Goldstandards durch viele Länder – sowohl seine Funktion als «Sicherheitswährung» als auch als (globales) Wertaufbewahrungsmittel (siehe Grafik 24).

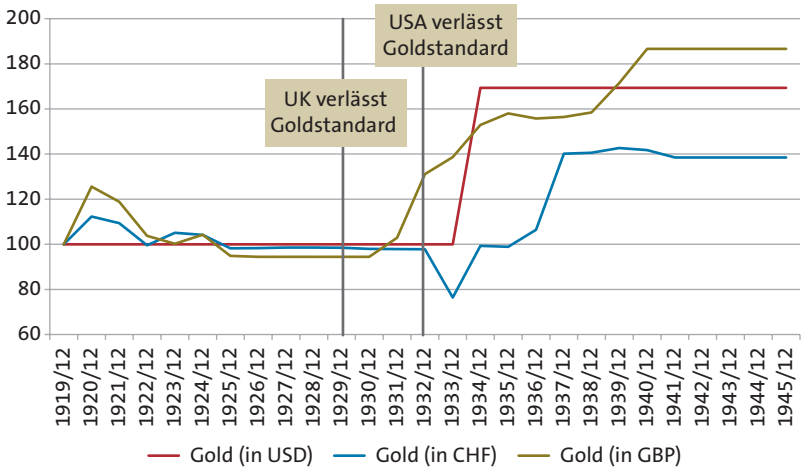
Gold gilt oft als «Hort der Sicherheit». Diese populäre Erkenntnis ist aus den Erfahrungen während der Grossen Depression nachvollziehbar. Während dieser Jahre – jedoch vor allem nach der Aufgabe des Gold-

standards durch viele Länder – erfüllte Gold seine Funktion als «Sicherheitswährung» und als (globales) Wertaufbewahrungsmittel.

Grafik 24:

Entwicklung des Goldpreises in US-Dollar, Schweizer Franken und Britischem Pfund 1919–1945

(indexiert, 1919 = 100)



Quelle: www.measuringworth.com

3.10 Strukturreformen

Die Depression deckte die strukturellen Schwächen des Banken- und Finanzsystems in vielen Ländern des Westens klar auf. Weitgehend fehlende oder schwache Regulierungen wurden durch neue Rahmenbedingungen ersetzt. Anfangs der 1930er-Jahre gingen viele Länder zu einer stärkeren Regulierung von Banken und Finanzmärkten über.

Beispielsweise verabschiedete der amerikanische Kongress 1933 den sogenannten «Glass-Steagall-Act». Dieser führte ein Trennbankensystem ein und verbot Banken, welche Einlagen entgegennahmen, die Ausgabe und den Handel mit Wertschriften und umgekehrt.

Zwecks Vermeidung von Bank Runs wurde mit der «Federal Deposit Insurance Corporation» (FDIC) eine staatliche Versicherung auf Bankeinlagen eingeführt. 1934 wurde zudem zwecks Überwachung und Regulierung des Aktienmarkts die «Securities and Exchange Commission» (SEC) errichtet. Abschliessend wurde das Notenbanksystem flexibilisiert und das Fed mit weitaus höheren Kompetenzen ausgestattet.

3.11 Müssen wir wieder mit einer Depression rechnen?

Blickt man heute in einigen Ländern auf deren volkswirtschaftliche Variablen, so lassen sich einige Parallelen zu den 1920er-Jahren ausmachen – die Gefahr einer erneuten Phase der Depression scheint zumindest hier durchaus gegeben.

Wir sind uns vollends bewusst, dass die nachfolgende Kurzanalyse lediglich eine gewisse Tendenz aufzuzeigen vermag. Eine detaillierte Analyse würde eine vertiefte Auseinandersetzung mit den makroökonomischen Gegebenheiten und Prognosen jedes Landes und der zugrunde liegenden Annahmen notwendig machen. Dennoch erscheint uns die nachfolgende Gegenüberstellung sinnvoll – und sei es nur, um den wirtschaftlichen Diskurs anzuregen. Hierbei legen wir den Fokus bewusst auf eine Auswahl von Ländern, die von volkswirtschaftlicher Bedeutung sind.

Wie oben dargelegt, ging der Grossen Depression eine Phase des massiven Schuldenaufbaus voraus. Ausgelöst durch das Platzen der Aktienblase sowie den Korrekturen an den Immobilienmärkten, mussten diese Schulden nun wieder rasch abgebaut werden. Der Prozess des sogenannten Deleveraging war demnach ein massgeblicher Faktor für die massive Abkühlung der Wirtschaft beziehungsweise dem Entstehen der Depression.

3.11.1 Diverse Länder des Westens – eine Ansammlung massiver Schulden

Auch heute ist in diversen Ländern ein massiver Aufbau von Schulden erkennbar – und auch heute blicken wir auf Märkte zurück, auf denen 2008 eine Kreditblase platzte. Vor diesem Hintergrund stellt sich einerseits die Frage, wie weit fortgeschritten der Prozess des Deleveraging in einigen ausgesuchten Ländern im Vergleich zu den USA der 1930er-Jahre ist. Andererseits werden noch ein paar andere volkswirtschaftliche Variablen untersucht. Aus diesem Vergleich versuchen wir anschliessend Schlüsse zu ziehen, ob die Wahrscheinlichkeit einer Depression in den ausgewählten Ländern gegeben ist oder nicht.

Die nachfolgende Tabelle zeigt links die Entwicklung der Entschuldung in den USA in der Periode zwischen 1930 und 1939 auf. Hier wird klar ersichtlich, dass die damals hohe Verschuldung sämtlicher Wirtschaftssubjekte von rund 310 Prozent des BIP in den nachfolgenden Jahren auf etwa 210 Prozent reduziert wurde; mit Ausnahme des Staates (+/- 0 %) betrug die Veränderungsrate der Verschuldung bei den Haushalten und Firmen je rund -40 Prozent und bei den Finanzinstituten nahezu 70 Prozent. Auch bei den anderen volkswirtschaftlichen Variablen fanden – mit Ausnahme der Arbeitslosenrate – im Laufe der Zeit markante Verbesserungen statt.

Stellt man nun diese Entwicklung den Werten einiger ausgesuchter Länder zwischen 2008 und 2011 gegenüber, ergibt sich folgendes Bild. Hierbei zeigen die Farben auf, wo positive (blau), neutrale (ocker) oder negative (rot) Entwicklungen vorliegen. Die Veränderungsrate bezieht sich jeweils auf die einzelne untersuchte Variable.

Tabelle 6:
Entwicklung des «Delevering» und anderer volkswirtschaftlicher Variablen
(1930–1939 im Vergleich zu 2008–2011, in % des BIP)

Volkswirtschaftliche Variablen	USA		USA		Grossbritannien		Spanien		Italien		Veränderung				
	1930	1939	2008	2011	2008	2011	2008	2011	2008	2011					
	Veränderung	Veränderung	Veränderung	Veränderung	Veränderung	Veränderung	Veränderung	Veränderung							
Haushalte	50	30	-40	96	87	-9	101	98	-3	85	82	-4	40	45	13
Firmen	160	100	-38	78	72	-8	114	109	-4	136	134	-1	81	82	1
Finanzinstitute	30	10	-67	56	40	-29	202	219	8	75	76	1	77	76	-1
Staat	70	70	0	60	80	33	52	81	56	47	71	51	101	111	10
Total Verschuldung	310	210	-32	290	279	-4	469	507	8	343	363	6	299	314	5
Reales BIP-Wachstum	-6,5	9,0	15,5	-0,3	1,7	2,0	-1,1	0,7	1,8	0,9	0,7	-0,2	-1,2	0,4	1,6
Inflationsrate	-8,8	1,0	9,8	3,8	3,1	-0,7	3,6	4,5	0,9	4,1	3,1	-1,0	3,5	2,9	-1,0
Arbeitslosigkeit	8,7	14,5	5,8	5,8	9,0	3,2	5,6	8,0	2,4	11,3	21,6	10,3	6,8	8,4	1,6

Quelle: National Bureau of Economic Research, Macroeconomic Database, www.measuringworth.com
www.imf.org, McKinsey Global Institute, Debt and Deleveraging: Uneven Progress on the Path to Growth

3.11.2 Erkenntnisse

Aus dieser Gegenüberstellung ergeben sich folgende grobe Erkenntnisse:

- in den untersuchten Ländern ist der Deleveraging-Prozess noch nicht weit vorangeschritten; lediglich die USA zeigen, mit Ausnahme des Staatshaushalts, eine leicht positive Entwicklung auf, während die anderen Länder entweder nur sehr geringe Fortschritte oder sogar eine Verschlechterung der Situation aufweisen;
- sämtliche Länder weisen eine zum Teil markante Zunahme der Staatsverschuldung auf (z. B. USA, Grossbritannien und Spanien);
- geht man von der Annahme aus, dass die USA in den 1930er-Jahren innerhalb von rund zehn Jahren die Depression überwinden konnten, so könnten die USA aktuell die Phase des Deleveraging in den kommenden Jahren abgeschlossen haben. Demgegenüber steht den anderen Ländern sozusagen die ganze Phase des Deleveraging erst noch bevor;
- vor diesem Hintergrund kann geschlossen werden, dass von den untersuchten Ländern Grossbritannien, Spanien und Italien dem Risiko ausgesetzt sind, in eine Phase der Depression zu fallen. Aufgrund der vergleichsweise hohen Verschuldung und der zudem schwachen volkswirtschaftlichen Variablen ist hier davon auszugehen, dass diese ausgeprägt ausfallen und viele Jahre dauern könnte.

Selbstverständlich wünscht man sich hier, dass sich die zugrunde liegenden Prognosen letztlich als komplett falsch erweisen und die Variablen weniger dramatisch ausfallen, als sie hier aufgezeigt werden. Geht man jedoch davon aus, dass sich die oben dargelegten Konstellationen nur mittels Reformen und der Wiederankurbelung der Wirtschaft verändern können und solche zurzeit kaum ersichtlich sind, erscheint Depression für die ausgewählten Länder als durchaus realistisches Szenario der Zukunft. Somit besteht hier offenbar Handlungsbedarf.

3.12 Lösungsansätze

3.12.1 Währungsabwertungen

Wirtschaftskrisen werden oftmals mittels Währungsabwertungen oder -reformen gelöst. Demnach sei an dieser Stelle die These geäußert, dass auch die sich klar abzeichnenden Wirtschaftskrisen in den oben aufgeführten Ländern durch solche gelöst werden könnten. Ein Blick in die Geschichte zeigt den positiven Effekt von solchen deutlich auf.

Selbstverständlich wäre die Voraussetzung hierfür, dass sich beispielsweise im Fall des Euroraums die Zusammensetzung des Euros verändert. Hier sind zwei Optionen denkbar: Entweder verabschieden sich bestimmte Länder Südeuropas, zum Beispiel Spanien und Italien, vom Euro und führen ihre eigene Währungen wieder ein. Oder alternativ wird dieser Schritt von bestimmten Ländern Mittel- und Nordeuropas, zum Beispiel Deutschland oder Finnland, vollzogen – gegebenenfalls auch von anderen Ländern der Eurozone.

Der Effekt wäre voraussichtlich der gleiche: Die Währungen der südeuropäischen Länder würden aufgrund der Abwertungen umgehend markant schwächer. Offen bleibt die Frage, wie in einem solchen Fall die Gläubiger ausstehender Schulden, beispielsweise Staatsanleihen, behandelt würden. Sollten nämlich keine klaren Bedingungen für den Fall einer Währungsumstellung existieren – und von dem kann in vielen Fällen ausgegangen werden –, können auch hier Beispiele aus der Geschichte herangezogen werden.

Demnach ist denkbar, dass Anleihen, die von inländischen Gläubigern gehalten werden, hinsichtlich der Währung 1:1 umgestellt werden. Für diese Gläubiger kommt die Währungsumstellung letztlich einem Verlust im Umfang der alsdann eintretenden Währungsabwertung gleich. Demgegenüber ist denkbar, dass Anleihen, die von ausländischen Gläubigern gehalten werden, keiner Währungsumstellung unterworfen sind. In einem solchen Fall darf jedoch davon ausgegangen werden, dass diese Schulden nicht oder nur

noch zum Teil bedient werden können. Für diese Gläubiger führt dieser Schritt zu einem partiellen oder schlimmstenfalls vollständigen Ausfall ihrer Forderungen («Haircut» oder «Default»).

Somit bleibt die nüchterne Feststellung, dass sämtliche Gläubiger bei einer Währungsumstellung beziehungsweise Währungsabwertung mit grosser Wahrscheinlichkeit zu den Verlierern zählen und die Schuldner, allen voran der Staat, zu den Gewinnern gehören würden. So schmerzhaft diese Tatsache zwar für diese Anleger ist, so klar sind die potenziellen volkswirtschaftlichen Vorteile für die krisengeschüttelten Länder. Nur mittels Währungsabwertungen kann ein entscheidender Schritt in Richtung einer Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit sowie einer Erleichterung der Schuldensituation dieser Länder und damit einer Lösung der Eurokrise getan werden.

3.12.2 Strukturreformen und wirtschaftliche Stimulierungsprogramme

Selbstverständlich reicht eine Währungsabwertung allein noch nicht aus, um die wirtschaftlichen Probleme eines Landes mit einem Schlag zu lösen. Wie die Geschichte hier anhand vieler Beispiele aufzeigt, ist im Anschluss danach die dezidierte Umsetzung von Strukturreformen und der Einsatz von Stimulierungsprogrammen notwendig. Strukturreformen sind insofern von grosser Bedeutung, zumal sie an den Ursachen ansetzen und nicht mehr nur Symptome bekämpfen, wie dies beispielsweise Hilfsprogramme tun. Stimulierungsprogramme helfen demgegenüber, eine stark geschwächte Volkswirtschaft wieder in Schwung zu bringen. Nimmt man auch hier die Geschichte ernst, so ist es jedoch unabdingbar, dass Letztere so lange weitergeführt werden, bis eine nachhaltige Wirtschaftserholung einsetzt. Nur damit kann die Wiederholung des oben genannten «Fehlers von 1937/38» vermieden werden.

3.13 Fazit

Die volkswirtschaftlichen Variablen in einigen Ländern, insbesondere Südeuropas, zeigen die Gefahr auf, dass diese in eine Phase der Depression zu fallen drohen beziehungsweise sich bereits in einer solchen befinden. Will man demnach eine solche vermeiden oder bekämpfen, so sind in diesen Ländern Währungsabwertungen sowie Strukturreformen und Stimulierungsprogramme zwingend.

Vor diesem Hintergrund wären die Länder der Währungsunion gut beraten, über einen Austritt eines oder mehrerer Länder aus dem Euro nachzudenken und diesen geschehen zu lassen. Will man zudem einen klassischen Fehler aus der Geschichte nicht nochmals wiederholen, so sollte hierfür nicht mehr allzu lange zugewartet werden.

4 KRISENTYP 3: ZWILLINGS- UND DRILLINGSKRISE – DARGESTELLT AM BEISPIEL DER ASIENKRISE ENDE DER 1990ER-JAHRE

RICARDO CORDERO

4.1 Ausgangslage

«Plötzlich war es möglich, in Bangkok in einen Laden zu gehen, für eine wunderschöne burmesische Antiquität einen tiefen Preis zu nennen und diese günstig zu erwerben. Ein Dreizimmerhaus auf Bali konnte für knapp 30000 US-Dollar gekauft werden. Und selbst in Hongkong sollten Immobilien, zwischen dem Übergang zu China im Jahre 1997 und dem Höhepunkt der SARS-Krise sechs Jahre später, um etwa 70 Prozent fallen.»

Nur ein paar Jahre zuvor hatte Südostasien als eine der begehrtesten Destinationen für ausländisches Kapital gegolten. Als Folge davon waren die Preise für Sachwerte, Aktien, Immobilien, Güter aller Art usw. in teilweise schwindelerregende Höhen gestiegen. Der Aufstieg zu den reichen Ländern des Westens schien nur noch eine Frage der Zeit. Nun kam plötzlich alles anders: Die Kapitalflüsse versiegt, die Währungen kollabierten und damit, entgegen jeglicher bekannter Logik, fielen auch die Preise auf breiter Front. Es schien, als ob die Ereignisse in Südostasien keinem Lehrbuch folgten.

4.2 Was ist eine Zwillings- beziehungsweise Drillingskrise?

Eine Zwillingskrise ist die Kombination einer Banken- und Währungs-krise*. Oftmals führen solche Krisen letztlich zu einer Schuldenkrise (Drillingskrise). Diese Kombination kann – zumindest kurzfristig – zu einem massiven Anstieg der (importierten) Inflation führen; wie das Beispiel der Asienkrise jedoch zeigt, muss dies nicht zwingend sein.

4.3 Wie kam es zur Asienkrise?

Auch der sogenannten Asienkrise ging eine Phase grosser wirtschaftlicher Prosperität voraus. Ende der 1980er-Jahre zählten die Länder Südasiens zu den erfolgreichsten Schwellenländern. Diese zeichneten sich vor allem durch starkes wirtschaftliches Wachstum, arbeitswillige und produktive Bevölkerung, steigenden Lebensstandard, hohe Sparquoten und konservative Fiskalpolitik aus. Darüber hinaus verfügten diese Länder aufgrund der faktischen Anbindung ihrer Währungen an den US-Dollar («Quasi-Peg») über stabile Wechselkurse.

Die sogenannten Asian Tigers galten viele Jahre lang als Vorbilder für Industrienationen vor allem hinsichtlich Wirtschaftswachstum. Die Tigerstaaten erzielten in den 1970er-Jahren durchschnittlich reale Wachstumsraten von rund 7 Prozent und diese stiegen bis in die 1990er-Jahre auf etwa 9 Prozent an. Trotz erster Anzeichen von Überhitzung und strukturellen Schwächen, insbesondere des

* Im Rahmen dieser Publikation wird der Begriff Zwillingskrise auch bei der Analyse der aktuellen Situation in der Eurozone verwendet. Aufgrund der dort herrschenden Währungsanbindung beschreibt eine Zwillingskrise, entgegen der in der Finanzliteratur oft verwendeten Terminologie, die Kombination einer Banken- und Schuldenkrise. Konsequenterweise umschreibt in diesem Fall eine Drillingskrise die Kombination einer Zwillingskrise mit einer nachfolgenden Währungskrise.

Banken- und Finanzsystems, beurteilten immer mehr Anleger und offizielle Organe wie IWF, Weltbank usw. die Region als weiterhin attraktiv. Die verbreitete Meinung war, dass die Lücke zwischen den Industrienationen und den Schwellenländern in Zukunft durch die Tigerstaaten geschlossen würde.

Der Grund für diesen Optimismus lag vor allem im makroökonomischen Datenkranz dieser Region: hohe reale Wachstumsraten bei relativ geringer Inflation.

Tabelle 7:

Makroökonomischer Datenkranz der Tigerstaaten

(in %)

	Investitionen im Verhältnis zum BIP	Brutto Spar- quote	Handel im Verhältnis zum BIP	Anteil am Welt-BIP	Reales BIP- Wachstum	Inflationsrate (Konsumenten- preis-Index)
Hongkong	31,3	30,6	122,9	0,6	4,9	6,0
Indonesien	32,1	31,2	20,4	0,8	8,0	7,9
Malaysia	42,2	42,6	78,9	0,4	8,6	3,5
Philippinen	23,2	15,6	31,2	0,3	5,7	8,4
Singapur	36,5	50,1		0,3	6,9	1,4
Südkorea	36,8	35,2	28,9	1,8	7,1	4,9
Taiwan	21,2	25,1	40,1	1,0	5,7	3,1
Thailand	42,2	35,9	34,9	0,7	5,5	5,8

Quelle: IMF World Economic Outlook, May 1998, House of Commons, Research Paper 99/14

Vor diesem Hintergrund mag erstaunen, dass just diese Region von einer starken Wirtschaftskrise erfasst werden sollte und diese – mit einem Anteil am weltweiten BIP von unter 6 Prozent – in der Lage war, grosse Teile der Welt anzustecken.

Wie kam es zur Asienkrise? Die Antwort liegt gerade im sichtlich wirtschaftlichen Erfolg dieser Länder. Dieser veranlasste die Marktteilnehmer, die in solchen Ländern vorhandenen immanenten Risiken systematisch zu unterschätzen. Die Region wurde Opfer ihres eigenen Erfolgs.

4.4 Der Weg zum Boom

Die Tigerstaaten gehörten ab Ende der 1980er-Jahre zu den begehrtesten Zielen für ausländisches Kapital. Sie erfreuten sich starker Kapitalzuflüsse (in der Terminologie von Reinhart und Rogoff eine «Capital Flow Bonanza», siehe Reinhart, Rogoff, 2009, S. 157 f.). Neben positiven makroökonomischen Faktoren spielten auch die «Quasi-Pegs» eine wichtige Rolle. Ausländische Anleger schätzten Investitionen als sehr attraktiv und das Währungsrisiko als sehr gering ein.

Diese Einschätzung wurde auch im Inland geteilt. Hohe Kapitalzuflüsse ermöglichten die Aufnahme von Schulden im Ausland und dank der «Quasi-Pegs» schien auch hier das Währungsrisiko als nicht existent.

Die Tigerstaaten erfreuten sich ab Ende der 1980er-Jahre hoher Kapitalzuflüsse. Neben positiven makroökonomischen Faktoren spielten auch die «Quasi-Pegs» eine wichtige Rolle. Investitionen wurden als attraktiv und das Währungsrisiko als sehr gering eingeschätzt.

Dieses Verhalten der Marktteilnehmer war klassisch. Denn historisch sind sowohl Kapitalzuflüsse und Schuldenaufbau in der Regel prozyklisch, vor allem in Entwicklungs- und Schwellenländern.

Vereinfacht dargestellt, beginnt ein solcher Zyklus mit der Meinung, dass ein bestimmtes Land respektive eine bestimmte Region auch in Zukunft überdurchschnittlich hohes Wachstum aufweisen wird. Diese Aussicht lockt zunehmend ausländisches Kapital an. Der Erfolg gibt ihm recht. In der Folge werden immer mehr in- und ausländische Anleger aktiv – alle wollen am Boom teilnehmen. Zu diesem Zweck sind sie auch bereit, sich zu verschulden. Aufgrund der stabilen Wechselkurse erfolgt die Verschuldung zunehmend im Ausland. Der Boom wird zunehmend schuldengetrieben angeheizt usw.

Aus der Geschichte wissen wir, dass ein Boom – sowie eine spekulative Blase – erstaunlich lange andauern kann. Je länger dieser andauert, desto sicherer und selbstgefälliger fühlen sich die Marktteilnehmer. Solche Entwicklungen markieren typischerweise den Auftakt zu einer späteren Wirtschaftskrise – nicht nur in Entwicklungs- und Schwellenländern, sondern ebenso in Industrieländern.

Dies war auch in Südostasien so. Je weiter sich der Boom entwickelte, desto anfälliger wurde diese Region auf Veränderungen des makroökonomischen Umfelds beziehungsweise auf einen Stimmungsumschwung ausländischer Anleger und Kapitalgeber. Denn jeder Boom wird irgendwann unweigerlich durch einen Bust abgelöst. Hierfür ist oft kein einzelner und auch nicht zwingend ein klarer Auslöser verantwortlich – das Ende 1996 abnehmende Vertrauen in die thailändische Wirtschaft war jedoch mit Sicherheit ein wichtiger Faktor für die sich anschließenden Entwicklungen.

4.5 Was machte die Region anfällig für eine Korrektur?

4.5.1 Ausgeprägte Leistungsbilanzdefizite einiger Länder

Die Kapitalflüsse nach Südostasien erreichten ab Ende der 1980er-Jahre noch nie da gewesene Dimensionen. Viele Länder wiesen hohe chronische Leistungsbilanzdefizite auf (siehe Tabelle 8).

Leistungsbilanzdefizite sind so lange nicht problematisch, als ein Land robustes Wachstum, eine gesunde Fiskalpolitik und anhaltend hohe Kapitalzuflüsse aufweist. Ist sein Wachstum jedoch weitgehend das Resultat hoher kurzfristiger Kapitalflüsse, ist es verletzlich, sobald diese versiegen oder Kapitalabflüsse, sogenannte «sudden stops», einsetzen.

Tabelle 8:

Leistungsbilanzdefizite ausgesuchter Länder Südostasiens 1995–1997
(in % des BIP)

	1995		1996		1997	
	% des BIP	Mrd. US-Dollar	% des BIP	Mrd. US-Dollar	% des BIP	Mrd. US-Dollar
Hongkong	–3,9	–5,5	–1,1	–1,6	–3,2	–5,5
Singapur	16,8	14,3	15,7	14,6	15,4	14,8
Malaysia	–10,0	–8,7	–4,9	–4,9	–4,8	–4,8
Indonesien	–3,3	–6,8	–3,3	–7,6	–1,8	–3,9
Taiwan	2,1	5,5	4,0	11,0	2,7	7,7
Südkorea	–2,0	–8,5	–4,9	–23,0	–2,0	–8,2
Thailand	–7,9	–13,2	–7,9	–14,4	–2,0	–3,0
Philippinen	–4,4	–3,3	–4,7	–3,9	–5,2	–4,3

Quelle: IMF World Economic Outlook, May 1998, House of Commons, Research Paper 99/14

4.5.2 Starke Abhängigkeit von kurzfristigen ausländischen Kapitalflüssen

Wie hoch die Kapitalflüsse im Verhältnis zum BIP waren, zeigt die nachfolgende Tabelle auf. In den letztlich von der Krise am heftigsten betroffenen Ländern, Thailand, Südkorea, Indonesien, betrugen diese 1996 zwischen 5 bis 9 Prozent des BIP (siehe Tabelle 9).

Der Grund lag in der starken Nachfrage des Privatsektors, vor allem durch inländische Banken und Firmen, nach ausländischem Kapital. Ein Grossteil dieser Schulden war kurzfristig, das heisst mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr – in Thailand, Südkorea und Indonesien. (Karunatileka, 1999, S. 16) Vor dem Hintergrund implizit garantierter fixer Wechselkurse schien eine Absicherung gegen Währungsrisiken nicht notwendig.

Tabelle 9:**Entwicklung der Kapitalflüsse nach Südostasien 1991–1996**

(in % des BIP)

		1991	1992	1993	1994	1995	1996
Indonesien	Netto-Kapitalzuflüsse	4,6	2,5	3,1	3,9	6,2	6,3
davon:	ausländische Direktinvestitionen	1,2	1,2	1,2	1,4	2,3	2,8
	indirekte Investitionen	0,0	0,0	1,1	0,6	0,7	0,8
Taiwan	Netto-Kapitalzuflüsse	-1,2	-3,2	-2,1	-0,6	-3,6	-3,2
davon:	ausländische Direktinvestitionen	-0,3	-0,5	-0,7	-0,5	-0,4	-0,7
	indirekte Investitionen		0,2	0,5	0,4	0,2	-0,4
Südkorea	Netto-Kapitalzuflüsse	2,2	2,4	1,6	3,1	3,9	4,9
davon:	ausländische Direktinvestitionen	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4
	indirekte Investitionen	1,1	1,9	3,2	1,8	1,9	2,3
Malaysia	Netto-Kapitalzuflüsse	11,2	15,1	17,4	1,5	8,8	9,6
davon:	ausländische Direktinvestitionen	8,3	8,9	7,8	5,7	4,8	5,1
	indirekte Investitionen	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Philippinen	Netto-Kapitalzuflüsse	1,6	2	2,6	5	4,6	9,8
davon:	ausländische Direktinvestitionen	1,2	1,3	1,6	2	1,8	1,6
	indirekte Investitionen	0,3	0,1	-0,1	0,4	0,3	-0,2
Singapur	Netto-Kapitalzuflüsse	1,7	-2,7	9,4	2,5	1,3	-10,1
davon:	ausländische Direktinvestitionen	8,8	2,1	5,5	4,8	4,9	4,3
	indirekte Investitionen	-2,1	3,3	0,5	1,1	0,9	-16,2
Thailand	Netto-Kapitalzuflüsse	10,7	8,7	8,4	8,6	12,7	9,3
davon:	ausländische Direktinvestitionen	1,5	1,4	1,1	0,7	0,7	0,9
	indirekte Investitionen	0,0	0,5	3,2	0,9	1,9	0,6

Quelle: IMF World Economic Outlook, May 1998, House of Commons, Research Paper 99/14

4.5.3 Zunehmende Verschuldung des Privatsektors

Verschuldung, insbesondere dann, wenn sie exzessive Ausmasse annimmt, ist ein typischer Auslöser eines Booms, jedoch auch ein verlässlicher Grund für einen Bust. (Karunatileka, 1999, S. 10) Ende der 1990er-Jahre war die Verschuldung gegenüber ausländischen, vor allem japanischen Banken ausgeprägt.

Tabelle 10:

Verschuldung gegenüber ausländischen Banken 1997

(in Mrd. US-Dollar)

Verschuldung gegenüber:	Japanische Banken	Französische Banken	Deutsche Banken	Britische Banken	US-amerikanische Banken	Andere europäische Banken	Total
China	18,7	7,3	6,9	6,9	2,9	7,0	57,9
Hongkong	87,4	12,8	32,2	30,1	8,8	24,4	222,3
Indonesien	23,2	4,8	5,6	4,3	4,6	7,8	58,7
Malaysia	10,5	2,9	5,7	2,0	2,4	2,1	28,8
Philippinen	2,1	1,7	2,0	1,1	2,8	2,0	14,1
Singapur	65,0	15,4	38,4	25,2	5,2	34,3	211,2
Südkorea	23,7	10,1	10,8	6,1	10,0	9,3	103,4
Taiwan	3,0	5,2	3,0	3,2	2,5	3,0	25,2
Thailand	37,7	5,1	7,6	2,8	4,0	4,3	69,4
Total	271,3	65,3	112,2	81,7	43,2	94,2	791,0

Quelle: BIZ, The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending, 1997, House of Commons, Research Paper 99/14

4.5.4 Schwache Aufsicht und Regulierung des Finanzsystems, strukturelle Schwächen

Kapitalzuflüsse waren unter anderem eine Folge der Liberalisierung der Finanzmärkte. Diese erfasste in den 1990er-Jahren sowohl das Banken- und Finanzsystem im Westen wie auch in den Tigerstaaten. Letztere wiesen jedoch Aufsicht und Regulierungen auf, welche mit

westlichen Standards nicht vergleichbar waren. Hinzu kamen strukturelle Schwächen.

Daher erstaunt es nicht, dass vielen Aufsichtsbehörden entging, dass der fortschreitende Boom von einer schleichend zunehmenden Anzahl notleidender Kredite begleitet wurde. Vor 1997 wurde der Anteil notleidender Kredite in Thailand und Indonesien auf etwa 8 Prozent der Bankaktiven geschätzt; in den folgenden Jahren stieg dieser Wert in diesen Ländern auf etwa 33 Prozent. (Karunatileka, 1999, S. 17; Laeven, Valencia, 2008, S. 47 ff.)

4.5.5 Überbewertete Märkte, vor allem Aktien und Immobilien

Die Folge starker Kapitalflüsse, laxer Kreditvergabe und schwacher Regulierung war ein stetiger Aufwärtstrend an den Märkten, vor allem Aktien, Immobilien, Infrastruktur usw. Dieser heizte den Kreditzyklus weiter an. Der typische «Teufelskreis einer Asset-Price-Inflation» setzte ein, das heisst, stetig riskantere Kredite führten zu stetig steigenden Preisen und diese wiederum animierten mehr Marktteilnehmer zu immer riskanteren Engagements usw.

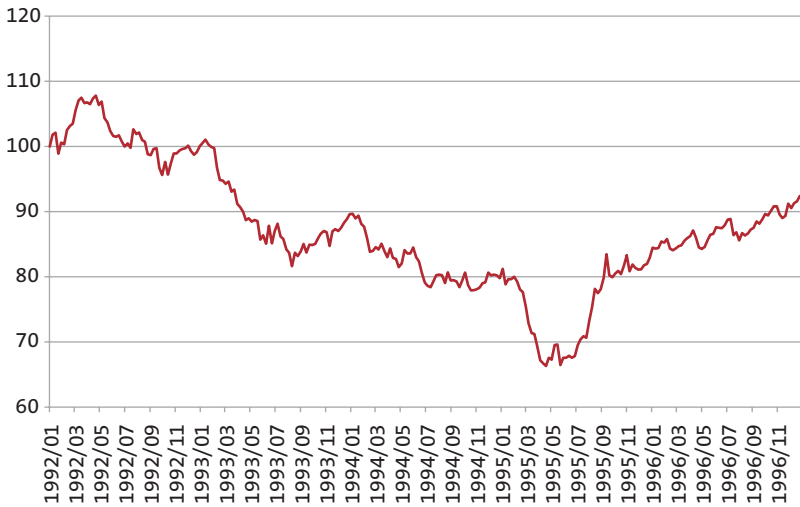
4.5.6 Quasi fixes Wechselkursregime

Letztlich lag einer der wichtigsten Faktoren für den Boom, jedoch auch für den anschliessenden Bust, in den «Quasi-Pegs» begründet.

Anfangs der 1990er-Jahre tendierte der US-Dollar weltweit zur Schwäche, vor allem gegenüber dem Japanischen Yen. Aufgrund der «Quasi-Pegs» führte dies zu automatischen Abwertungen und einer Zunahme der Wettbewerbsfähigkeit der Region, vor allem gegenüber ihrem wichtigsten Handelspartner Japan. Diese Entwicklung führte wiederum zu weiteren Kapitalflüssen, vor allem japanischer Gesellschaften. Diese erhöhten ihre Direktinvestitionen in die Tigerstaaten, verlagerten Produktionsstätten in die Region und heizten damit den Boom weiter an.

Grafik 25:

Entwicklung des US-Dollar vs. Japanischer Yen 1992–1996



Quelle: Bloomberg

Die Phase der automatischen Abwertungen endete 1995. Der US-Dollar begann vor allem gegenüber dem Yen stark zuzulegen, die Wettbewerbsposition der Region verschlechterte sich und Exporte sowie Wirtschaftswachstum begannen sich markant abzuschwächen.

Die Verletzlichkeit der Tigerstaaten lag in den ausgeprägten Leistungsbilanzdefiziten, der starken Abhängigkeit von ausländischen Kapitalflüssen, einer zunehmenden Verschuldung des Privatsektors, einer schwachen Aufsicht und Regulierung des Finanzsystems, überbewerteten Märkten sowie den quasi fixen Wechselkursregimes.

4.6 Der Weg zum Bust

Wie oben erwähnt, sind die genauen Ursachen, die letztlich zu einer Wirtschaftskrise führen, nie vollends eindeutig. Die Asienkrise ist in dieser Beziehung keine Ausnahme.

Oft liegt der Auslöser in einem vorerst kaum beachteten negativen Geschehnis. Dieses zieht weitere negative Entwicklungen nach sich usw. Analog, wie ein Boom das Resultat einer Abfolge von positiven und sich gegenseitig verstärkenden Faktoren ist, wird ein Bust durch eine Sequenz von negativen Faktoren und Ereignissen verursacht.

Ein solcher Auslöser war unter anderem die ungünstige Wechselkursentwicklung Mitte der 1990er-Jahre. Nach vielen Jahren ungestümen Wachstums wurde klar, dass die Region an Wettbewerbsfähigkeit zu verlieren begann und der Boom seinem Ende zuing; daraufhin zeigte sich rasch, wie anfällig die Region auf veränderte wirtschaftliche Rahmenbedingungen war.

Aufgrund der sich verschlechternden Fundamentaldaten Thailands verloren ausländische Investoren Ende 1996 vorerst das Vertrauen in die Wirtschaft dieses Landes. Die Kapitalströme versiegten und Kapitalabflüsse setzten ein. Für ein Land, das seinen Wirtschaftsaufschwung vor allem Kapitalzuflüssen zu verdanken hatte, kam dies einem Sauerstoffentzug gleich. Zum selben Zeitpunkt setzten teilweise heftige spekulative Währungsattacken gegen den thailändischen Baht ein. Damit war die Basis für eine Wirtschaftskrise in Thailand gegeben – und diese wiederum legte die Grundlage für den Flächenbrand, der letztlich ganz Südostasien erfasste.

Das Erstaunliche an der einsetzenden Wirtschaftskrise in Thailand war, wie schnell diese vorerst andere Tigerstaaten und danach auch Länder ausserhalb der Region ansteckte. Der Erklärungsansatz hierfür ist, dass internationale Anleger, nach den ersten Währungsattacken und den erfolglosen Interventionen der thailändischen Zentralbank zur Verteidigung des Baht, auch weitere Länder der Region

als ähnlich beurteilten. Die Situation Thailands wurde irrational auf andere Tigerstaaten übertragen.

Diese Einschätzung ist umso erstaunlicher, wenn man bedenkt, wie unterschiedlich die wirtschaftliche Situation in diesen Ländern war. Beispielsweise galt Südkorea bereits als fortgeschrittenes Industrieland und die wirtschaftlichen Bedingungen Malaysias und der Philippinen waren bedeutend besser als die anderer Länder. (IWF, 2000)

Wie dieses Beispiel jedoch zeigt, können ein plötzlicher Vertrauensverlust, spekulative Währungsattacken und der nie zu unterschätzende Herdentrieb an den Finanzmärkten zu einer Krise führen – und genau diese Faktoren kamen bei Thailand zusammen.

Nach einer Phase der «kontrollierten Freigabe» sah sich die thailändische Zentralbank im Juli 1997 ausserstande, den Baht weiter zu verteidigen. Die Währungsreserven, welche Ende 1996 etwa 34 Milliarden US-Dollar betrugen, waren erschöpft. Somit verblieben der Zentralbank keine weiteren Optionen als die komplette Freigabe des Baht. Damit setzte die Asienkrise ein.

Oft wird eine Krise durch ein vorerst kaum beachtetes negatives Geschehnis ausgelöst. Dieses zieht weitere negative Entwicklungen nach sich usw. Analog, wie ein Boom eine Abfolge von positiven und sich gegenseitig verstärkenden Faktoren ist, wird ein Bust durch eine Sequenz von negativen Faktoren und Ereignissen verursacht.

4.7 Wirtschaftskrise in Phasen

Wie im Anhang aufgezeigt wird, zeichnete sich auch die Asienkrise durch ein typisches Phänomen aus: den Ablauf in Phasen. Demnach durchläuft eine Wirtschaftskrise in der Regel eine erste Phase. Diese wird durch eine Periode der Stabilisierung und Gegenbewegungen unterbrochen, bevor sie in eine zweite Phase mündet und oft erst hier den Höhepunkt erreicht.

Die Krise in Thailand schwappte in kurzer Zeit vorerst auf andere Länder der Region über, bevor sie sich letztlich auch auf Länder ausserhalb der Region ausweitete. Daher wird bei der Asienkrise typischerweise zwischen Phase I (von Ende 1996 bis Januar 1998: Krise bis zu den Hilfsprogrammen des IWF) und Phase II (ab Mai 1998: Ausweitung der Krise auf Russland, Brasilien und den Westen) unterschieden.

4.8 Wirtschaftliche Effekte der Asienkrise und Wege aus der Krise

Wie nachfolgend aufgezeigt wird, waren die wirtschaftlichen Effekte der Asienkrise in den einzelnen Ländern besonders ausgeprägt. Dies gilt sowohl für die Finanzmärkte wie auch für die makroökonomischen Variablen.

4.8.1 Währungen – Aufgabe der «Quasi Pegs» und massive Währungsabwertungen

Als Folge der Freigabe des Baht sahen sich letztlich alle Länder der Region dazu gezwungen, innerhalb kurzer Zeit ihre «Quasi-Pegs» aufzugeben. Die einzige Ausnahme bildete Hongkong, das seine Währung mit massiven Devisenmarktinterventionen verteidigte.

Der Preis für die heftige Verteidigung des Hongkong-Dollars war, dass Hongkong von 1997 an, das heisst zum Zeitpunkt des vertragsmässigen Übergangs dieser britischen Kronkolonie nach China, bis nach 2003 in eine Deflation fiel. Betrug beispielsweise das reale Wirtschaftswachstum 1997 noch etwa 5 Prozent, so fiel dieses 1998 um knapp 6 Prozent. In den darauffolgenden Jahren vermochte sich die Wirtschaft zwar sukzessive von diesem Schlag zu erholen, doch die Wirtschaftsleistung Hongkongs blieb bis auf Weiteres geschwächt. Herrschte vor 1997 nahezu Vollbeschäftigung, stieg nun die Arbeitslosenrate bis 2003 auf knapp 8 Prozent. Dies führte zu einer starken

Abschwächung des privaten Konsums und als Folge davon gab der Konsumentenpreisindex in den Jahren 1999–2003 um durchschnittlich 3 Prozent pro Jahr nach. (Martin, 2007, S. 20)

Wie nachfolgend ausgeführt, waren die Währungsabwertungen in den anderen Ländern Südasiens zwar kurzfristig schmerzvoll, spielten jedoch für die Überwindung der Krise und der anschließenden Erholung der Wirtschaft der Länder eine zentrale Rolle.

Die Freigabe der Wechselkurse hatte massive Korrekturen zur Folge. Diese waren vor allem in den von der Krise am meisten betroffenen Ländern, Thailand, Südkorea und Indonesien, ausgeprägt. Nach den jeweiligen Abwertungen notierten die Währungen von Thailand, Südkorea und Malaysia am Ende von Phase I etwa 40 Prozent unter ihren vorherigen (Peg-)Niveaus. Die Indonesische Rupiah, die bereits seit 1992 kontinuierlich zur Schwäche geneigt hatte, musste von diesem tieferen Niveau aus gar eine zusätzliche Korrektur von rund 80 Prozent hinnehmen.

Für die im Vergleich zu den anderen Währungen viel extremere Korrektur der Rupiah sind vor allem drei Gründe massgeblich. Erstens wies Indonesien im Vergleich zu vielen Ländern der Region bereits im Vorfeld der Krise vergleichsweise schlechte Fundamentaldaten auf – diese wurden nun evident. Beispielsweise wies das Land systematisch hohe und steigende Inflationsraten (1996: etwa 7 Prozent, 1997: etwa 12 Prozent) sowie eine im Vergleich zur Exportleistung oder den verfügbaren Währungsreserven sehr hohe Verschuldung aus (1996: rund 37 Prozent beziehungsweise knapp 300 Prozent). Insbesondere der letzte Faktor nahm nun als Folge der Devisenmarktinterventionen innerhalb kurzer Zeit massiv zu. Somit konnte die Fähigkeit zur Bedienung der Auslandsschulden bereits ab Ende 1996 nahezu ausgeschlossen werden. (Corsetti et al. 1999, S. 86 ff.)

Zu diesen nachteiligen Fundamentaldaten kam, zweitens, die instabile politische Situation unter Diktator Suharto hinzu. Und drittens, als die Rupiah letztlich abgewertet werden musste, wurde nicht

nur das Hilfsprogramm des IWF zu spät und zu wenig dezidiert umgesetzt, sondern auch die Geldpolitik wurde viel zu zögerlich und zu wenig gestrafft – eine Massnahme, die nach einer Währungsabwertung so lange zwingend ist, bis sich die Währung auf dem nun abgewerteten Niveau stabilisiert.

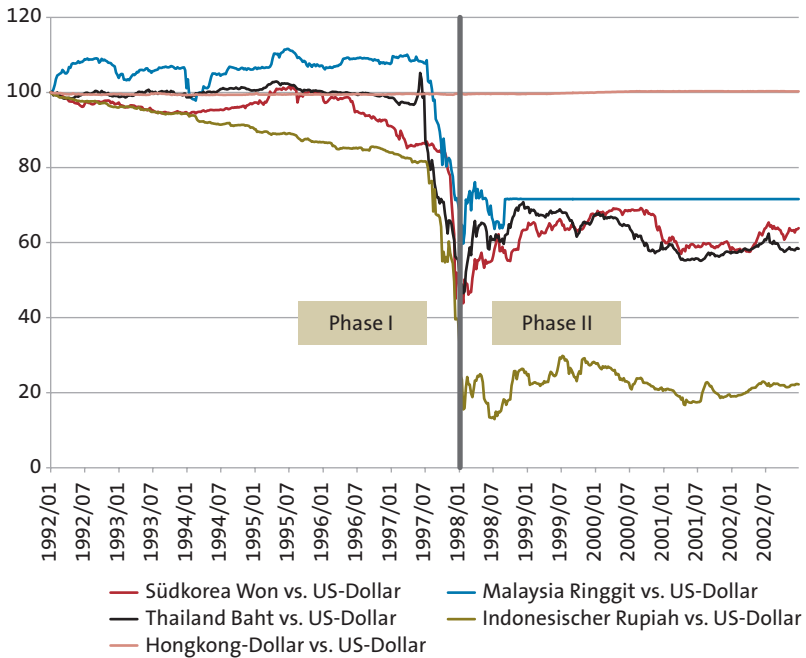
Vor diesem Hintergrund ist es nicht weiter erstaunlich, dass die Rupiah eine viel stärkere Korrektur durchlief und deren Stabilisierung später, das heisst erst gegen Mitte 1999, einsetzte. Wie aus der nachfolgenden Grafik ersichtlich ist, durchliefen alle Währungen der Region im Nachgang zur Abwertung eine Phase sehr hoher Volatilität, bevor sie sich stabilisierten; von diesem nunmehr wesentlich tieferen Niveau wiesen diese jedoch anschliessend keine nennenswerten Erholungen mehr auf (siehe Grafik 26).

Die Währungsabwertungen in einzelnen Ländern Südostasiens waren kurzfristig zwar schmerzvoll, spielten jedoch für die Überwindung der Krise und der anschliessenden Erholung der Wirtschaft der Länder eine zentrale Rolle. Hongkong, das seine Währung nicht abwertete, verfiel demgegenüber für viele Jahre in eine Deflation.

Wie ersichtlich, ging die Ansteckung einzelner Länder sehr schnell vor sich. Die Korrekturen begannen in Thailand, übertrugen sich bald auf andere Länder und letztlich verliefen die Entwicklungen der wirtschaftlichen Variablen nahezu parallel. Die fast parallele Entwicklung der Währungen erklärt sich einerseits aus der zwar irrationalen, jedoch effektiv eingetretenen homogenen Beurteilung der Marktteilnehmer hinsichtlich der Länder Südostasiens. Andererseits führt eine Abwertung wie beispielsweise diejenige Thailands dazu, dass unter den anderen Ländern umgehend ein kompetitiver Abwertungskampf stattfindet.

Grafik 26:

Entwicklung von Währungen einzelner Länder gegenüber dem US-Dollar 1992–2002
(Boomphase sowie Phase I & II, in US-Dollar pro Währungseinheit, Januar 1992 = 100)



Quelle: Bloomberg

4.8.2 Zinsen

Oftmals heben die Zentralbanken im Vorfeld einer Währungsabwertung, zwecks Verteidigung der Währung und zur Eindämmung von Kapitalabflüssen, die Zinsen bereits stark an. Greifen die Massnahmen der Zentralbank nicht und kommt es letztlich zu einer Währungsabwertung, sind die Zentralbanken gezwungen, ihre restriktive Geldpolitik beizubehalten beziehungsweise sogar zu verschärfen. Ein starker Zinsanstieg vor und nach einer Währungsabwertung ist demnach keine Ausnahme. Dies war auch in den Ländern Südostasiens so. Der Erfolg dieser zwingenden Massnahme ist keineswegs

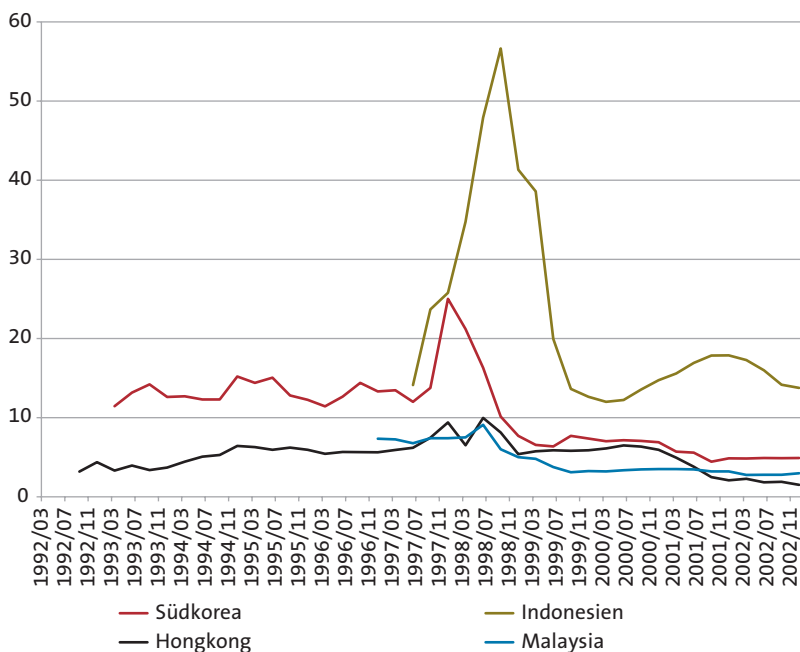
garantiert und hängt unter anderem auch von anderen wirtschaftlichen und politischen Faktoren ab.

Die Ziele dieser Massnahme nach einer Währungsabwertung sind einerseits die Stabilisierung der Währung auf dem nunmehr neuen Niveau, andererseits sollen die Kapitalabflüsse gestoppt werden. Auch hier zeigt sich einmal mehr deutlich, welchen Preis wenig dezidierte Massnahmen mit sich bringen. Wie oben bereits ausgeführt, sah sich beispielsweise Indonesien aufgrund seiner zögerlichen Haltung gegenüber dem IWF beziehungsweise bei der Umsetzung der Austeritätsprogramme letztlich dazu gezwungen, die Zinsen weit stärker anzuheben als die anderen Länder der Region.

Grafik 27:

Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze 1992–2002

(Boom, Phase I & II, in Lokalwährung)



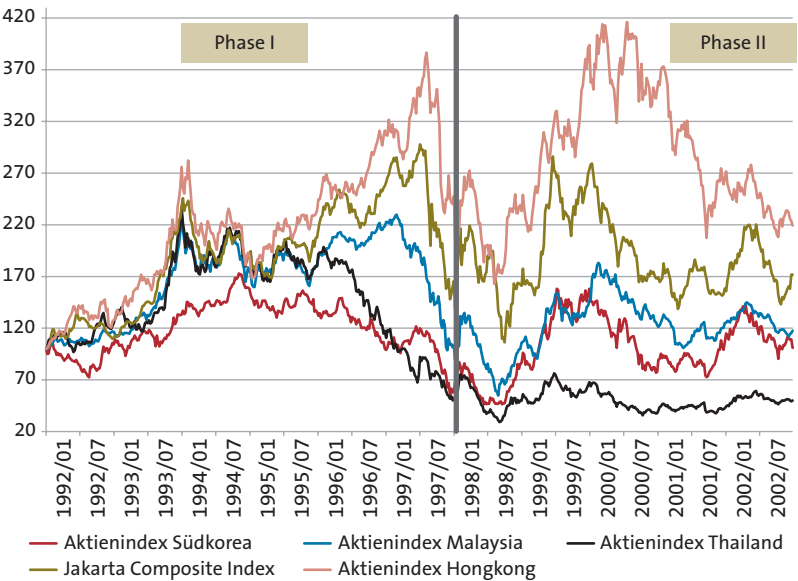
Quelle: Bloomberg

4.8.3 Aktien

Die wirtschaftlichen und politischen Turbulenzen sowie die starke wirtschaftliche Kontraktion in den einzelnen Ländern führten ebenso zu starken Korrekturen an den Aktienmärkten. Diese waren vor allem aus Sicht eines ausländischen Anlegers ausgeprägt. Aufgrund der heftigen Währungsabwertungen resultierten beispielsweise für einen Aktienanleger mit Referenzwährung US-Dollar in Phase I der Asienkrise Verluste in der Größenordnung von knapp 90 Prozent (Indonesien), 75 Prozent (Thailand) und 60 Prozent (Südkorea).

Hier wird der dramatische Währungseffekt offensichtlich, wenn man berücksichtigt, dass während dieser Phase die jeweiligen Aktienindizes in Lokalwährung um knapp 30 Prozent (Indonesien), 50 Prozent (Thailand) und 20 Prozent (Südkorea) nachgaben.

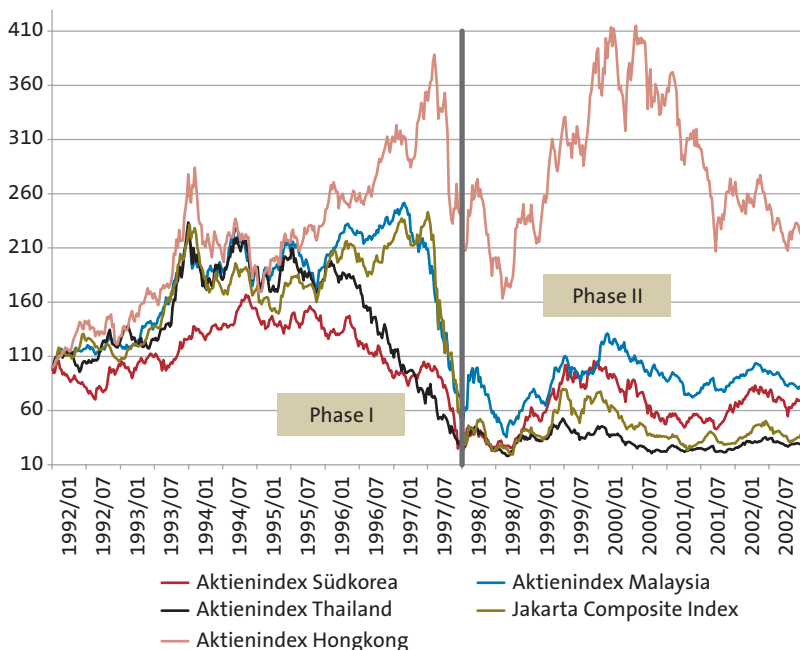
Grafik 28:
Entwicklung der Aktienmärkte einzelner Länder 1992–2002
(Boom, Phase I & II, in Lokalwährung, Januar 1992 = 100)



Quelle: Bloomberg

Grafik 29:**Entwicklung der Aktienmärkte einzelner Länder 1992–2002**

(Boom, Phase I & II, in US-Dollar, Januar 1992 = 100)



Quelle: Bloomberg

Vor dem Hintergrund, dass Aktienanlagen während der Krise grosse Verluste mit sich brachten, interessiert daher, welchen Erfolg Aktien nach diesen heftigen Korrekturen, zum Beispiel ab Januar 1998, gezeitigt hätten. Hätte beispielsweise ein Anleger mit Referenzwährung US-Dollar ab diesem Zeitpunkt auf eine Erholung seines Aktienportfolios gesetzt, so hätte er im Laufe der kommenden Jahre in den von der Krise am meisten betroffenen Ländern, Indonesien, Thailand und Südkorea, folgende Renditen erwirtschaftet:

Tabelle 11:

Entwicklung eines Aktienportfolios nach den Währungsabwertungen 1998–2002
(Phase II, in %, in Lokalwährung)

Periode	Indonesien	Thailand	Südkorea
31.1.1998 – 31.1.1999	–9	–14	12
31.1.1998 – 31.1.2000	41	13	85
31.1.1998 – 31.1.2001	–8	–21	16
31.1.1998 – 31.1.2002	0	–20	52
Vorkrisenniveau am 31.1.2002 erreicht	Nein	Nein	Ja
Notwendige Rendite ab 31.1.2002 bis Vorkrisenniveau wieder erreicht wird	41	147	n. a.

Quelle: Bloomberg/Eigene Berechnungen

Für einen Anleger in US-Dollar sah dieselbe Betrachtung demgegenüber wie folgt aus:

Tabelle 12:

Entwicklung eines Aktienportfolios nach den Währungsabwertungen 1998–2002
(Phase II, in %, in US-Dollar)

Periode	Indonesien	Thailand	Südkorea
31.1.1998 – 31.1.1999	32	26	67
31.1.1998 – 31.1.2000	141	63	187
31.1.1998 – 31.1.2001	25	–1	58
31.1.1998 – 31.1.2002	23	–1	100
Vorkrisenniveau am 31.1.2002 erreicht	Nein	Nein	Nein
Notwendige Rendite ab 31.1.2002 bis Vorkrisenniveau wieder erreicht wird	522	324	33

Quelle: Bloomberg/Eigene Berechnungen

Aus dieser Analyse ergeben sich folgende Feststellungen:

- insgesamt erholten sich die Aktienmärkte nach Phase I relativ schnell, vor allem in den ersten zwei Jahren;*
- diese Erholung führte dazu, dass ein Anleger in Lokalwährung in dieser Phase zumindest einen Teil der Verluste wieder ausgleichen konnte. Das Vorkrisenniveau wurde jedoch nur vereinzelt und kurzfristig wieder erreicht;
- demgegenüber war ein Anleger in US-Dollar lediglich im Fall von Südkorea kurzfristig, das heisst im Jahr 2000, in der Lage, das Vorkrisenniveau wieder zu erreichen. In allen anderen Fällen verblieben zu diesem Zeitpunkt immer noch Verluste von rund 60–70 Prozent – der Effekt der Währungsabwertungen war schlichtweg zu massiv. Das heisst, selbst die starke Erholung der Aktienmärkte in Phase II konnten diese nicht kompensieren.

Für einen Anleger in Lokalwährung hätte es sich nur ausnahmsweise gelohnt, während der Krise an Aktien festzuhalten. Diese Feststellung gilt nicht für einen Anleger in US-Dollar. Dieser hätte bereits in Phase I, spätestens jedoch, als sich die Krise zuspitzte und die Gefahr von Währungsabwertungen evident wurde, sein Portfolio in Südostasien auflösen müssen. Ein Einstieg lohnte sich erst ab Phase II (das heisst nach den Währungsabwertungen). Von da an waren Aktien sowohl fundamental betrachtet als auch aufgrund wieder stabiler Währungen attraktiv.

* Hier gilt zu berücksichtigen, dass Aktienmärkte nach dem Platzen der «Dotcom-Blase» im Jahr 2000 weltweit korrigierten, auch in Südostasien. Wäre dieser exogene Faktor nicht hinzugekommen, hätte die weitere Erholung der Volkswirtschaften in dieser Region eventuell zu höheren Aktiennotierungen geführt.

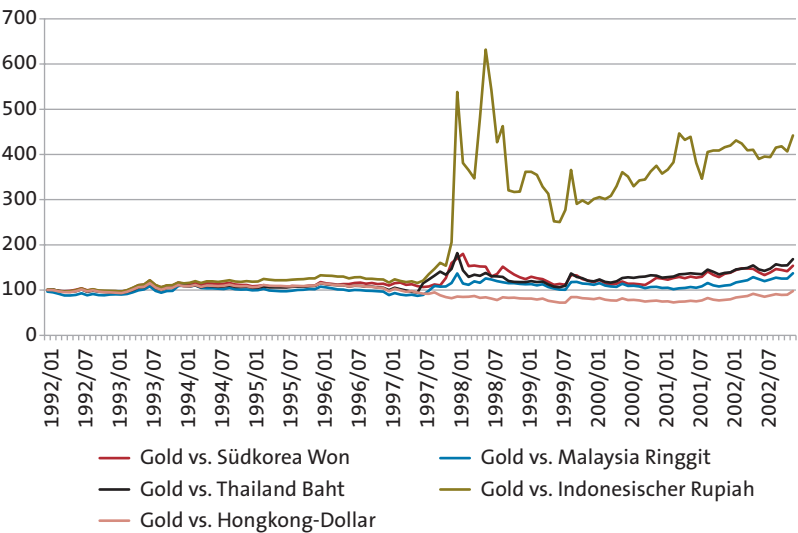
4.8.4 Gold

Edelmetalle, allen voran Gold, gelten stets als «Hort der Sicherheit». Daher interessiert an dieser Stelle, ob Gold während der Asienkrise seinem Ruf als «Krisen-» beziehungsweise «Sicherheitswährung» sowie als Wertaufbewahrungsmittel gerecht wurde.

Um hier eine Aussage zu tätigen, müssen die oben geschilderten Währungsverschiebungen berücksichtigt werden. Die folgenden Grafiken zeigen demnach einerseits die Entwicklung des Goldpreises in den jeweiligen Lokalwährungen, andererseits in US-Dollar auf.

Aus der ersten Grafik wird klar ersichtlich, dass Gold für einen Anleger in Lokalwährung seinem Ruf vollends gerecht wurde. Selbst in Phase I, als sich der Goldpreis, in US-Dollar gemessen, merklich abschwächte, führten die Währungsabwertungen dazu, dass dieser Anleger mit Gold (je nach Land) zumindest den Wert erhalten bezie-

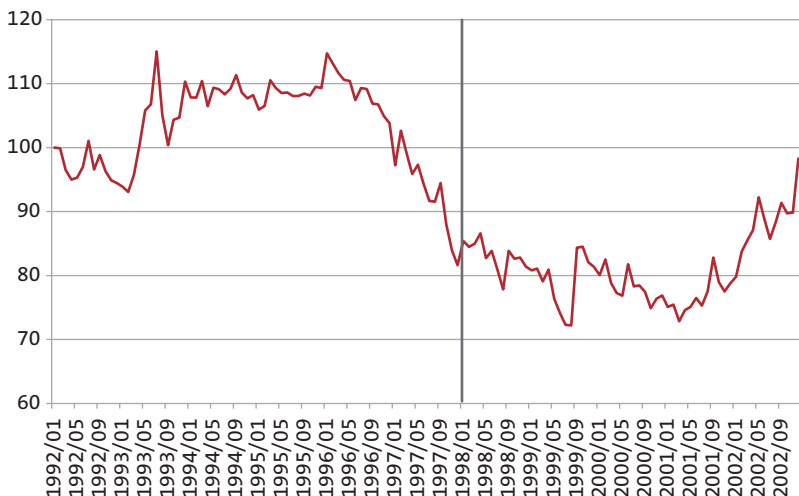
Grafik 30:
Entwicklung des Goldpreises 1992–2002
(Boom, Phase I & II, in Lokalwährung, Januar 1992 = 100)



Quelle: Bloomberg

Grafik 31:**Entwicklung des Goldpreises 1992–2002**

(Boom, Phase I & II, in US-Dollar, Januar 1992 = 100)



Quelle: Bloomberg

hungsweise sogar einen Gewinn erzielen konnte. Diese Gewinne waren in der anschliessenden Phase II umso ausgeprägter, als sich der Goldpreis zusätzlich zu erholen begann. Diese positive Entwicklung war aufgrund der ausserordentlich starken Währungsabwertung in Indonesien vor allem für einen Anleger aus diesem Land besonders ausgeprägt. Aus lokaler Betrachtung ergab sich demnach einzig bei einem Anleger aus Hongkong eine Ausnahme. Der Grund hierfür lag in der Tatsache, dass Hongkong während dieser Beobachtungsperiode am Peg zum US-Dollar festhielt. Somit ergaben sich für diesen Anleger nahezu dieselben Preisschwankungen wie für einen Anleger in US-Dollar. Insgesamt kann jedoch festgehalten werden, dass Gold für die Anleger aus Südostasien seine Funktion als «Sicherungswährung» und Wertaufbewahrungsmittel mehr als erfüllte.

Anders sieht die Betrachtung für einen Anleger in US-Dollar aus – für diesen wurden die zwei Funktionen nicht im selben Ausmass

erfüllt. Zum einen entwickelte sich der Goldpreis während dieser Periode vielmehr nach dem gewohnten Muster, das heisst umgekehrt zur Entwicklung des US-Dollar. Beispielsweise führte die Schwäche des US-Dollar gegenüber anderen Referenzwährungen anfangs der 1990er-Jahre dazu, dass der Goldpreis sich festigte, und ab etwa 1995 konnte die gegenteilige Entwicklung beobachtet werden.

Zum anderen waren die Schwankungen des Goldpreises während des gesamten «Boom-Bust-Zyklus» Südostasiens nicht sonderlich ausgeprägt. Mit anderen Worten widerspiegelten die Entwicklungen des Goldpreises zu keinem Zeitpunkt Beginn, Höhepunkt oder Überwindung der Asienkrise.

Ein Erklärungsansatz für dieses Preisverhalten ist, dass Marktteilnehmer diese Krise vorerst als regional und nicht als global einstufen und daher auch ableiteten, dass sich die potenziellen wirtschaftlichen Auswirkungen, zum Beispiel Inflation, Wirtschaftsabschwächung usw., vor allem auf die Region beschränken würden. Gleichwohl erfüllte Gold auch für einen Anleger in US-Dollar während des gesamten Zyklus zumindest seine Funktion als Wertaufbewahrungsmittel.

Gold erfüllte für einen Anleger in Lokalwährung während der gesamten Krise seine Funktion als «Sicherheitswährung» und Wertaufbewahrungsmittel auf exzellente Weise. Demgegenüber konnte ein Anleger in US-Dollar, über den gesamten Krisenzyklus betrachtet, mit Gold zumindest den nominellen Wert erhalten.

4.8.5 Reales BIP

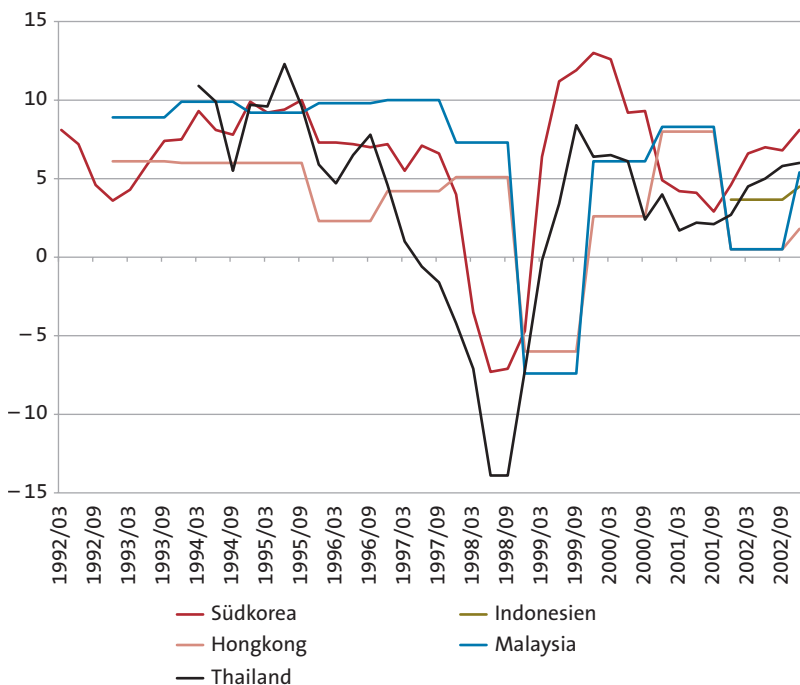
Die oben genannten Turbulenzen, insbesondere die extreme Verschärfung der Geldpolitik sowohl vor wie auch unmittelbar nach den Währungsabwertungen, sowie die starke Verunsicherung der Marktteilnehmer führten letztlich zu starken Kontraktionen der Volkswirtschaften – die Region rutschte kurzfristig in eine tiefe Rezession. Nachdem diese in den Jahren vor der Krise reale Wachstumsraten

des BIP zwischen 5–10 Prozent pro anno aufgewiesen hatte, waren diese in den Jahren 1997/98 mit Werten zwischen –7 bis –14 Prozent negativ.

Grafik 32:

Entwicklung der realen BIP 1992–2002

(Boom, Phase I & II, in %, in Lokalwährung)



Quelle: Bloomberg

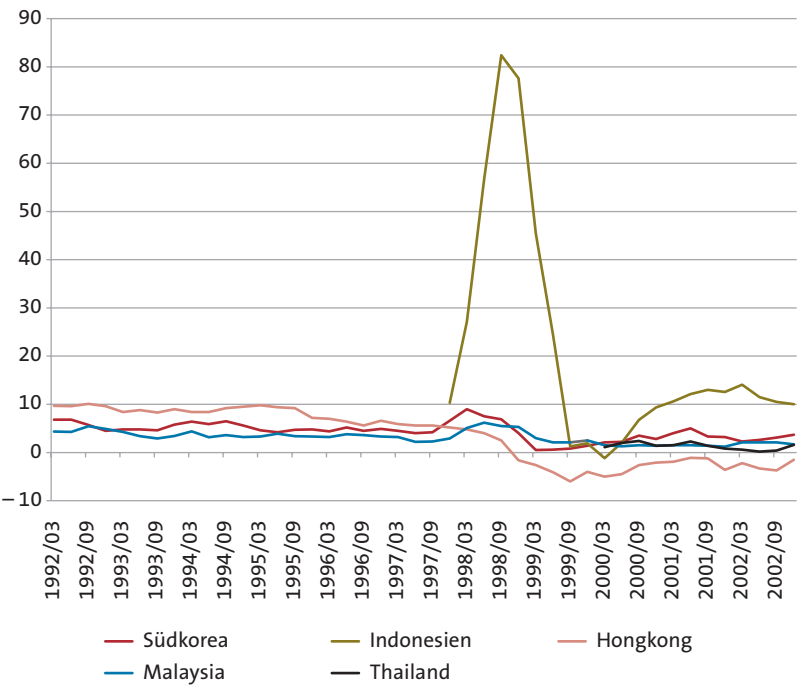
Nachdem sich die Währungen im Laufe des Jahres 1998 auf ihren nunmehr wesentlich tieferen Niveaus stabilisierten, konnten die Zentralbanken dazu übergehen, ihre Geldpolitik sukzessive zu lockern. Als Folge davon begannen die Länder sich langsam von ihrem Kollaps zu erholen. Wie oben ersichtlich, setzte damit auch eine markante Erholung der Wirtschaftsaktivität und damit auch der Aktienmärkte ein.

4.8.6 Inflation

Eine der typischen Gefahren von Währungsabwertungen ist es, dass diese zu importierter Inflation führen können. Wie oben jedoch dargestellt, zeitigte die extrem straffe Geldpolitik in den einzelnen Ländern ihre Wirkung: Einerseits konnten die Währungen weitgehend stabilisiert werden. Andererseits wurden jedoch die Wirtschaften, zumindest kurzfristig, regelrecht abgewürgt. Dies ist aus den Entwicklungen der realen BIP ersichtlich.

Diese starke Kontraktion der einzelnen Volkswirtschaften hatte zur Folge, dass sich in einzelnen Ländern, mit Ausnahme von Indo-

Grafik 33:
Entwicklung der realen Konsumentenpreise 1992–2002
(Boom, Phase I & II, in %, in Lokalwährung)



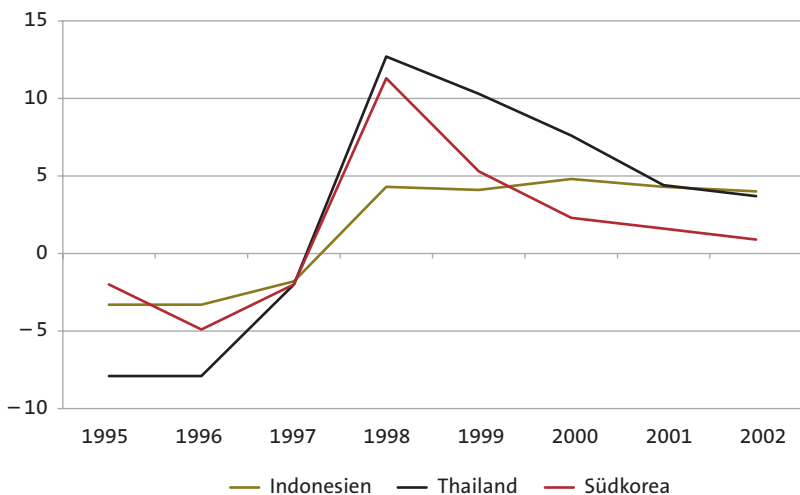
Quelle: Bloomberg

nesien, die Teuerung nach der Krise sogar zurückbildete und erst mit dem Einsetzen der wirtschaftlichen Erholung wieder leicht anzog. Auch dann lagen die Inflationsraten jedoch auf einem vertretbaren und, verglichen mit dem Vorkrisenniveau, sogar tieferen Niveau. Der in Fällen von Währungsabwertungen vielfach befürchtete Anstieg der Teuerung blieb aus – Südostasien folgte keinem Lehrbuch. Nahezu mustergültig war hingegen die Entwicklung in Hongkong: Hier führte das Festhalten am Peg zum US-Dollar dazu, dass Hongkong für mehrere Jahre von einer Deflation heimgesucht wurde (siehe Grafik 33).

4.8.7 Leistungsbilanzen

Abschliessend zeigte auch die Entwicklung der Leistungsbilanzen, dass es den Ländern Südostasiens mittels der Währungsabwertung offenbar gelungen war, die chronischen Defizite der Vorjahre zu

Grafik 34:
Entwicklung der Leistungsbilanzen 1995–2002
(Boom, Phase I & II, in % des BIP)



Quelle: IMF, Data Mapper

beseitigen (siehe Grafik 34). Die in der Krise am meisten gebeutelten Länder wiesen in den Jahren nach den Währungsabwertungen Leistungsbilanzüberschüsse aus. Damit waren diese Länder ab diesem Zeitpunkt in der Lage, aufgrund ihrer Wirtschaftsleistung den Verpflichtungen gegenüber dem Ausland nachzukommen. Zudem waren sie für die weitere Entwicklung ihrer Wirtschaften nicht mehr im gleichen Ausmass auf ausländisches Kapital angewiesen wie in den Jahren vor der Krise.

Box 2

Die Wichtigkeit der Asienkrise Louis-Vincent Gave

Aus einer nachträglichen Betrachtung könnte die Asienkrise geradezu als kleiner «Ausrutscher» angesehen werden – vor allem im Vergleich zu dem, was anschliessend auf uns zukam (TMT-Boom und -Bust, US-Hypothekenkrise, Eurokrise ...). Ein solcher Schluss wäre jedoch falsch, war sie doch ein eindrückliches Beispiel der Neuzeit dafür, wie diverse Länder fast gleichzeitig in eine Krise rutschten. Somit können eine Menge Lektionen von dieser Krise abgeleitet werden.

Die Welt vor der Asienkrise

Bis zur Asienkrise waren die meisten westlichen Industrienationen durch einen mehr oder weniger konstanten Nachfrageüberhang charakterisiert. Zu diesem trugen unter anderem die nahezu chronischen Budgetdefizite bei. Diese wurden direkt oder indirekt von den Zentralbanken monetarisiert – das heisst, Zentralbanken waren nur bedingt von den jeweiligen Regierungen unabhängig. Solche Volkswirtschaften zeichnen sich in der Regel durch relativ hohe Realzinsen aus. Der Grund hierfür ist, dass Anleger eine gewisse Absicherung für diese Monetarisierung verlangen. Aufgrund steigender Inflationserwartungen werden die Zentralbanken letztlich zu einer strafferen Geldpolitik gezwungen. In der Folge nimmt die reale Geldmenge ab, die Zinskurve wird invers, Finanzaktiven fallen im Preis und die Korrelation zwischen dem Aktien- und dem Obligationenmarkt wird positiv. Die Währung eines Landes neigt während Phasen abnehmender Liquidität zur Schwäche und festigt sich zu dem Zeitpunkt, wenn die kurzfristigen Zinsen angehoben werden und gegebenenfalls eine Rezession wahrscheinlich wird beziehungsweise sich die Aussenhandelsposition verbessert. Bis zur Asienkrise hatte dieses Muster seine Gültigkeit, das heisst, Anleger konnten ihren Investitionszyklus danach ausrichten. Die Asienkrise stellte dieses Muster jedoch auf den Kopf.

Wie funktionierte Asien?

Für einen jungen Universitätsabsolventen, wie ich es Mitte der 1990er-Jahre war, als ich in Asien ankam, wurde es bald klar, dass der Wirtschaftszyklus in Asien anders verlief als derjenige, den ich in Europa kennengelernt hatte. Hier waren die

Volkswirtschaften stark von Kapitalflüssen und -investitionen sowie hohen Konsumausgaben getrieben. Zum einen musste der Hunger nach Erfindungen aller Art wie nach neuen Technologien gestillt werden. Hierfür musste die Kapazität für die Produktion der gewünschten Güter errichtet werden. Zum anderen bestand ein hoher Nachholbedarf bei der Infrastruktur wie Strassen, Flughäfen, Versorgungssysteme usw. Hinzu kam eine stetig steigende Nachfrage zur Partizipation am Boom, beispielsweise via den Aktienmarkt. Dies alles führte zu einer nicht nachlassenden Kapitalnachfrage. Solange die Kapitalkosten unter der erwarteten Rendite der Investitionen lagen, nahm diese Kapitalnachfrage auch sukzessive und stark zu – es gab keinen Grund, am «Wunder von Asien» zu zweifeln.

Das «Wunder von Asien» – aufgebaut auf einem Turm von Schulden

Doch es kam anders – und zwar schnell und dramatisch. Zum einen veränderten sich ab 1994 die Wechselkursverhältnisse. China wertete den Yuan massiv ab, und vor allem begann der Japanische Yen gegenüber dem US-Dollar zunehmend an Wert zu verlieren. Aufgrund der faktischen Anbindung der Währungen Südostasiens an den US-Dollar verloren diese Länder zusehends an Wettbewerbsfähigkeit. Für viele begannen nun die Kapitalkosten die Kapitalrenditen auszuradieren. Als Folge davon mussten alternative Kapitalquellen ausgemacht werden. Viele asiatische Firmen wurden von den tiefen US-Zinsen angelockt und somit nahm die Verschuldung im Ausland sukzessive zu. Tiefe Zinsen standen einem potenziell hohen Wechselkursrisiko entgegen. Eine solche Kombination sollte irgendwann in Tränen enden. Oder, um präziser zu sein, in einer massiven Schuldenkrise.

Die Abwärtsspirale beginnt

Thailand war das erste Land, das hiervon betroffen war. Nachdem die thailändische Zentralbank nahezu alle ihre Währungsreserven zur Verteidigung des Baht ausgeschöpft hatte, blieben ihr weder Cash noch Ideen. Daher rief sie den IWF um Beistandshilfen an und sah sich veranlasst, anfangs Juli 1997, zum Zeitpunkt des Übergangs von Hongkong an China, den Wechselkurs des Baht freizugeben. In der Folge wertete sich der Baht bis Ende des Jahres gegenüber dem US-Dollar um nahezu 50 Prozent ab – von rund 26 auf 57. Aufgrund dieser brutalen Währungsabwertung ist nachvollziehbar, dass Gläubiger mit Referenzwährung US-Dollar zunehmend nervös wurden und ihre Kredite sukzessive abriefen. In der Folge nahm die Geldmenge ab – nicht als Folge einer straffen Geldpolitik, wie es in einem üblichen Zyklus der Fall wäre, sondern als Folge eines Kollapses des Privatsektors. Daraus resultierte eine Bankenkrise in der ganzen Region, zumal nun auch die Währungen anderer Länder, zum Beispiel Philippinen, Malaysia, Südkorea, Indonesien, von einer Abwärtsspirale erfasst wurden. Und zur Überraschung der meisten Anleger führten die Währungsabwertungen nicht zu einem massiven Anstieg der Inflation – wie im Studium gelernt –, sondern zu fallenden Preisen.

Die Asienkrise funktionierte nicht wie im Schulbuch

In der Tat hatten in früheren nachfragegetriebenen Zyklen, zum Beispiel in den 1960er- und 1980er-Jahren, Währungsabwertungen wie in Lateinamerika stets zu

schnell steigender Inflation geführt. Dies war nun in Asien anders: Während hier die Währungen fielen, fielen auch die Preise. Plötzlich war es möglich, in Bangkok in einen Laden zu gehen, für eine wunderschöne burmesische Antiquität einen tiefen Preis zu nennen und diese günstig zu erwerben. Ein Dreizimmerhaus auf Bali konnte für 30 000 US-Dollar gekauft werden. Und selbst in Hongkong sollten Immobilien, zwischen dem Übergang zu China im Jahre 1997 und dem Höhepunkt der SARS-Krise sechs Jahre später, um etwa 70 Prozent fallen.

Hinter diesem Preiskollaps stand eine ganz einfache Realität: Das Ausmass der realen Schulden nahm viel schneller zu als diese bedient werden konnten; während nämlich die Einnahmen in lokaler Währung erfolgten, waren Schulden in schnell steigenden Währungen wie zum Beispiel US-Dollar denominiert. In der Folge kam es zu Bankrotten auf allen Ebenen. Glückseligkeit bedeutete, einen positiven Cash-flow zu erwirtschaften beziehungsweise ausreichend Liquidität zum Investieren zu haben. Niemand wurde geschont. Selbst asiatische Bluechips, die einen Grossteil ihres Geschäfts im Ausland erzielten, erreichten absurde Bewertungen. Als beispielsweise der Koreanische Won Ende 1997 zum US-Dollar einen Wechselkurs von etwa 2000 erreichte – zurzeit flirtet dieser Wechselkurs wieder mit der 1140-Marke –, fiel der Aktienkurs von Samsung auf rund 30 000 Won. Fünfzehn Jahre später wird der Aktienkurs von Apples grösstem Konkurrenten bei etwa 1.25 Millionen Won gehandelt.

Die Entwicklung in Phasen – Boom und Bust

Es wurde klar: Die Asienkrise verlief anders. Sie zeigte auf, dass Investitionszyklen sich verändert hatten und dieser nunmehr in drei Phasen abließ. Die *erste Phase* umfasste die Asset- und Schuldeninflation. Aus einer nachträglichen Betrachtung wissen wir nun, dass dieser Zyklus vom typischen «This-Time-is-Different-Syndrom» begleitet wurde – zum Beispiel Asien ist unterschiedlich zum Westen, die Bewertung einer TMT-Aktie ist anders als bei einer herkömmlichen Aktie, US-Immobilien fallen nie usw. Die Basis für diese Aufschwungphase lag einerseits in der Überzeugung eines neuen Paradigmas, andererseits in der Verwendung von viel Fremdkapital, das heisst Leverage. Solange der Zyklus anhielt, nährte er sich sozusagen von selber, das heisst, das Ausmass von Leverage nahm ständig zu. Irgendwann begann die *zweite Phase*. Diese wurde initiiert, als die Anleger zu realisieren begannen, dass ihre Kapitalkosten über ihren Kapitalerträgen lagen. Normalerweise ist die dann einsetzende Krise relativ kurz und das wesentlichste Resultat ist, dass die relative Bewertung der Sektoren, die vorher vom neuen Paradigma getrieben war, sich derjenigen des Rests der Wirtschaft angleicht. Dies geschah auch in Asien 1997: Innerhalb weniger Monate wurden aus den hohen Aufschlägen, zu denen asiatische Anlagen im Vergleich zu Anlagen aus dem Westen gehandelt wurden, hohe Abschlüsse.

Die *dritte Phase* war alsdann durch eine Schuldendeflation gekennzeichnet. Die Kapitalkosten stiegen weiter an und übertrafen nunmehr die Kapitalerträge um ein Vielfaches. Die Preise der geleisteten Sicherheiten kollabierten und die Anzahl notleidender Kredite nahm zu. In der Folge kam es zu einer Welle von Bankrotten

und einer Bankenkrise. Die Geldmenge schrumpfte, Preise fielen auf breiter Ebene, die Realzinsen stiegen und dies alles führte zu einer Abwärtsspirale mit weiteren Bankrotten. Das Ende dieser Phase war erst dann erreicht, als die noch verbliebenen produktiven Aktiven von den finanzschwachen – typischerweise inländischen – Händen zu den finanzstarken – typischerweise ausländischen – Händen gewechselt hatten. Ab diesem Moment begannen die Kapitalerträge wieder die nominal tiefen Kapitalkosten zu übertreffen, und damit war der Auftakt für einen Neubeginn des nächsten Zyklus gegeben.

Lehren und Erkenntnisse

Damit sind die Lehren aus der Asienkrise relativ einfach: Im neuen Zyklustyp, den die Asienkrise freisetzte, stiegen die Zinsen im Aufschwung und trotz diesen stieg auch der Aktienmarkt. Während der Abschwung- beziehungsweise Panikphase begannen sich die Zinsdifferenzen zwischen guten und schlechten Kreditoren dramatisch auseinander zu bewegen. In der Folge kam es zu heftigen Korrekturen an den Aktienmärkten. Während die Aktien fielen, fielen nun ebenso die Zinsen und trotzdem nahm die Kapitalnachfrage ab. Nach der Korrektur verblieb der Aktienmarkt für einige Jahre innerhalb einer relativ grossen Bandbreite.

Als Erkenntnisse bleiben: Aktien und Obligationen von hoher Qualität korrelieren negativ und Aktien und Obligationen von geringer Qualität weisen in einem Aufschwung im Gegensatz zu Cash und Obligationen von hoher Qualität eine Out-performance auf. Diese Zusammenhänge drehen sich bei einem Abschwung ins Gegenteil um. In einer Phase der wirtschaftlichen Expansion erfolgt ein massiver Vermögensaufbau und in einer Phase der Kontraktion kommt es bei den produktiven Aktiven zu einer Umverteilung. Im Aufschwung werden die Unternehmer reich und in einem Abschwung profitieren die gut kapitalisierten Financiers, während die hoch gehebelten Financiers, das heisst solche, die viel Leverage eingesetzt hatten, bankrottgehen. Oder, um mit Galbraith zu sprechen: «Is a financial genius somebody who buys when it's going up and has no memory, or is a financial genius somebody who has a lot of cash at the end of a bear market?»

Fazit

Ende der 1990er-Jahre wurde die Rolle der Finanzgenies aus Asien von denjenigen aus den USA übernommen. Interessanterweise dürfte dieser Rollentausch aktuell wieder stattfinden – nur diesmal in umgekehrter Richtung!

Louis-Vincent Gave studierte in den USA und China Ökonomie und Mandarin und zog Mitte der 1990er-Jahre nach Hongkong, wo er zusammen mit Charles Gave und Anatole Kaletsky 1999 GaveKal Research gründete. Er ist CEO der GaveKal und von MW GaveKal.

4.9 Die Rolle des IWF zur Überwindung der Asienkrise

Trotz den positiven Wirkungen, die mit den Währungsabwertungen verbunden waren, konnten sich die Wirtschaften der Tigerstaaten, vor allem Thailand, Südkorea und Indonesien, vorerst nicht aus eigener Kraft sanieren. Daher mussten diese im Herbst 1997 den Internationalen Währungsfonds (IWF) um Hilfe rufen. Das Hilfsprogramm des IWF umfasste vor allem:

- Multi- und bilaterale Finanzierungsprogramme,
- Austeritätsprogramme, das heisst geld- und fiskalpolitische Massnahmen sowie Strukturreformen.

4.9.1 Multi- und bilaterale Finanzierungsprogramme

Auch der IWF konnte die für die Sanierung der einzelnen Länder notwendigen Summen nicht aus eigenen Mitteln bestreiten. Daher setzten sich die Hilfsprogramme aus Finanzierungszusagen des IWF, der Weltbank, der Asian Development Bank (ADB) sowie einzelner Länder zusammen. Diese Finanzierungsprogramme sollten vor allem

Tabelle 13:
Finanzierungsprogramme der internationalen Gemeinschaft während der Asienkrise
(in Mrd. US-Dollar)

Land	Zusicherungen			Auszahlungen		
	IWF	Multi- & Bilaterale Organisationen ¹	Total	IWF	Multi- & Bilaterale Organisationen ¹	Total
Indonesien ²	15,0	34,7	49,7	11,6	10,3	21,9
Südkorea ³	21,1	37,3	58,4	19,8	10,6	30,4
Thailand	4,0	13,2	17,2	3,4	10,9	14,3
Total	40,1	85,2	125,3	34,8	31,8	66,6

¹ Weltbank und Asian Development Bank (ADB)

² einschliesslich der seit Juli 1998 erfolgten Erhöhungen

³ per Ende Mai 2000 zahlte Südkorea USD 13 Mrd. der IWF-Finanzhilfen zurück

Quelle: IWF, Erholung von der Asien-Krise und die Rolle des IWF, Juni 2000

den von der Krise am stärksten betroffenen Ländern, Thailand, Südkorea und Indonesien, zugutekommen.

Wie anschliessend dargestellt wird, setzte die wirtschaftliche Erholung vor allem Strukturreformen voraus. Unterstützt durch diese Massnahmen, waren die Länder letztlich in der Lage, nur etwa 50 Prozent der Zusicherungen zu beanspruchen. Ebenso konnten die oben genannten Länder wenige Jahre später aufgrund der wieder in Schwung gekommenen Wirtschaft einen namhaften Teil der Hilfsgeelder zurückzahlen. (IWF, 2000)

4.9.2 Austeritätsprogramme

Unter einem Austeritätsprogramm wird in der Regel eine strenge Sparpolitik des Staates verstanden. Die Ziele sind die Herbeiführung eines ausgeglichenen Staatshaushalts und die Verbesserung der gesamtwirtschaftlichen Situation. Typischerweise umfassen sie geld- und fiskalpolitische Massnahmen sowie Strukturreformen.

4.9.3 Geld- und fiskalpolitische Massnahmen

Auf Druck des IWF mussten die Länder Südostasiens vorerst ihre Geldpolitik verschärfen. Die Zinserhöhungen zielten darauf ab, die Kursschwäche der Währungen zu stoppen und diese zu stabilisieren. Mit Ausnahme von Hongkong hatten alle anderen Länder ihren «Quasi-Peg» aufgegeben gehabt. Weiter sollte verhindert werden, dass sich aus einer unkontrollierten Währungsschwäche eine unkontrollierte Inflation entwickelte. Die massive Verschärfung der Geldpolitik sollte dazu dienen, die positiven Effekte einer Währungsabwertung zu bewahren.

Zumal diese Massnahme weit über das hinausging, was fundamental gerechtfertigt war, musste sie zeitlich begrenzt sein. Die Geldpolitik sollte daher wieder gelockert werden, sobald sich Währungen und Marktbedingungen stabilisiert hatten und das Vertrauen wieder zurückkehrte. Die Grundlage hierfür schien ab 1998 gegeben.

Zusätzlich zur Verschärfung der Geldpolitik forderten der IWF und die anderen Kapitalgeber die Umsetzung fiskalpolitischer Massnahmen. Diese zielten auf eine Reduktion der Haushaltsdefizite sowie der Abhängigkeit ausländischer Kapitalzuflüsse. Einsparungen sollten vor allem bei Sozialausgaben, Infrastrukturprogrammen und Subventionen vorgenommen sowie Steuererleichterungen angestrebt werden. (Karunatileka, 1999, S. 55)

4.9.4 Strukturreformen

Typischerweise kommt Strukturreformen mehr Bedeutung zu als den Hilfsprogrammen, zumal sie bei den Ursachen und nicht bei den Wirkungen ansetzen. Im Fall von Südostasien zielten diese Massnahmen vor allem auf die Beseitigung der strukturellen Schwächen im Finanz- und Unternehmenssektor, der Belebung des Wachstums sowie der Linderung der sozialen Auswirkungen der Krise.

In den am schwersten betroffenen Ländern mussten die Strukturreformen vordringlich beim maroden Finanz- und Unternehmenssektor ansetzen. Die Reformen umfassten unter anderem die Schliessung zahlungsunfähiger Finanzinstitute, die Fusionierung und Rekapitalisierung lebensfähiger Finanzinstitute, Ankündigung von Garantien der Regierung für Bankverbindlichkeiten zwecks Vermeidung von Bank Runs und Kapitalflucht, Stärkung der Finanzaufsicht usw. (IWF, 2000)

Weitere Massnahmen umfassten Gesetze zur Stärkung der Unabhängigkeit der Zentralbanken, Zerschlagung von Monopolen, Flexibilisierungen des Arbeitsmarkts, Erleichterungen beim Erwerb von Eigentum durch Ausländer, Verbesserung der Rechnungslegung, Verbesserung des Konkursrechts, Massnahmen zur Bekämpfung der Korruption usw.

4.9.5 Probleme bei der Umsetzung der Hilfsprogramme

Wie so oft, wurden bei der Krisenbekämpfung, insbesondere bei den von der Krise am meisten betroffenen Ländern, klassische Fehler begangen, vor allem eine zu zögerliche und zu wenig dezidierte Umsetzung sowie systematische Abweichungen bei den Programmen. Daher wurden die meisten Programme erst dann durchgesetzt, als sich die Krise weiter zu verschärfen drohte. Ebenso wurde das Risiko einer Phase II unterschätzt.

Somit blieb der Erfolg der Programme in den meisten Ländern vorerst aus, und die Wiederherstellung des Vertrauens der Marktteilnehmer dauerte länger als geplant. Kapitalabflüsse und Währungsschwächen hielten selbst nach Implementierung der Programme weiter an. Erschwerend kam hinzu, dass beispielsweise in Indonesien, Südkorea und Thailand 1997 ein enormes Gefälle zwischen Währungsreserven und fällig werdenden Schulden existierte. Weiter resultierten in den betroffenen Ländern zu geringe Steueraufkommen, um kurzfristig ausgeglichene Haushaltsbudgets herbeizuführen. In der Folge mussten die meisten Programme angepasst werden, und die Rezession in den Tigerstaaten fiel viel tiefer aus und dauerte länger, als der IWF ursprünglich prognostiziert hatte. (Karunatilika, 1999, S. 56, IWF, 2000)

Letztlich zeigten die oben genannten Programme trotzdem ihre Wirkung. Wie weiter unten aufgezeigt wird, stabilisierten und erholten sich Anfang 1998 vorerst die Finanzmärkte in Südkorea und Thailand. Demgegenüber stabilisierte sich die Lage in Indonesien erst, nachdem die sozialen und politischen Unruhen, die letztlich im Mai zur forcierten Abdankung von Diktator Suharto geführt hatten, abebbten. Hier setzte die Erholung über ein Jahr später, das heisst erst Ende 1999, ein.

Im Zuge der Erholung verbesserten sich ebenso die öffentlichen Haushalte in vielen Ländern. Trotz den mit den Strukturreformen zusammenhängenden Kosten wurden die Budgetdefizite sukzessive

abgebaut. Dies war unter anderem eine Folge einer Mehrzahl von Massnahmen:

- Einschnitte in ineffizienten oder unproduktiven Projekten, zum Beispiel Infrastruktur und Militär,
- Reform der Steuersysteme, zum Beispiel Abbau von Steuerbefreiungen, Modernisierung der Steuerverwaltung, Erhöhung der Effizienz des Steuereinzugs usw., sowie
- Bekämpfung der Korruption.

Gleichzeitig, und entscheidend, führte die Stabilisierung der wirtschaftlichen Situation dazu, dass die Währungsreserven in den einzelnen Ländern sukzessive wieder aufgebaut und die Verschuldung abgebaut werden konnten.

Ende 1999 schien die Asienkrise überwunden.

4.10 Müssen wir wieder mit einer Zwillings- oder Drillingskrise rechnen?

Blickt man heute auf einige volkswirtschaftliche Variablen, so lassen sich in einigen Ländern Parallelen zu der Situation in Südostasien Ende der 1990er-Jahre erkennen – die Gefahr, dass auch diese Länder von einer Zwillings- oder Drillingskrise befallen werden, ist demnach durchaus gegeben.

Wie anhand der Asienkrise dargelegt wurde, war ein ganz massgeblicher Faktor, der zur Krise führte, in den hohen Kapitalflüssen beziehungsweise der hohen Verschuldung gegenüber ausländischen Kapitalgebern zu orten. Aufgrund dieser Faktoren wiesen die Länder Südasiens chronische Leistungsbilanzdefizite auf. Daher soll zur Beurteilung der Frage, ob gewisse Länder in Zukunft dem Risiko eines solchen Krisentyps ausgesetzt sind oder nicht, dargelegt werden, welche Konsequenzen sich beispielsweise

aus den chronischen Leistungsbilanzdefiziten einiger Peripherieländer Europas ergeben könnten.

Leistungsbilanzdefizite sind nicht per Definition schlecht. Sie zeigen jedoch klar auf, dass ein Land aufgrund seiner Wirtschaftsleistung nicht in der Lage ist, seinen Verpflichtungen gegenüber dem Ausland nachzukommen. Ist dies ein kurzfristiger Zustand, so kann dieser auch kurzfristig toleriert werden. Sind jedoch Leistungsbilanzdefizite chronisch, so bedeutet dies, dass ein Land offenbar systematisch nicht in der Lage ist, seinen Verpflichtungen gegenüber ausländischen Kapitalgebern nachzukommen. In einem solchen Fall macht es sich aufgrund der hohen Abhängigkeit von ausländischem Kapital extrem verletzlich in Bezug auf die oben beschriebenen «sudden stops». Die Effekte, die sich zusätzlich aufgrund einer hohen Verschuldung im Inland ergeben können, wurden oben hinlänglich dargelegt.

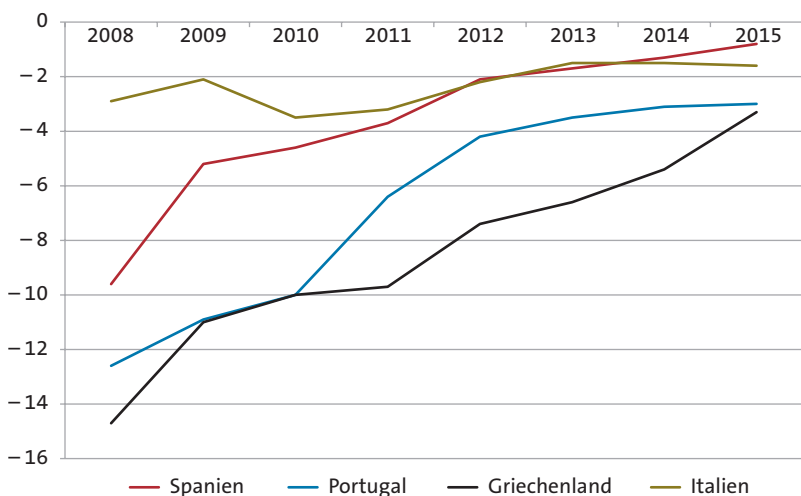
Kommen zu den chronischen Leistungsbilanzdefiziten noch fixe Wechselkurse hinzu, das heisst, kann ein Land seine Wettbewerbsfähigkeit nicht mittels einer Abwertung seiner eigenen Währung steigern, sind die Voraussetzungen für eine Zwillings- beziehungsweise Drillingskrise gegeben.

4.10.1 Die Peripherieländer Europas – eine Ansammlung an Leistungsbilanzdefiziten

Wie aus der nachfolgenden Grafik ersichtlich ist, weisen diverse Länder aus Südeuropa chronische Leistungsbilanzdefizite aus. Gemäss den Prognosen des IWF werden diese auch in Zukunft weiter vorherrschen, wenn auch möglicherweise in geringerem Ausmass.

Bemerkenswert ist jedoch, dass selbst unter dieser optimistischen Annahme die Defizite in den kommenden Jahren – von 2012 bis 2015 – immer noch durchschnittliche Werte von rund –2 Prozent (Italien und Spanien), –3,5 Prozent (Portugal) und knapp –6 Prozent (Griechenland) annehmen werden. Im Vergleich dazu betrugen diese bei den von der Asienkrise am meisten betroffenen Ländern

Grafik 35:
Entwicklung der Leistungsbilanzdefizite 2008–2015
 (in % des BIP)



Quelle: IMF, Data Mapper

(Thailand, Indonesien und Südkorea) 1997 rund -2 Prozent. Dies entspricht in etwa der Situation von Spanien beziehungsweise Italien, liegt jedoch um Längen über der Situation Portugals oder Griechenlands.

4.10.2 Lösungsansätze

Wie oben dargelegt, kann ein Land den wirtschaftlichen Kollaps, der sich aufgrund eines «sudden stops» ergeben könnte, nur damit vermeiden, dass es ernsthaft versucht und gegenüber seinen Kapitalgebern glaubhaft darlegen kann, das Ungleichgewicht in seiner Leistungsbilanz nachhaltig zu beseitigen beziehungsweise im Zeitablauf sogar einen Überschuss zu erzielen. Wie das Beispiel der Asienkrise – und diverse andere Beispiele aus der Geschichte – zeigt, ist dies nur möglich, wenn chronische Leistungsbilanzsünder zu einem gegebenen Zeitpunkt ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum erzie-

len. Um solches zu erreichen, muss es seine Wettbewerbsposition markant verbessern.

Stark vereinfacht, gibt es für die Verbesserung der Wettbewerbsposition eines Landes zwei mögliche Optionen: Entweder werden die Lohnstückkosten massiv gesenkt und/oder das Land wertet seine Währung ab.

Wie das Beispiel der Asienkrise zeigt, sind Wechselkursanpassungen schmerzhaft und ausgeprägt – damals korrigierten die Wechselkurse um etwa 40–80 Prozent –, jedoch eine «conditio sine qua non» für die Bewältigung der Krise. Nimmt man somit dieses Beispiel als Grundlage, so zeigt dieses klar auf, dass sich die relativen Lohnstückkosten markant verringern müssten, um in etwa denselben Effekt zu erzielen. Selbstverständlich ist begleitend denkbar, dass Länder, die im Gegensatz dazu chronische Leistungsbilanzüberschüsse aufweisen, zum Beispiel Deutschland, ihre Lohnstückkosten «inflationieren», das heisst, nach oben anpassen. Ob dies jedoch nach den gerade von diesem Land in den letzten Jahren betriebenen Anstrengungen vorgenommen wird, erscheint zurzeit doch eher abenteuerlich.

4.11 Fazit

Preisanpassungen sind typischerweise langsam – vor allem dann, wenn es sich um Lohnanpassungen nach unten handelt. Bei der oben skizzierten Grössenordnung dürften hierfür viele Jahre notwendig sein. Ob die Zeit ausreicht und die Voraussetzungen für solche in diesen Ländern überhaupt gegeben sind – man denke hier nur an die starren Arbeitsmarktgesetze, den grossen öffentlichen Sektor usw. –, darf mit Fug und Recht bezweifelt werden. Berücksichtigt man zudem die hohe Verschuldung dieser Länder, so werden Schuldenrestrukturierungen und Währungsabwertungen zwingende Schritte in Richtung einer Sanierung der entsprechenden Wirtschaften sein.

Vor diesem Hintergrund würden die Verantwortlichen dieser Länder und ihre jetzigen Kapitalgeber gut daran tun, nicht nur über diese Schritte ernsthaft nachzudenken, sondern diese auch entschlossen umzusetzen bzw. geschehen zu lassen.

5 KRISENTYP 4: STAGFLATION – DARGESTELLT AM BEISPIEL DER USA IN DEN 1970ER-JAHREN

RICARDO CORDERO

5.1 Ausgangslage

«Amerikanische Touristen mussten plötzlich feststellen, dass ihre Dollar – einst so gut wie Gold – nur noch mit erheblichen Abschlägen oder überhaupt nicht mehr angenommen wurden. Taxifahrer in Paris und Madrid werteten die US-Valuta nach eigenem Gusto um 10 bis 15 Prozent ab.»

«In London stöhnte eine Touristin: ›Ich bin völlig entsetzt. Die amerikanische Währung ist doch heilig, nicht wahr? Unsere Dollarnoten tragen schliesslich das Bild unseres meistgeliebten Präsidenten. Wir hielten sie für das Symbol der Sicherheit – nun können wir nichts mit ihnen anfangen ...›»

Während Jahrzehnten galt der US-Dollar als die Reservewährung schlechthin. Aufgrund der Golddeckung schien der US-Dollar zudem dieselbe Rolle wie Gold zu haben. Doch Gold und US-Dollar waren kein natürliches Synonym. Vielmehr handelte es sich bei dieser Preisanbindung um eine Art künstliche Ehe – und wie alle Marktmanipulationen, musste auch diese zu einem gegebenen Zeitpunkt den Marktkräften weichen. Mit der Aufgabe des Goldstandards gab der US-Dollar seine bislang dominante Stellung als Währung sukzessive auf. Der US-Dollar war und ist eben nicht Gold.

5.2 Was ist eine Stagflation?

Unter Stagflation, eine Wortkombination von Stagnation und Inflation, wird eine wirtschaftliche Konstellation bezeichnet, bei der geringes oder gar negatives Wirtschaftswachstum und hohe Arbeitslosigkeit – Stagnation – mit gleichzeitig steigenden Preisen – Inflation – auftreten.

5.3 Wie kam es zur Stagflation?

Wie so oft in der Geschichte, ging auch der Krise der 1970er-Jahre in den USA eine Periode wirtschaftlicher Prosperität voraus. Seit Mitte der 1960er-Jahre bis 1973 wuchs das reale BIP der USA um durchschnittlich 4 Prozent pro anno bei einer Inflationsrate von rund 3,5 Prozent. Anfang der 1970er-Jahre lag die Arbeitslosenrate unter 4 Prozent.

Doch jede Phase der Prosperität geht irgendwann zwangsläufig zu Ende. Die Wirtschaftsabschwächung, die Anfang der 1970er-Jahre in den USA einsetzte, war dieses Mal jedoch von einer hartnäckig hohen Inflation begleitet. Die Hintergründe lagen zum einen in der expansiven Geldpolitik der amerikanischen Notenbank (Fed). Diese hatte sich über das System des Fixkurssystems von Bretton Woods auf die ganze Welt ausgewirkt. Zum anderen erfolgten in vielen Ländern Lohnsteigerungen, die aufgrund des Arbeitskräftemangels weit über dem Produktivitätsfortschritt lagen. Zudem wurde die Inflation anschliessend durch die Ölkrisen von 1973 und 1979 weiter angeheizt. Wie so oft, reagierten die Währungshüter mit ihrer nunmehr restriktiven Geldpolitik zu spät und zu zyklisch. Die Folge war, dass die Wirtschaft zwar endgültig abgebremst, die Inflation jedoch nicht ernsthaft bekämpft wurde: Das Phänomen der Stagflation breitete sich aus.

5.4 Waren die Erdölshocks für die Stagflation wirklich verantwortlich?

Vielfach wird in der populären Literatur die Stagflation in den 1970er-Jahren in direkten Zusammenhang mit den Erdölpreisschocks von 1973/74 und 1979/80 gebracht. Wenn auch der massive Anstieg des Ölpreises seinen Niederschlag in einer steigenden Inflationsrate hatte, so reicht diese Erklärung bei Weitem nicht aus, um das Phänomen der Stagflation in dieser Periode zu erklären.

Vielmehr liegt der essenzielle Grund für die aussergewöhnliche Wirtschaftsentwicklung in den 1970er-Jahren darin, dass das Fed während dieser Periode eine unstete Geldpolitik betrieb und die Geldmenge als Funktion der beobachteten Teuerungsrate kurzfristig sehr stark erhöhte beziehungsweise verringerte – eine sogenannte «go-stop-go»-Politik.

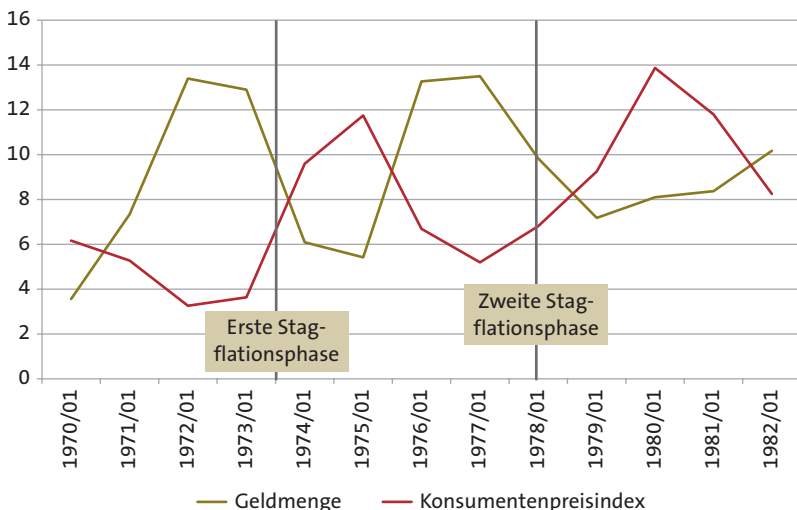
Der Effekt hiervon war, dass die hohen Geldmengenausweitungen, zum Beispiel 1970/71 beziehungsweise 1975/76, zeitversetzt die Teuerungsrate anheizten und auch deren Höchstpunkte viel besser erklärten als die nahezu zeitgleichen, jedoch nicht voraussehbaren Ölpreissteigerungen. Ebenso traten die Perioden der wirtschaftlichen Kontraktion und letztlich Stagflation zeitversetzt dann ein, als die Geldmenge – wiederum als Reaktion auf die nunmehr wieder steigende Teuerung – stark zurückgefahren wurde. Inflation, und damit Stagflation, sind und bleiben eben ein monetäres Phänomen. (Barsky, Kilian, 2000, S. 4 ff.)

Somit kann die Wirtschaftskrise, welche die USA – und letztlich viele weitere Länder – in den 1970er-Jahren erfasste, nur zum Teil mit den Erdölshocks erklärt werden. Vielmehr war die Stagflation in den USA über weite Teile das Resultat einer fehlgeleiteten Geldpolitik.

Im Resultat durchliefen die USA aufgrund der «go-stop-go»-Politik während der 1970er-Jahre letztlich zwei Phasen der Stagflation: eine zu Beginn und eine Ende der 1970er-Jahre.

Grafik 36:

Entwicklung der Geldmenge und des Konsumentenpreisindez in den USA 1970–1982 (in %)



Quelle: Federal Reserve Economic Data

Doch auch andere Faktoren der Krise waren «hausgemacht». Sowohl in den USA wie auch in den meisten Ländern des Westens herrschte damals nahezu Vollbeschäftigung. Der Arbeitsmarkt war nahezu ausgetrocknet und die Gewerkschaften übten ihre hohe Verhandlungsmacht aus, um zwecks Ausgleichs der Teuerung massiv höhere Löhne durchzusetzen. Diese Lohnsteigerungen überstiegen vielerorts den Produktivitätsfortschritt. Trotz dieser Tatsache unterstützten viele Regierungen diesen Teuerungsausgleich, zumal damit die Kaufkraft der Bevölkerung erhalten und die Konjunktur gestützt werden sollte. Mit diesen Massnahmen nahm man jedoch bewusst in Kauf, dass die Gewinnmargen der Unternehmen zurückgingen – die nega-

tiven wirtschaftlichen Effekte auf Konjunktur, Beschäftigung und Finanzmärkte sollten nicht lange auf sich warten lassen.

Vor diesem Hintergrund kann angenommen werden, dass mit einer gesunden und steten Geldpolitik, einer umsichtigen Wirtschaftspolitik sowie verantwortungsbewussten Gewerkschaften die Stagflation sehr wahrscheinlich hätte vermieden werden können.

5.5 Die Rolle des Erdöls

Erdöl hatte sich im Laufe des 20. Jahrhunderts zum wichtigsten und günstigsten Energieträger entwickelt. Dieser konnte – vorerst in den USA und später im Nahen Osten – zu relativ tiefen Kosten gefördert werden und der Marktpreis orientierte sich primär an diesen Förderkosten. Zum damaligen Zeitpunkt betrug der Preis pro Fass rund 3 US-Dollar. Mit zunehmendem Wirtschaftswachstum stieg auch die Nachfrage nach Erdöl kontinuierlich an. Damit nahm die Abhängigkeit der USA zu den Ländern des Nahen Ostens stetig zu.

5.5.1 Zunehmende Bedeutung der OPEC

Aufgrund der weltweit zunehmenden Bedeutung von Erdöl schlossen sich die bedeutendsten Förderländer bereits 1960 zur «Organization of Petroleum Exporting Countries» (OPEC) zusammen. Aufgrund ihrer dominanten Stellung im Ölmarkt war die OPEC formell ein Kartell, welches einen entscheidenden Einfluss auf den Ölpreis hatte. Dank dieser Preissetzungsmacht verfügte die OPEC über eine «Waffe», die sie jederzeit gegen Erdöl importierende Länder, vor allem die USA, einsetzen konnte.

1967 eroberte Israel im sogenannten Sechstagekrieg die Sinaihalbinsel, die Golanhöhen und besetzte den Gazastreifen, das Westjordanland und Ostjerusalem. Die arabischen Länder warnten Israel vor Vergeltungsschlägen und forderten einen Rückzug aus den besetzten Gebieten. Diese Warnungen wurden vom amerikanischen

unterstützten Israel ignoriert; ebenso wurde die Vermittlung von Friedensverhandlungen zurückgewiesen. Diese ablehnende Haltung führte letztlich zum Plan eines gemeinsamen Angriffs Ägyptens und Syriens auf Israel.

5.5.2 Der Jom-Kippur-Krieg – Auslöser der ersten Erdölkrise

Am 6. Oktober 1973, dem heiligsten Feiertag der Israeliten, Jom Kippur, attackierten ägyptische und syrische Truppen Israel. Israel schlug die Angreifer zurück und rund drei Wochen später standen israelische Truppen vor Kairo und Damaskus. Aufgrund der amerikanischen Unterstützung Israels wandten sich die arabischen Länder zunehmend von den USA ab. Zur Durchsetzung ihrer Forderung griffen sie nun zu einer viel effektiveren «Waffe» als ihre Truppen: das Erdöl.

Am 17. Oktober 1973 entschied die OPEC, die Fördermenge vorerst um 5 Prozent zu reduzieren. Hierauf schnellte der Erdölpreis pro Fass von 3 auf rund 5 US-Dollar hinauf. Im darauffolgenden Jahr wurde die Ölförderung weiter gedrosselt. Der Preis stieg in der Folge auf rund 12 US-Dollar – das heisst, innerhalb eines Jahres hatte sich der Ölpreis nahezu vervierfacht. Weiter verhängten viele arabische Staaten gegen die klar proisraelisch positionierten USA und Niederlande einen Lieferboykott. Da Rotterdam die wichtigste Drehscheibe im europäischen Ölgeschäft war, führte dies zu Lieferengpässen beim Rohöl. Die westliche Welt sollte unter Druck gesetzt werden, um die weitere Unterstützung Israels aufzugeben. Der «Angebotsschock» am Erdölmarkt war perfekt.

Die OPEC verfolgte neben politischem Druck jedoch auch wirtschaftliche Ziele: Die Erhöhung des Ölpreises war auch eine Reaktion auf den seit 1971 schwachen US-Dollar – damit sollten die steigenden Kosten für Güter, die arabische Länder im Westen kauften, kompensiert werden.

5.5.3 Die islamische Revolution und die zweite Erdölkrise

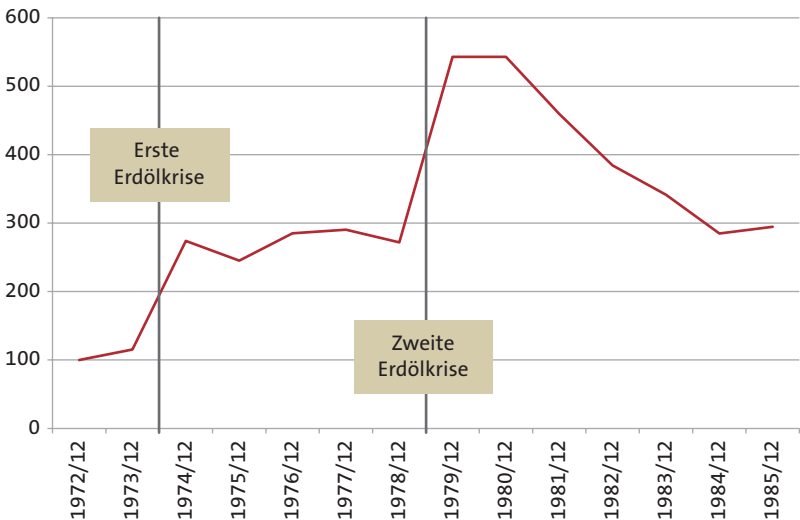
1975 hatten sich die Industrieländer allmählich an die drastisch gestiegenen Ölpreise angepasst und verzeichneten erste Anzeichen einer zaghaften Erholung. Aufgrund der gestiegenen Preise waren nun auch ältere Vorkommen profitabel und die Offshoreförderung nahm rasant zu. Ebenso profitierte interessanterweise ein Erzfeind des Westens, die UdSSR, von dieser Situation und begann nunmehr Erdöllieferungen an den Westen vorzunehmen. Damit konnten die Lieferengpässe aus dem Nahen Osten zum Teil ausgeglichen werden.

Kaum hatte die wirtschaftliche Erholung eingesetzt, begannen 1978 Unruhen in Persien, heute Iran, und diese führten 1979 mit der islamischen Revolution zum Sturz des Schahs. Die Erdölförderung dieses Landes ging massiv zurück, es kam erneut zu Lieferengpässen und dies führte in einem ohnehin labilen Erdölmarkt zu starken Preis-

Grafik 37:

Entwicklung des Erdölpreises 1972–1985

(real, WTI, indexiert, 1972 = 100)



Quelle: Dow Jones & Company, Federal Reserve Economic Data

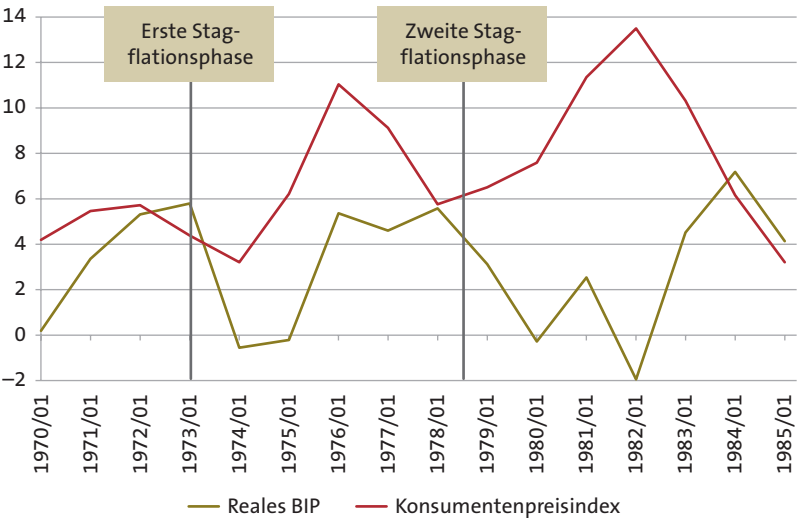
steigerungen – dem zweiten Erdölschock. Der Ölpreis, der bis dahin zwischen 12 und 15 US-Dollar lag, verdoppelte sich 1979 auf etwa 30 und stieg in den darauffolgenden Jahren auf knapp 40 US-Dollar.

5.6 Wirtschaftliche Effekte der Stagflation am Beispiel der USA

5.6.1 BIP und Konsumentenpreise

Wie ausgeführt, fielen Zeitpunkt der ersten Stagflationsphase und erster Erdölschock zusammen. Die bis dahin prosperierende US-Wirtschaft schwächte sich zunehmend ab, und anschliessend schlitterten auch andere Industrieländer in einen Konjunkturzustand, in dem die Preise stiegen, obwohl die Wirtschaft stagnierte. Diese Stag-

Grafik 38:
Entwicklung des realen BIP und des Konsumentenpreisindez in den USA 1970–1985 (in %)



Quelle: Federal Reserve Economic Data

flation sollte sich in den Jahren danach zu einer der schwersten Wirtschaftskrisen seit den 1930er-Jahren weiterentwickeln.

Trotz hoher Inflationsraten, wie sie in den Jahren 1974–1976 in den USA vorherrschten, konnte sich die Wirtschaft leicht erholen und wies wieder real positive Wachstumsraten auf. Diese Phase der Zwischenerholung wurde 1978 jedoch abrupt unterbrochen und der Abschwung wurde durch den zweiten Erdölchock 1979 verstärkt. Wie für Krisen typisch, wurde erst in der zweiten Stagflationsphase der Tiefpunkt erreicht: Das reale Wachstum fiel noch ausgeprägter, die Inflationsrate stieg noch höher und die Phase dauerte länger.

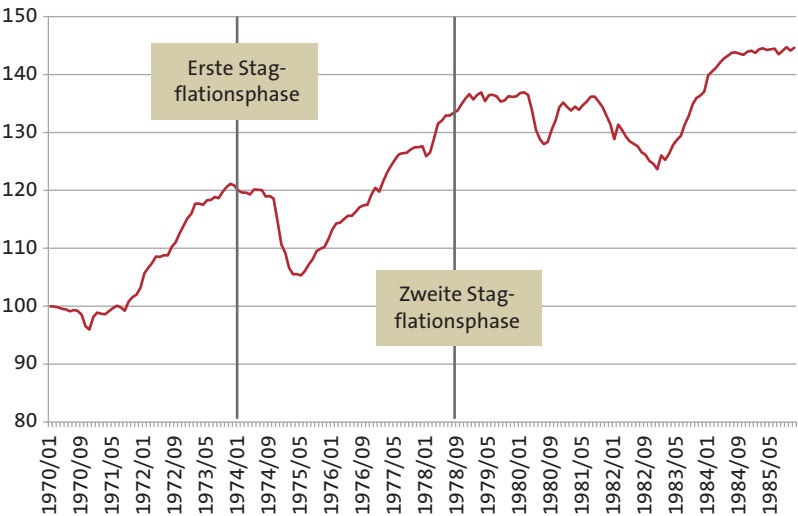
5.6.2 Industrieproduktion, Arbeitslosenrate und privater Konsum

Die sich verschlechternde Wirtschaftslage hinterliess klare Spuren in der Industrieproduktion, Beschäftigung und im Privatkonsum. Erfreute sich die USA vor der ersten Stagflationsphase einer steigenden Industrieproduktion, nahezu Vollbeschäftigung und eines soliden Konsumentenverhaltens, fielen diese Werte in den Jahren 1974/75 drastisch ab.

Aufgrund der gedrosselten Industrieproduktion verdoppelte sich die Arbeitslosenrate in der ersten Stagflationsphase im Vergleich zu den Werten Anfang der 1970er-Jahre auf etwa 8 Prozent, sank in der kurzen Erholungsphase 1976–1978 auf rund 6 Prozent und übertraf im Höhepunkt der zweiten Stagflationsphase 1981/82 die Marke von 10 Prozent. Als Folge davon kam der private Konsum, ein wesentlicher Pfeiler der amerikanischen Wirtschaft, unter Druck und verzeichnete im Zeitablauf hohe Schwankungen.

Die sich verschlechternde Wirtschaftslage hinterliess klare Spuren in der Industrieproduktion, Beschäftigung und im Privatkonsum. Erfreute sich die USA vor der ersten Stagflationsphase einer steigenden Industrieproduktion, nahezu Vollbeschäftigung und eines soliden Konsumentenverhaltens, fielen diese Werte in den Jahren 1974/75 drastisch ab. Wie für Krisen typisch, wurde erst in der zweiten Phase der Tiefpunkt erreicht: Das reale Wachstum fiel noch ausgeprägter, die Inflationsrate stieg noch höher und die zweite Stagflationsphase dauerte länger.

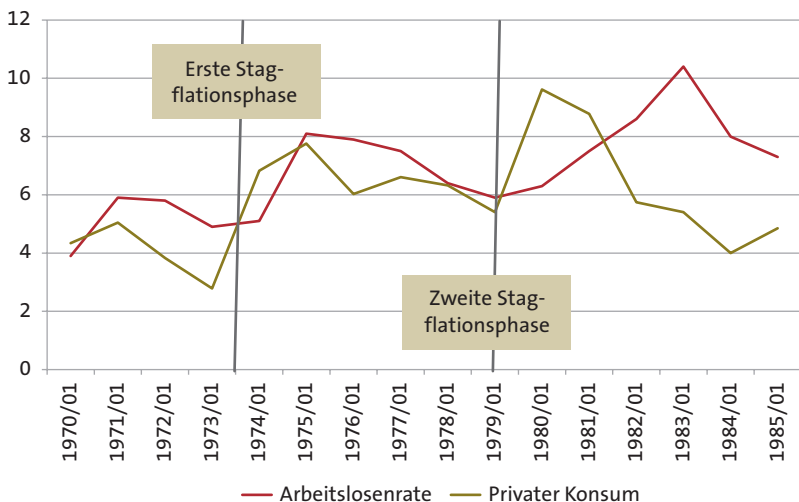
Grafik 39:
Entwicklung der Industrieproduktion in den USA 1970–1985
(indexiert, 1970 = 100)



Quelle: Federal Reserve Economic Data

Grafik 40:

Entwicklung der Arbeitslosenrate und des privaten Konsums in den USA 1970–1985
(in %)



Quelle: Federal Reserve Economic Data

5.6.3 Aktien

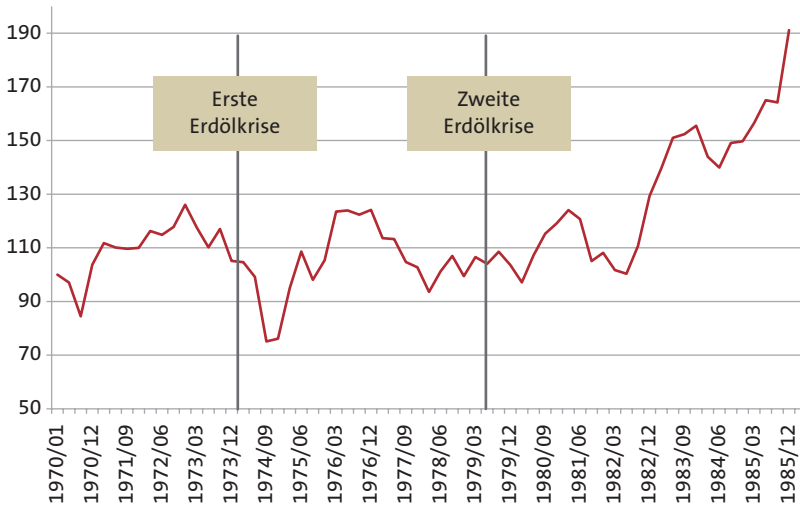
Die Phasen der Stagflation und die Erdölschocks machten sich auch an den Aktienbörsen bemerkbar. Hierbei waren jedoch die Effekte während der ersten und zweiten Stagflationsphase beziehungsweise des ersten und zweiten Erdölschocks unterschiedlich.

Der erste Erdölschock führte zu einer starken Korrektur des Dow Jones Index. Dieser verlor zwischen September 1973 bis zu seinem Tiefststand gegen Ende 1974 etwa 35 Prozent. In den darauffolgenden Jahren, 1975 und 1976, vermochten sich Aktien markant zu erholen (+65 Prozent), und bereits Ende 1976 hatte dieser Index nominal das Vorkrisenniveau wieder übertroffen. Daraufhin setzte wiederum eine Korrektur von etwa 25 Prozent ein, und im März 1978 erreichte der Index wieder einen Tiefpunkt. Dieser lag jedoch rund 20 Prozent höher als der Ende 1974 erreichte Tiefststand.

Grafik 41:

Entwicklung des Dow Jones Industrial 1970–1985

(nominal, indiziert, 1970 = 100)



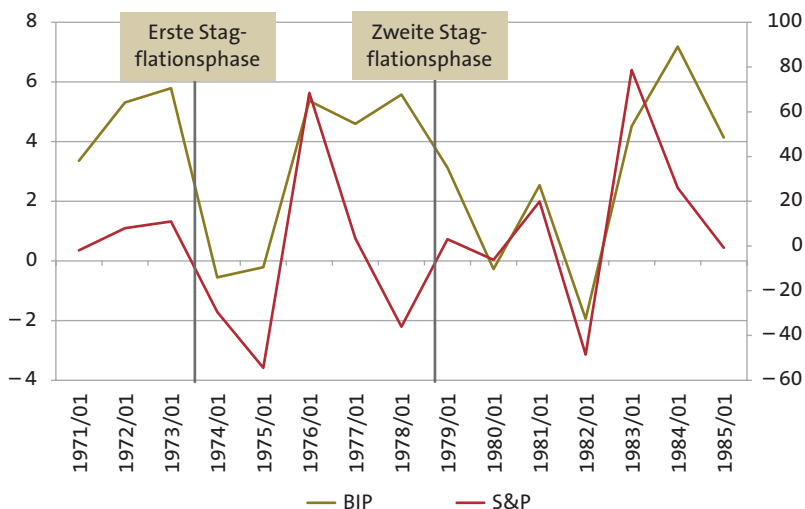
Quelle: Federal Reserve Economic Data

Interessanterweise wurde dieser zweite, nun höher liegende Tiefpunkt zu einem Zeitpunkt erreicht, als die Unruhen in Persien erst begonnen und der zweite Erdölchock noch bevorstand. Somit zeigt sich zwar ein gewisser Zusammenhang zwischen Erdölshocks und Aktien, doch reicht dieser nicht aus, um die Entwicklungen an den Aktienmärkten zu erklären.

Ein besserer Erklärungsansatz ergibt sich, wenn das Wirtschaftswachstum, also die reale Wachstumsrate des BIP, als Indikator herangezogen wird. Aus dieser Gegenüberstellung geht relativ gut hervor, dass sich der Aktienmarkt in den Phasen positiv entwickelte, in denen das reale BIP stieg und umgekehrt. Einzig zwischen 1977 und 1978 scheint dieser Zusammenhang nicht eindeutig gegeben. Hier schwächte sich der Aktienmarkt einige Monate vor dem Zeitpunkt ab, ab dem das reale BIP ebenfalls zu sinken begann. Der Grund hierfür ist, dass just in dieser Periode die Notenbank zwecks Bekämp-

Grafik 42:**Entwicklung des S&P Index im Vergleich zum BIP 1970–1985**

(real, indexiert, in %, 1970 = 100)



Quelle: Federal Reserve Economic Data

fung der zunehmenden Teuerung die Geldpolitik straffte und damit die zweite Stagflationsphase einleitete.

Insgesamt bleibt jedoch die Feststellung, dass Aktien über die gesamte Phase der Stagflation der 1970er-Jahre sich nominal innerhalb einer grossen Bandbreite bewegten, das heisst, eine hohe Volatilität aufwiesen, und nach Abschluss der zweiten Stagflationsphase in etwa dasselbe Niveau wie zu Beginn der ersten Stagflationsphase erreicht wurde. Ein Aktienengagement während dieser Phase hätte sich mitunter erst dann gelohnt, wenn der erste Erdölschock «verdaut» war beziehungsweise als die erste Stagflationsphase 1974 ihrem Ende zuzuging. Wie jedoch ersichtlich, bewegte sich der Aktienmarkt während der ersten Stagflationsphase weitgehend seitwärts; das heisst, ein Anleger hätte für ein Aktienengagement durchaus auch geduldig den Abschluss der zweiten Stagflationsphase abwarten können.

Bei einer kritischeren Betrachtung muss jedoch berücksichtigt werden, dass während der Stagflationsphase eine relativ hohe Inflation vorherrschte. Wird daher die Aktienmarktentwicklung nicht nominal, sondern real betrachtet, bleibt die Feststellung, dass Aktien die hohe Teuerung während dieser Zeit nicht zu kompensieren vermochten. Vielmehr verlor ein Aktienanleger während der Stagflationsphase real markant an Wert.

Wie weiter unten aufgezeigt wird, hätte sich bei einer solchen Betrachtung ein Einstieg in Aktien in jedem Fall erst nach Abschluss der zweiten Stagflationsphase gelohnt. Dies galt vor allem für einen Anleger, der nicht den US-Dollar als Referenzwährung hatte. Beispielsweise gab dieser zum Schweizer Franken in der oben genannten Periode zusätzlich um nahezu 50 Prozent nach. Daher hätte ein solcher Anleger während den Stagflationsphasen mit amerikanischen Aktien real nahezu einen Verlust von 80 Prozent erlitten.

Die Aktienmärkte setzten erst dann zu einer nachhaltigen Erholung an, als aufgrund der von Paul Volcker eingeleiteten massiven Straffung der Geldpolitik die Inflation Anfang der 1980er-Jahre wieder zu sinken begann und sich die Wirtschaft erholte – mit anderen Worten, als die Stagflation überwunden schien. Zu diesem Zeitpunkt eröffneten sich für Aktienanleger, sowohl mit wie auch ohne Referenzwährung US-Dollar, durchaus attraktive Einstiegsmöglichkeiten.

Aktien bewegten sich über die gesamte Stagflationsphase der 1970er-Jahre nominal innerhalb einer grossen Bandbreite und erreichten nach Abschluss der zweiten Stagflationsphase in etwa dasselbe Niveau wie zu Beginn der ersten Stagflationsphase. Ein Einstieg während dieser Phase hätte sich erst dann gelohnt, als der erste Erdölshock «verdaut» war beziehungsweise als die erste Stagflationsphase 1974 ihrem Ende zuging.

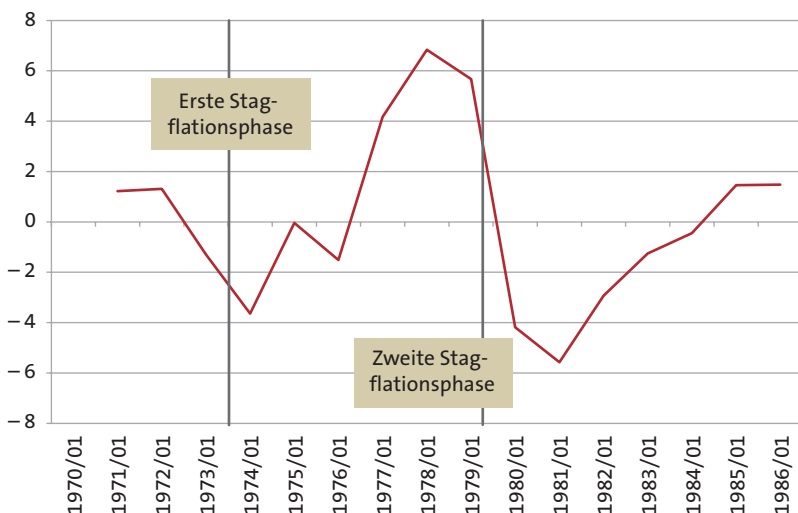
5.6.4 Immobilien

Aufgrund der Tatsache, dass während der beiden Stagflationsphasen die Inflation teilweise sprunghaft anstieg und Aktien sich als sehr volatil erwiesen, suchten Anleger nach Alternativen zwecks Kapitalerhalt. Eine dieser Alternativen stellten Immobilien dar. Analog zu Aktien wurde auch der Preisverlauf bei Immobilien stark von der wirtschaftlichen Entwicklung, das heisst dem Eintritt beziehungsweise der Überwindung der Stagflation, beeinflusst. Demnach fielen die Preise ebenso bei einem Abrutschen der Wirtschaft in eine Stagflation und erholten sich jeweils ab dem Moment, als diese überwunden schien. Im Gegensatz zu Aktien vermochten Immobilien jedoch die hohe Inflation relativ gut auszugleichen. Das heisst, im Zeitraum von zwei bis drei Jahren nach Überwinden der Stagflation wurden die realen Vorkrisenniveaus wieder erreicht, und über beide Stagflationsphasen

Grafik 43:

Entwicklung des Immobilienpreisindex in den USA 1970–1985

(real, in %, 1970 = 100)



Quelle: Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance*, 2nd. Edition, Princeton University Press, 2005, 2009

hinweg konnten die realen Werte nahezu bewahrt werden (siehe Grafik 43). Für einen Anleger in ausländischer Währung müssen jedoch die oben genannten Feststellungen hinsichtlich des Wertverlusts des US-Dollars während dieser Periode berücksichtigt werden.

Immobilien vermochten die Phasen hoher Inflation relativ gut auszugleichen. Das heisst, im Zeitraum von zwei bis drei Jahren nach Überwinden der Stagflation wurden die realen Vorkrisenniveaus wieder erreicht, und über beide Stagflationsphasen hinweg konnten die realen Werte nahezu bewahrt werden.

5.6.5 Gold

Edelmetalle, z. B. Gold, gelten typischerweise als «Hort der Sicherheit». Diese populäre Erkenntnis ist aus den Erfahrungen während der Stagflationsphasen und der damals herrschenden politischen Wirren nachvollziehbar.

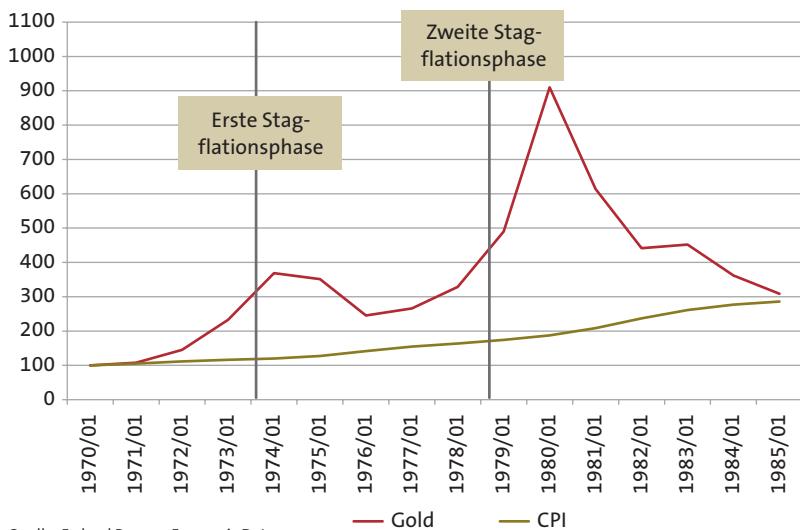
Um die aussergewöhnlichen Preisentwicklungen von Gold zu verstehen, muss jedoch die Situation, die aufgrund des Fixkurssystems von Bretton Woods vorherrschte, berücksichtigt werden. Damals waren die Wechselkurse der wichtigsten Währungen untereinander sowie der Goldpreis zum US-Dollar fixiert. Damit hatte der US-Dollar de facto die Funktion des Golds übernommen und unterlag einem konstanten Abwertungsdruck.

Diesem Abwertungsdruck wurde begegnet, indem die Parität des US-Dollars zu Gold 1972 offiziell von 35 US-Dollar vorerst auf 38, und anfangs 1973 auf 42 US-Dollar festgesetzt wurde. Dies entsprach einer kontrollierten Abwertung des US-Dollars.

Da der Abwertungsdruck dieser Währung auch damit nicht abnahm, entschied der US-Kongress letztlich die Parität zwischen US-Dollar und Gold komplett aufzugeben. Als 1973 zudem das Fixkurssystem von Bretton Woods aufgegeben wurde, führte dies zu einer kontinuierlichen Abschwächung des US-Dollars und einer sprunghaften Festigung des Goldpreises. Ende 1973 betrug der Gold-

Grafik 44:

Entwicklung des Goldpreises und des Konsumentenpreisindex in den USA 1970–1985
(real, indexiert, 1970 = 100)



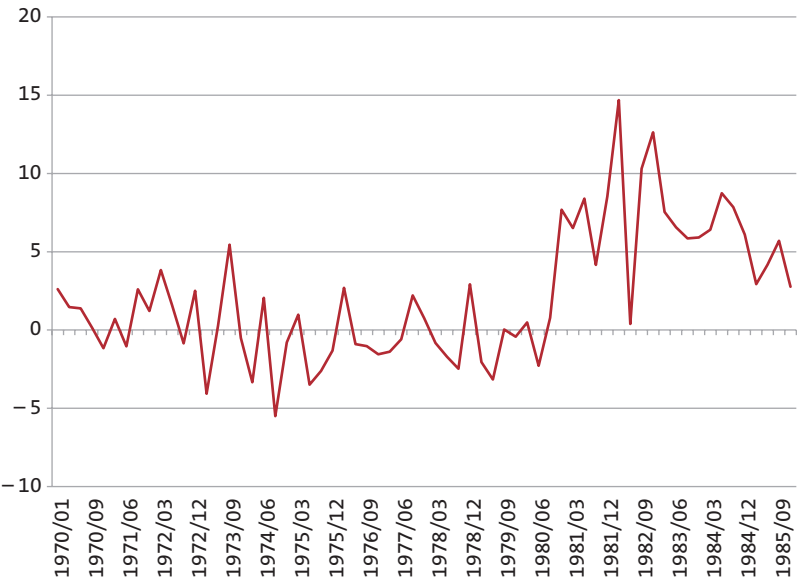
Quelle: Federal Reserve Economic Data

preis bereits 97 US-Dollar und im darauffolgenden Jahr festigte sich der Preis auf rund 159 US-Dollar. Im Höhepunkt der ersten Stagflationsphase hatte der Goldpreis nominal nahezu um 350 Prozent zugelegt.

In den darauffolgenden Jahren – als sich die Wirtschaft wieder leicht erholte – oszillierte der Goldpreis zwischen etwa 125 und 160 US-Dollar. Der Wiederanstieg der Inflation führte jedoch dazu, dass sich der Preisanstieg des Golds wieder beschleunigte. Als zusätzlich sowjetische Truppen in Afghanistan einmarschierten, die Unruhen in Persien zunahmen und es letztlich 1979 zum zweiten Erdölchock kam, explodierte der Goldpreis und erreichte 1980 mit einem Preis von über 600 US-Dollar einen Rekordstand. Nominal hatte sich der Goldpreis von seinem Stand von 1970 um einen Faktor 17 verteuert; aufgrund der damals hohen Inflationsrate entsprach dies einer realen Wertzunahme um den Faktor 9, wie oben aufgezeigt wird.

Mit dem Abklingen der wirtschaftlichen und politischen Spannungen sowie der sukzessiven Überwindung der Stagflation Anfang der 1980er-Jahre gab Gold seine ausserordentlich hohen Gewinne wieder preis. Wie aus den Grafiken 44 und 45 ersichtlich, setzte die Korrektur des Goldpreises in etwa zeitgleich in dem Moment ein, als die Phase tiefer beziehungsweise negativer Realzinsen zu Ende ging. Wichtig ist jedoch die Feststellung, dass Gold in den Jahren politischer Wirren und der Stagflationsphasen in der Lage war, seine Funktion als «Hort der Sicherheit» und als Wertaufbewahrungsmittel zu erfüllen – wenn auch mit einer extremen Volatilität.

Grafik 45:
Entwicklung der Fed Funds Rate 1970–1985
(real, in %)



Quelle: Federal Reserve Economic Data

Während der Stagflationsphasen und den Jahren politischer Wirren war Gold in der Lage, seine Funktion als «Sicherheitswährung» und Wertaufbewahrungsmittel zu erfüllen.

Die Korrektur des Goldpreises setzte zu dem Zeitpunkt ein, als die Stagflation überwunden erschien, die politischen Spannungen abnahmen und die Phase tiefer beziehungsweise negativer Realzinsen zu Ende ging.

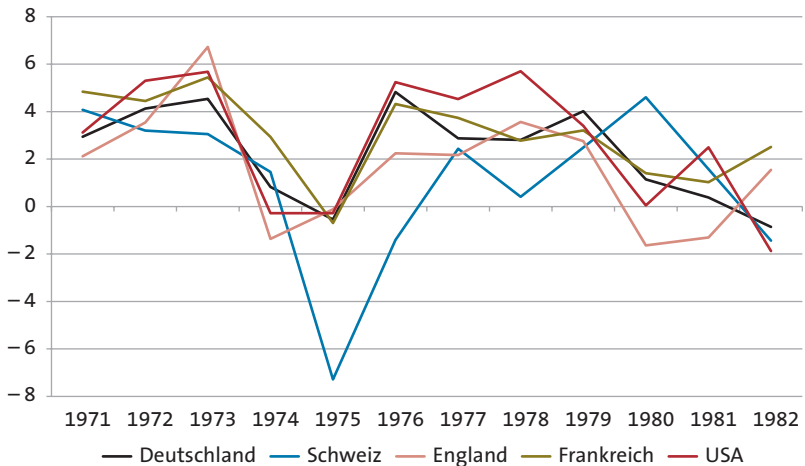
5.7 Ansteckung

Wie so oft in der Geschichte, blieb die Wirtschaftskrise in den USA kein lokales Phänomen. Aufgrund der Bedeutung der USA als Wirtschaftsmacht rutschten in der Folge auch andere Länder in eine Stagflation und diese führte in vielen westlichen Industrienationen zur grössten Wirtschaftskrise seit den 1930er-Jahren.

Grafik 46:

Entwicklung des BIP verschiedener Länder 1970–1982

(nominal, indexiert, in %, 1970 = 100)



Quelle: www.worldeconomics.com, Federal Reserve Economic Data

Bemerkenswert war einmal mehr, wie schnell und ausgeprägt eine solche Ansteckung vor sich geht – sowohl positiv wie auch negativ. Beispielsweise erfolgten der Rückgang und die Erholung beim Bruttoinlandsprodukt nahezu synchron, wenn auch pro Land in unterschiedlichem Ausmass.

Wie aus der obigen Grafik hervorgeht, war beispielsweise der wirtschaftliche Einbruch in der Schweiz während der ersten Stagflationsphase besonders ausgeprägt. Hierfür sind diverse Gründe massgebend. Zum einen importierte die Schweiz während der Jahre fixer Wechselkurse die Inflation, die sich in anderen Ländern, allen voran den USA, entwickelt hatte. Als das Bretton-Woods-System aufgegeben wurde, es zum ersten Erdölschock kam und als Folge der zunehmenden Teuerung die Gewerkschaften hohe Lohnforderungen durchsetzten, versuchte die Schweizerische Nationalbank die nunmehr steigende Teuerung mit einer extrem straffen Geldpolitik in den Griff zu kriegen. Die Folge war, dass die Wirtschaft der Schweiz 1975 vorübergehend drastisch einbrach und sich nach der ersten Stagflationsphase später als in vielen anderen Ländern erholte. Das drastische Vorgehen der Schweizerischen Nationalbank bewirkte jedoch, dass die Inflation in der Schweiz innerhalb kurzer Zeit bekämpft wurde.

5.8 Wege aus der Krise – Massive Straffung der Geldpolitik durch Paul Volcker

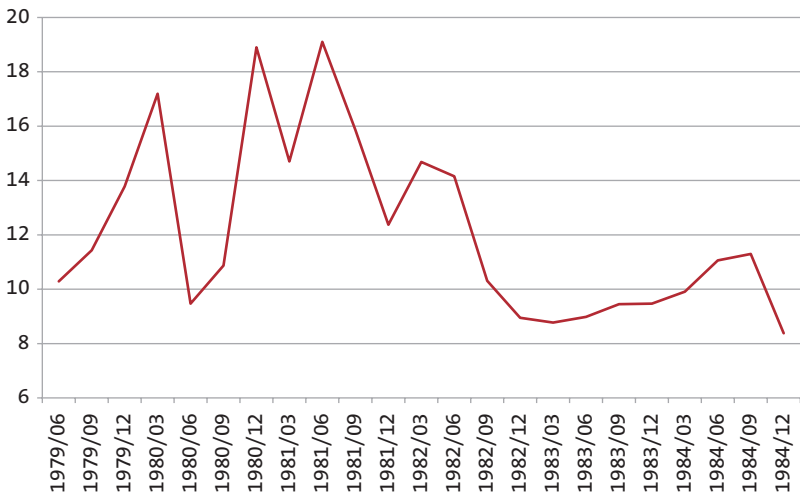
1979 wurde Paul Volcker Vorsitzender des Fed. Seine Mission sah er vor allem darin, die hohe Teuerung in den USA in den Griff zu kriegen. Sein Rezept war es, mittels einer steten, jedoch stark restriktiven Geldpolitik die Inflation zu bändigen. Zu diesem Zweck hob das Fed die Zinsen (Fed Funds Rate) Anfang der 1980er-Jahre auf noch nie dagewesene Niveaus an – im Höhepunkt knapp 20 Prozent. Dies brachte zwar die amerikanische Wirtschaft vorerst ins Stocken und

löste die zweite Stagflationsphase, auch «Volcker Recession» genannt, aus. Doch konnte mit dieser drastischen Massnahme die Teuerung sukzessive auf ein vertretbares Mass zurückgedrängt und die Stagflation letztlich überwunden werden. Ebenso wurde die Talfahrt des US-Dollars, die seit 1971 herrschte, gestoppt, und dieser setzte zu einer Erholung an.

5.9 Volkswirtschaftliche Effekte

Als Anfang der 1980er-Jahre die Inflationsrate, die damals bei rund 15 Prozent lag, nachhaltig zu sinken begann und unter Kontrolle schien, ging das Fed dazu über, seine Geldpolitik sukzessive zu lockern. Die Zinsen wurden von ihrem Höchststand bei knapp 20 Prozent vorerst relativ schnell auf nahezu 12 Prozent gesenkt.

Grafik 47:
Entwicklung der Fed Funds Rate 1979–1984
(nominal, in %)



Quelle: Federal Reserve Economic Data

Grafik 48:**Entwicklung des Konsumentenpreisindex in den USA 1979–1984**

(in %)



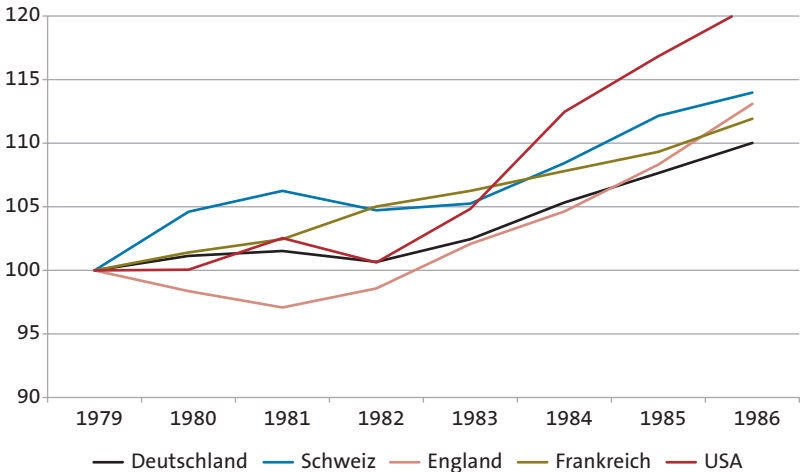
Quelle: Federal Reserve Economic Data

Anschliessend bremste das Fed die Wirtschaft kurzfristig leicht ab und erhöhte hierzu die Zinsen vorübergehend auf rund 14 Prozent, um diese nachfolgend, das heisst ab 1982, sukzessive bis auf unter 9 Prozent zu senken. Die Geldpolitik unter Volcker zeigte ihre Wirkung. In der Folge wurde nicht nur die zweite Stagflationsphase überwunden, sondern es setzte ein mehrjähriger Wirtschaftsaufschwung ein – vorerst in den USA und danach weltweit. Eine Ansteckung kann eben auch positiv wirken.

Paul Volcker sah seine Mission darin, vor allem die hohe Teuerung in den Griff zu kriegen. Dazu setzte er eine extrem straffe Geldpolitik ein. Diese löste zwar vorerst die zweite Stagflationsphase aus, jedoch konnte die Inflation auf ein vertretbares Mass gedrückt werden. Als die Teuerung

Grafik 49:**Entwicklung des BIP verschiedener Länder 1979–1986**

(nominal, indexiert, 1979 = 100)

Quelle: www.worldeconomics.com, Federal Reserve Economic Data

nachhaltig zu sinken begann, ging das Fed dazu über, die Geldpolitik wieder zu lockern. Damit wurde die Stagflationsphase überwunden und letztlich setzte in den USA ein Wirtschaftsaufschwung ein, der sich im Zeitablauf auch auf andere Industrienationen übertrug. Ansteckung kann eben auch positiv wirken.

5.10 Effekte auf die Finanzmärkte

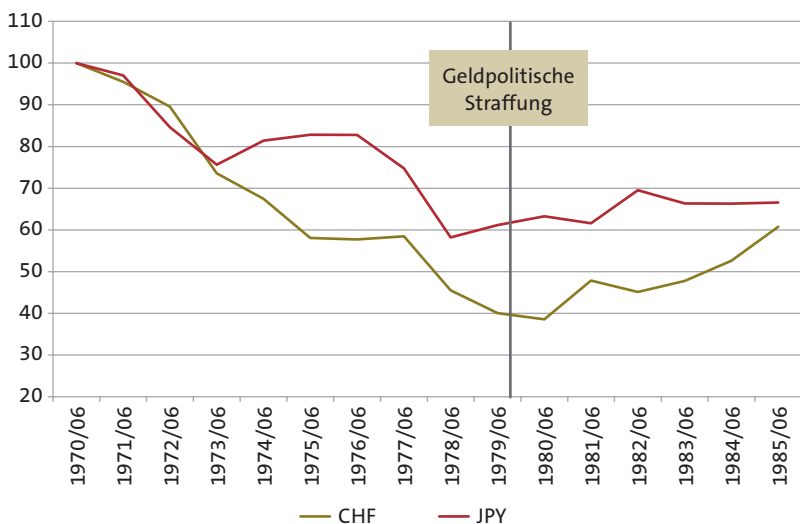
5.10.1 Währungen

Die Straffung der Geldpolitik Anfang der 1980er-Jahre hatte den unmittelbaren Effekt, dass der US-Dollar seine langjährige und massive Talfahrt abrupt beendete und sich gegenüber einigen Währungen, zum Beispiel dem Japanischen Yen, entweder auf seinem nunmehr erreichten Niveau stabilisierte beziehungsweise zu anderen

Währungen wie dem Schweizer Franken zu einer starken Gegenkorrektur ansetzte. Selbst als die Geldpolitik anschliessend wieder gelockert wurde, führten die sich verbessernden Fundamentaldaten der USA, vor allem die nunmehr stark nachgebenden Inflationsraten, dazu, dass sich der US-Dollar weiter festigte.

Grafik 50:

Die Entwicklung des US-Dollars vs. Schweizer Franken und Japanischer Yen 1970–1985
(indexiert, 1970 = 100)



Quelle: measuringworth.com und Schweizerische Nationalbank, Statistisches Monatsheft, Februar 2012

5.10.2 Aktien

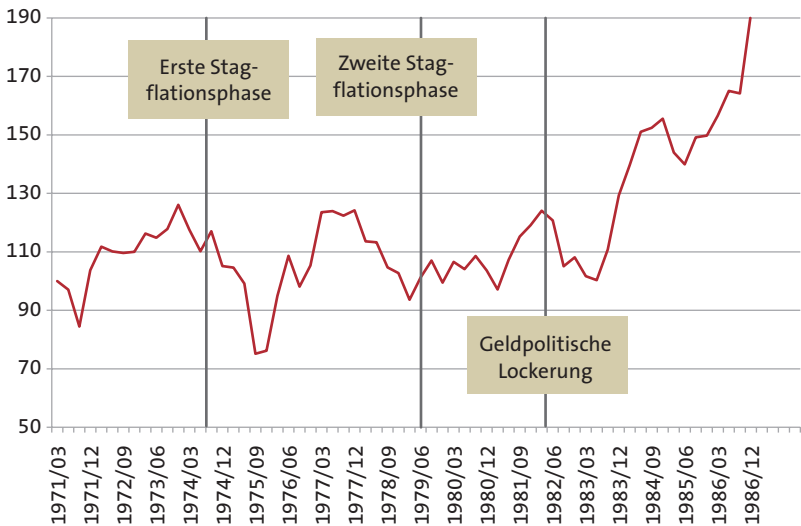
Analog wie Aktien in Phasen der Stagflation, insbesondere als Folge der hohen Inflation, und der politischen Wirren stark nachgegeben hatten, setzten diese nach der Überwindung derselben und dem Abklingen der politischen und wirtschaftlichen Unsicherheit zu einer markanten Erholung an. Nominal erreichte der Dow Jones bereits Ende 1981 sein Vorkrisenniveau. Als zudem ab diesem Zeitpunkt das

Fed seine Geldpolitik zu lockern begann, setzten Aktien zu einer Rallye an. Diese wurde kurzfristig, als das Fed Anfang 1982 die Zinsen zur vorübergehenden Abkühlung der Wirtschaft einige Monate wieder an hob, unterbrochen. Als das Fed ab etwa Mitte 1982 die Zinsen wieder zu senken begann, setzte sich die Erholungsphase von Aktien weiter fort.

Grafik 51:

Entwicklung des Dow Jones Industrial 1970–1985

(nominal, indexiert, 1970 = 100)



Quelle: Federal Reserve Economic Data

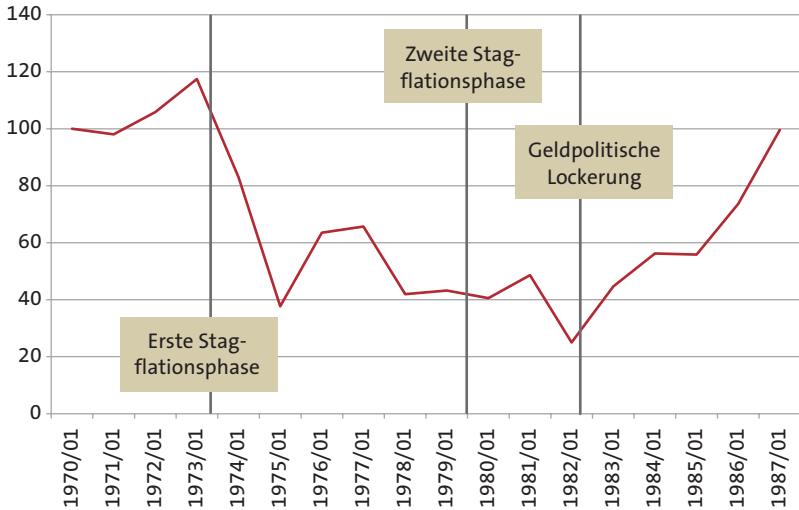
Wie jedoch oben dargelegt, war die Stagflation durch eine hohe Teuerung gekennzeichnet. Real korrigierten Aktien demnach von ihrem Vorkrisenniveau (3. Quartal 1973) bis zum Höhepunkt der Stagflation (2. Quartal 1982) vorerst um nahezu 90 Prozent und erreichten erst 1987 wieder das Vorkrisenniveau. Die Lockerung der Geldpolitik zeigte jedoch auch aus dieser Warte ihre klare Wirkung: Das heisst, ab dem Zeitpunkt, als sich die Inflationsrate zurückbildete und das

Fed in der Folge die Zinsen sukzessive senkte, war die starke Erholungsrallye auch real klar gegeben.

Grafik 52:

Entwicklung des S&P Index 1970–1987

(real, indexiert, 1970 = 100)



Quelle: Federal Reserve Economic Data

Zum Zeitpunkt, als sich die Inflation nachhaltig zurückbildete und das Fed seine Geldpolitik sukzessive zu lockern begann, setzten Aktien zu einer starken Erholung an, sowohl nominal wie auch real. Diese Erholungsphase dauerte anschliessend auch so lange an, wie die Realzinsen positiv blieben.

5.10.3 Gold

Mit der sich aufgrund der restriktiven Geldpolitik zurückbildenden Inflation und der abnehmenden politischen Spannungen kam es nun ebenfalls zu einer starken Korrektur des Goldpreises. Die Funktion des Golds als «Sicherheitswährung» schien nicht mehr nötig. Geldströme flossen nun in andere Anlageklassen.

In der Periode von 1979 bis 1984, als die Inflation von über 14 Prozent auf rund 3 Prozent zurückfiel, korrigierte der Goldpreis nominal um knapp 50 Prozent beziehungsweise real um etwa 67 Prozent. Doch selbst mit dieser massiven Preiskorrektur erwies Gold, wie oben aufgezeigt, während der Stagflationsphase, der Phase tiefer beziehungsweise negativer Realzinsen und den aussergewöhnlichen politischen Unsicherheiten seine Funktion als «Hort der Sicherheit» und als gutes, wenn auch sehr volatiles Wertaufbewahrungsmittel.

Das Beispiel von Gold ist jedoch auch aus einer anderen Warte interessant – es zeigt klar auf, dass bei keiner Anlageklasse die Bäume in den Himmel wachsen. Je länger nämlich eine exzessive Preisbewegung andauert – zum Beispiel betrug die Preissteigerung von Gold in der ersten Stagflationsphase + 270 Prozent, in der zweiten + 240 Prozent –, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit einer schnellen und scharfen Gegenkorrektur.

Der Auslöser für diese war mit der massiven Straffung der Geldpolitik ab 1980 gegeben. Der typische Effekt blieb nicht aus: Der Goldpreis korrigierte schnell und massiv und über die gesamte Beobachtungsperiode von 1970 bis 1985 resultierte nunmehr eine annualisierte Rendite von etwa 8 Prozent. Unter den damals herrschenden Marktgegebenheiten entsprach dies wieder einer langfristig normalen Rendite einer Finanzanlage, zum Beispiel dem durchschnittlichen Zinsniveau während dieser Periode (siehe Grafik 44).

5.11 Weitere Entwicklungen

Auch wenn die Stagflation der 1970er-Jahre nicht allein aufgrund der Erdölschocks erklärt werden kann, hatten diese den Industrienationen ihre Abhängigkeit vom Erdöl klar vor Augen geführt. Als Folge davon wurden die Offshoreförderung und die Ausbeutung von zusätzlichen Vorkommen zunehmend attraktiv. Ebenso setzte auf dem Gebiet der Alternativenenergien wie Kern-, Wind-, Solarenergie und

Geothermie eine starke Entwicklung ein. Um zudem die Abhängigkeit kurzfristiger Lieferengpässe in Zukunft zu vermeiden, wurden in den meisten Ländern des Westens strategische Ölreserven angelegt beziehungsweise stark erhöht. Nichtsdestotrotz blieb Erdöl bis dato einer der wichtigsten Energieträger.

5.12 Müssen wir wieder mit Stagflation rechnen?

Blickt man heute auf einige volkswirtschaftliche Variablen, so lassen sich manche Parallelen zu den 1970er-Jahren ausmachen – die Gefahr einer erneuten Phase der Stagflation scheint somit in einigen Ländern durchaus gegeben.

Zur Beurteilung, ob wir in Zukunft einem Stagflationsrisiko ausgesetzt sind oder nicht, soll anschliessend kurz dargelegt werden, welches die potenziellen Aussichten von Wirtschaftswachstum einerseits und Inflation andererseits sind und in welchem Verhältnis diese beiden Variablen in den kommenden Jahren zueinander stehen.

5.12.1 Aussichten für Wirtschaftswachstum

Die meisten Industriestaaten des Westens sowie Japan kämpfen zurzeit mit einer nach wie vor ungelösten Staatsschuldenproblematik, zum Teil sehr hohen Arbeitslosigkeit, insbesondere Jugendarbeitslosigkeit, einer Überalterung der Bevölkerung und mit kaum mehr finanzierbaren Vorsorgesystemen. Darüber hinaus verfügen die Länder der Eurozone über eine Währungsunion, dessen gerechtfertigter Fortbestand infrage gestellt werden darf, erlaubt er doch just den Ländern, die dringend Wachstum brauchen und dafür wieder Wettbewerbsfähigkeit erlangen müssen, keine Möglichkeit zur Währungsabwertung.

Vor diesem Hintergrund sind die Aussichten auf Wirtschaftswachstum für die meisten Industrieländer bestenfalls bescheiden und für die Peripherieländer Europas negativ. Aufgrund der Globali-

sierung, im Klartext der verstärkten Vernetzung und Abhängigkeit der Volkswirtschaften untereinander, muss weiter davon ausgegangen werden, dass die volkswirtschaftlichen Effekte in den Industrieländern auch auf das Wachstum der Entwicklungs- und Schwellenländer durchschlagen.

5.12.2 Aussichten auf Inflation

Weiter betreiben zurzeit sämtliche relevanten Notenbanken der Welt eine extrem lockere und zum Teil an die Grenzen der Phantasie reichende Geldpolitik. Mit den eingeleiteten Massnahmen soll der vielerorts stotternde Konjunkturmotor am Laufen gehalten werden. Zudem ist seit einigen Jahren eine klare Tendenz zur direkten oder indirekten respektive versteckten Monetarisierung von Staatsschulden klar erkennbar.

Ob es den Notenbanken im gegebenen Moment gelingt, das heisst, wenn die Konjunktur wieder anspringt und die Umlaufgeschwindigkeit des Gelds wieder zunimmt, die zwischenzeitlich enormen Geldmengen wieder «abzutrocknen», darf aus historischer Erfahrung mit Fug und Recht angezweifelt werden – sie haben den richtigen Zeitpunkt stets verpasst.

Vor diesem Hintergrund sind die Aussichten für ein Wiederaufblakern von Inflation durchaus gegeben. Auch in dieser Beziehung spielt die Globalisierung eine massgebliche Rolle: Der während vieler Jahre in den Industrieländern beobachtete Faktor der importierten Desinflation könnte in den kommenden Jahren aufgrund steigender Lohnstückkosten in den Entwicklungs- und Schwellenländern von einer importierten Inflation abgelöst werden. Dies könnte die Teuerungsrate in den Industrieländern zusätzlich anheizen – auch wenn in diesen Ländern kein Wachstum herrscht. Darüber hinaus gibt die zunehmende Verwischung der Geld- und Fiskalpolitik – Stichwort: Monetarisierung –, wie sie zurzeit vor allem in Europa klar beobachtet werden kann, Anlass zur Sorge.

Zusammenfassend ergibt sich, dass für die Industrieländer in den kommenden Jahren die Vorzeichen für bestenfalls bescheidenes Wirtschaftswachstum bei gleichzeitig wieder aufkommender Inflation, im Klartext Stagflation, durchaus gegeben sind.

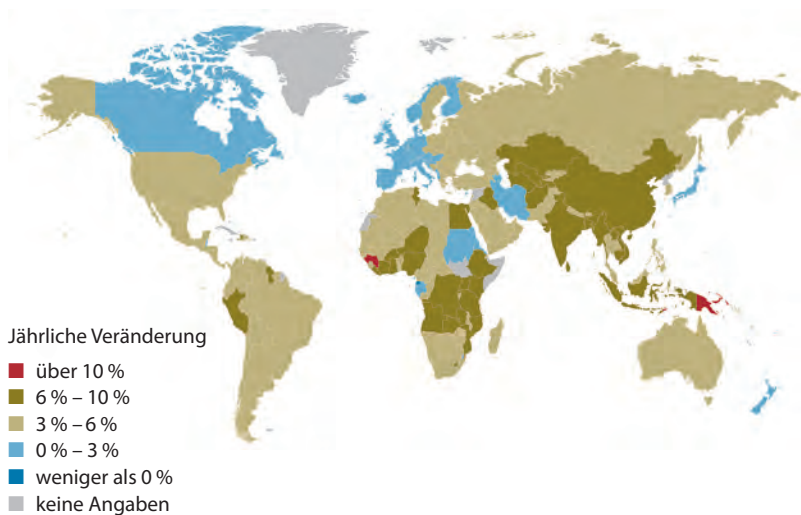
5.12.3 Wirtschaftliche Entwicklung in den kommenden Jahren (2013–2015)

Zwecks Beurteilung der obigen Vermutung ziehen wir das Modell «IMF Data Mapper» des Internationalen Währungsfonds heran. Diesem Modell liegen Daten und Prognosen für die wichtigsten wirtschaftlichen Variablen diverser Länder und Regionen zugrunde. Diese werden anschliessend pro Variable zu einer Gesamtübersicht, einer Weltwirtschaftskarte, zusammengezogen.

Wir sind uns vollends bewusst, dass es sich hier lediglich um Modellannahmen handelt und Prognosen stets fehlerbehaftet sein

Grafik 53:

Projektion der Wachstumsraten des realen BIP im Jahr 2015



Quelle: IMF Data Mapper

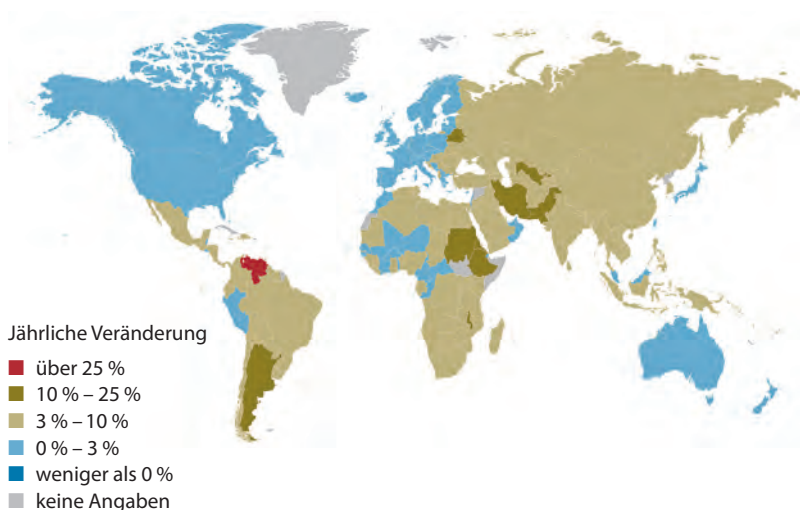
können. Dennoch erscheint uns ein Blick in diese Weltwirtschaftskarten durchaus wertvoll – und sei es nur, um den wirtschaftlichen Diskurs anzuregen. Als Basis der nachfolgenden Ausführungen dienen die Prognosen bis ins Jahr 2015.

Die vorstehende Weltwirtschaftskarte zeigt die Schätzungen des IWF hinsichtlich der realen Wachstumsraten des BIP. Hier wird unsere These des bescheidenen Wachstums bestätigt. Demnach wird ein Grossteil der Industrienationen bis 2015 entweder ein geringes oder gar kein Wachstum aufweisen beziehungsweise sogar eine Kontraktion durchlaufen. Hierbei ist bemerkenswert, dass die Länder Europas stets am unteren Ende der Skala anzutreffen sind.

Demgegenüber wird ein Grossteil der Schwellen- und Entwicklungsländer weiterhin Wachstum aufweisen, wenn auch auf geringerem Niveau als heute. Der Unterschied zwischen der durchschnittlichen Wachstumsrate der Industrieländer einerseits und der Ent-

Grafik 54:

Projektion der Inflationsraten im Jahr 2015



Quelle: IMF Data Mapper

wicklungs- beziehungsweise Schwellenländer andererseits wird auf etwa 4 Prozent veranschlagt.

Stellt man der obigen Prognose zum Wirtschaftswachstum nun diejenige betreffend Inflationsraten – gemessen am Konsumentenpreisindex – gegenüber, so ergibt sich obenstehendes Bild. Den hier unterliegenden Daten kann entnommen werden, dass die Industrienationen in den kommenden Jahren im Durchschnitt Teuerungsraten von rund 2 Prozent aufweisen werden, während diese in Entwicklungs- und Schwellenländern durchschnittlich um rund 4 Prozent höher ausfallen.

5.13 Fazit

Selbstverständlich wünscht man sich, dass sich diese Prognosen letztlich als komplett falsch erweisen und die Wachstumsraten höher beziehungsweise die Teuerungsraten tiefer ausfallen. Berücksichtigt man jedoch, dass die vom IWF gemachten Prognosen für die Industrieländer von einer hartnäckig hohen Arbeitslosenrate von durchschnittlich etwa 8 Prozent einerseits und einer nicht abnehmenden Staatsschuldenquote von etwa 110 Prozent des BIP andererseits ausgehen, wird evident, dass die Fehleranfälligkeit der Prognosen eher im Gegenteil liegt.

Vor diesem Hintergrund wird klar, dass eine nur geringe Abweichung bei den Parametern ausreicht, damit Stagflation in den Industrienationen als durchaus realistisches Szenario der Zukunft Wirklichkeit wird. Diese These gewinnt vor allem dann an Gewicht, wenn wir unterstellen, dass die offiziellen Inflationsraten – auf die sich auch die obigen Modelle stützen – die effektiven Lebenshaltungskosten in den Industrienationen systematisch unterschätzen. Auf diesen Umstand wird im folgenden Kapitel eingegangen. Vor diesem Hintergrund scheint eine Auseinandersetzung mit den Gegebenheiten, wie sie in den 1970er-Jahren vorherrschten, durchaus angebracht.

5.14 Schlussfolgerungen – Lehren aus volkswirtschaftlicher Sicht

Krisen sind ein ständiger Begleiter jeder Wirtschaft. Kein Land ist gegen Wirtschaftskrisen gefeit. Vor diesem Hintergrund ist eine Auseinandersetzung mit den Ursachen und Folgen von Wirtschaftskrisen eine «conditio sine qua non», um Risiken, die von ihnen ausgehen, frühzeitig zu erkennen. Gleichzeitig stellt das Verständnis derselben die Grundlage dar, um Chancen, die sich gerade aufgrund von Wirtschaftskrisen ergeben, auch nutzen zu können. Daher werden anschliessend auf der Grundlage der vorherigen Kapitel und der daraus abgeleiteten Gemeinsamkeiten ein paar Lehren aus volkswirtschaftlicher Sicht hergeleitet.

Wir sind uns vollends bewusst, dass die folgenden Ausführungen keineswegs allgemeine Gültigkeit besitzen. Sie erheben auch nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und wissenschaftliche Stringenz. Gleichwohl sind wir der Ansicht, dass Wirtschaftskrisen, wie sie beschrieben wurden, sich jederzeit wiederholen können – sei das im gleichen Land oder anderswo. Kein Land und keine Region waren historisch von Wirtschaftskrisen gefeit; sie werden es auch in Zukunft nicht sein.

Box 3

Zehn Lehren aus volkswirtschaftlicher Sicht

Lehre 1: Historische Krisen analysieren hilft, die Gegenwart zu verstehen und die Zukunft zu erahnen

Geschichte wiederholt sich nicht – jedoch sie «reimt» sich. Alles, was wir zu einem gegebenen Zeitpunkt erleben, ist mit grosser Wahrscheinlichkeit in der Vergangenheit in einer zumindest vergleichbaren Art bereits einmal geschehen. Um daher die Gegenwart zu verstehen und die Zukunft zu erahnen, sind die Suche nach einer vergleichbaren Situation in der Vergangenheit und die Analyse der damaligen Geschehnisse durchaus lohnenswert.

Lehre 2: Der «Boom-Bust-Zyklus»

Eine Wirtschaftskrise entsteht nie über Nacht. Sehr oft geht einer solchen eine prosperierende Wirtschaftsentwicklung, ja gegebenenfalls sogar ein Boom voraus. Je

weiter sich ein Boom entwickelt und je mehr die Marktteilnehmer davon ausgehen, dass dieser weiter anhalten wird, desto wahrscheinlicher wird es, dass dieser früher oder später zu einem Ende kommt.

Geschichtlich gesehen wird jeder Boom unweigerlich zu einem gegebenen Zeitpunkt durch einen Bust abgelöst.

Lehre 3: Marktmanipulationen, Ungleichgewichte und Verschuldung als verlässliche Ursachen für Krisen

Marktmanipulationen und wirtschaftliche Ungleichgewichte, unabhängig davon, ob sie mikro- oder makroökonomischer Natur sind, korrigieren sich irgendwann zwangsläufig. Wirtschaftliche Grundmechanismen und Zusammenhänge sind gegeben und diese bleiben – ob wir's wollen oder nicht – bestehen.

Die meisten Krisen werden aufgrund einer zu hohen Verschuldung ausgelöst. Der «Teufelskreis der Verschuldung» führt irgendwann unweigerlich zu einer rapiden Abwärtsspirale der Wirtschaft.

Lehre 4: Das «Diesmal-ist-alles-anders-Syndrom»

Immer wieder verfallen Marktteilnehmer der Meinung, dass «diesmal alles anders ist», und gewisse Marktmanipulationen, Ungleichgewichte oder atypische Marktentwicklungen dieses Mal gerechtfertigt seien. Vielfach entstehen diesbezüglich im Laufe der Zeit sogar «Theorien».

Irgendwann müssen sie eingestehen, dass dem eben nicht so war. Die Geschichte liefert uns diesbezüglich ausreichend Beispiele.

Lehre 5: Phasen als typisches Phänomen von Wirtschaftskrisen

Viele Wirtschaftskrisen zeichnen sich durch ein typisches Phänomen aus: den Ablauf in Phasen. Demnach durchläuft eine Wirtschaftskrise eine erste Phase. In dieser erfahren die Wirtschaft und die Finanzmärkte erste, zum Teil schon erhebliche Korrekturen. Diese Phase wird typischerweise durch eine Periode der Stabilisierung und Gegenbewegungen unterbrochen, bevor sie in eine zweite Phase mündet. Oftmals wird der Höhepunkt der Krise erst in der zweiten Phase erreicht.

Lehre 6: Wirtschaftskrisen haben ein hohes Ansteckungspotenzial

Wird ein Land von einer Wirtschaftskrise befallen, besteht die Gefahr, dass ein anderes Land, das von den Anlegern als in einer ähnlichen Situation befindlich beurteilt wird, ebenso von der Krise angesteckt wird. Diese Beurteilung muss keineswegs objektiv oder rational sein.

Die Geschwindigkeit der Ansteckung kann ausserordentlich hoch sein, und letztlich sind die Effekte im angesteckten Land genauso spürbar wie in dem Land, von dem die Krise ausgegangen ist.

Lehre 7: Krisen im Banken- und Finanzsektor sind brandgefährlich

Die meisten Wirtschaftskrisen sind von einer Krise im Banken- und Finanzsektor begleitet. Letztere entstehen oftmals aufgrund einer Verschlechterung ihrer Portfolios. Sind Banken und Finanzinstitute zu einem gegebenen Zeitpunkt nicht mehr

aus eigener Kraft funktionsfähig, droht die gesamte Wirtschaft in den Strudel gezogen zu werden.

In einem solchen Fall bleibt dem Staat oftmals keine weitere Option, als die angeschlagenen Finanzinstitute mit Hilfsprogrammen zu unterstützen, diese zu verstaatlichen oder im Extremfall abzuwickeln.

Lehre 8: Währungsabwertungen und -reformen als Wege aus der Krise

Langfristig sind für die makroökonomischen Variablen eines Landes stets die Fundamentaldaten massgeblich. Dies gilt auch für die Währung eines Landes. Bilden sich hier fundamentale Ungleichgewichte, werden die Marktkräfte früher oder später eine Anpassung der Wechselkurse erzwingen.

Geschichtlich stellten Währungsabwertungen oder -reformen einen zentralen Schritt («conditio sine qua non») für die Bewältigung von Wirtschaftskrisen dar.

Lehre 9: Hilfs- oder Strukturprogramme nützen nur, wenn sie dezidiert umgesetzt werden

Währungsabwertungen oder -reformen sind eine notwendige, jedoch nicht hinreichende Bedingung für die Bewältigung von Krisen. Daher sind im Nachgang oft Hilfs- und Strukturprogramme notwendig.

Solche Programme werden oftmals zu zögerlich und zu spät umgesetzt. In vielen Fällen wird die Umsetzung erst dann forciert, wenn die Krise sich weiter zu verschärfen droht. Aus diesem Grund dauern Krisen vielfach länger und fallen typischerweise tiefer aus. Die Konsequenz ist, dass letztlich viel grössere Programme notwendig werden, als ursprünglich geplant waren.

Strukturprogrammen kommt bei der Bewältigung einer Krise ein höherer Stellenwert zu als Hilfsprogrammen, zumal sie bei den Ursachen und nicht bei der Wirkung ansetzen.

Lehre 10: Krisen sind stets auch Chancen

Jede Krise kann überwunden werden. Voraussetzung hierfür ist jedoch, dass die umgesetzten Massnahmen an den Ursachen, die zur Krise führten, ansetzen und diese nachhaltig zu beseitigen vermögen. Marktwirtschaftliche – zum Teil auch erzwungene – Lösungen sind politischen Lösungen stets überlegen. Daher ist der Markt über die Politik zu setzen.

Sind volkswirtschaftlich sinnvolle Lösungen absehbar, stellen Krisen stets Chancen dar.

6 WO STEHEN WIR IM SOMMER 2012?

CHRISTOF REICHMUTH

6.1 Ausgangslage

In die Geschichte blickt man, um zu lernen. Geschichte, so Mark Twain, wiederholt sich nicht, sie reimt sich. Wir lernen von Geschichten mit ähnlichen Ereignissen, und so glauben wir, dass wir in schwierigen Zeiten Ruhe bewahren können und nicht den Blick fürs Wesentliche verlieren. Was haben wir also gelernt aus dem Studium historischer Wirtschaftskrisen und wo sehen wir Parallelen zu heute?

6.2 Wo stehen wir im Sommer 2012?

Tabelle 14:
Voraussetzungen für unterschiedliche Krisentypen

	Hyperinflation	Depression	Zwillings-/ Drillingskrise	Stagflation
Schulden	Sehr hohe Staatsschulden und -defizite	Hohe Schulden des Privatsektors	Hohe Privat- und/oder Staatsschulden (v. a. gegenüber dem Ausland)	
Währungs-system	Flexible Wechselkurse	Fixe Wechselkurse	Fixe Wechselkurse	Flexible Wechselkurse
Geldpolitik	Extrem expansiv	Wechsel von expansiv zu restriktiv	Expansiv	Expansiv
Innenpolitik	Sehr instabil			Instabil

Quelle: Tobias Straumann

Für jeden der vorher genannten Krisentypen gibt es gewisse Voraussetzungen. Tobias Straumann fasste diese wie oben dargestellt zusammen.

Wir gehen im Folgenden darauf ein, ob wir die Voraussetzungen für die unterschiedlichen Krisentypen als gegeben ansehen und ob wir den Eintritt als wahrscheinlich erachten.

6.2.1 Hyperinflation mit anschliessender Währungsreform

Zurzeit erkennen wir noch keine Gefahr für eine Hyperinflation. Die Voraussetzungen hoher Staatsschulden und einer expansiven Geldpolitik sind zwar in vielen Ländern gegeben, aber noch fehlt die aggressive Stimmung im Inland sowie ein drastischer Rückgang des Güterangebots, wie das oft bei einer Hyperinflation – zum Beispiel während Kriegen oder durch eine fehlgeleitete Politik wie im Fall von Simbabwe – zu beobachten war. In der Eurozone fehlt zusätzlich die Voraussetzung flexibler Wechselkurse.

Sollten jedoch die Zentralbanken noch viele Jahre zu ihrer Extrempolitik gezwungen sein, gleichzeitig eine direkte oder indirekte Monetarisierung von Staatsschulden unterstützen sowie protektionistische Massnahmen oder Rationierungen von Rohstoffen erkennbar werden, nimmt die Gefahr für eine Hyperinflation zu. Eine solche ergäbe sich vor allem dann, wenn gleichzeitig weltweit, das heisst sowohl in der Eurozone wie auch bei den asiatischen Währungen gegenüber dem US-Dollar, wieder flexible Wechselkurse gelten würden. Das Aufkommen einer Hyperinflation würde fast zwangsläufig zu einer Währungsreform im entsprechenden Land führen.

Hyperinflationen werden meist mit Währungsreformen beendet. Im Kern handelt es sich hierbei um eine weitgehende Enteignung der Nominalgläubiger, das heisst der Sparer und der Anleiheninhaber. Aufgrund der Staatsschuldenproblematik in vielen Industrieländern ist eine solche zwar denkbar. Doch solange die westlichen Demokra-

tien mit ihrer Gewaltenteilung durch die Parlamente funktionieren (Checks and Balances), schätzen wir die Wahrscheinlichkeit für eine Währungsreform als sehr gering ein.

6.2.2 Depression

Im Herbst 2008 waren in vielen Industriestaaten alle Ingredienzien für eine Depression vorhanden: eine zu hohe Verschuldung sowie eine Bankenkrise mit nachfolgend scharfem Rückgang der Nachfrage – ein typischer «Nachfrageschock».

Die Zentralbanken dieser Staaten erkannten die Gefahren und wussten: Aufgepasst, diese Situation sieht genau wie diejenige Ende der 1920er-Jahre aus – ohne Gegenmassnahmen droht eine Wiederholung der Grossen Depression. Dank der massiven Hilfsaktionen der Zentralbanken konnte eine solche bislang verhindert werden. Als Kehrseite fanden kaum Bereinigungen statt. Deshalb ist für die nähere Zukunft kaum Wachstum zu erwarten.

Aktuell erachten wir die Gefahr einer Depression in den USA oder in Mittel- und Nordeuropa als gering. Diese Einschätzung gilt aber nicht für Südeuropa mit Spanien, Portugal, Griechenland sowie gegebenenfalls Italien und Frankreich – zumindest so lange nicht, wie diese Länder am Euro festhalten. Denn der Euro wirkt für diese Länder sehr restriktiv. Die Zinsen in Südeuropa sind aufgrund der Risikoprämien zu hoch, ganz im Gegensatz zu den mittel- und nordeuropäischen Ländern. Der Euro wirkt in den südeuropäischen Ländern quasi wie der Goldstandard in den 1930er-Jahren. Während die USA damals dank Abwertung des US-Dollars die Staatsschulden immer bedienen konnten, ist das in Südeuropa heute kaum mehr möglich.

6.2.3 Zwillings- und Drillingskrise

Wir erwarten, dass sich die Zwillingskrisen – Banken- und Schuldenkrise – in Südeuropa zu einer Drillingskrise, das heisst inklusive Währungskrise, entwickeln werden. Es wird letztlich zu einer Veränderung der Zusammensetzung des Euro kommen, beispielsweise

durch einen Austritt dieser Länder aus der Gemeinschaftswährung mit einer anschliessenden massiven Abwertung von deren neuen Währungen.

Warum interessiert uns Südeuropa, wie etwa Griechenland, überhaupt? Weil wir anhand der Entwicklungen in diesen Ländern erkennen, ob die Probleme südeuropäisch bleiben oder ob sie gesamteuropäisch wirken. Die französischen Wahlen im Sommer dieses Jahres resultierten in einem Linksrutsch sowohl beim Präsidentenamt wie beim Parlament. Dies ist ein erstes Indiz, dass die südeuropäischen Probleme etwas näher an Mittel- und Nordeuropa gerückt sind.

Noch immer ist für diese Länder, allen voran Griechenland, aber auch für Portugal und Spanien, weit und breit keine nachvollziehbare Lösung in Sicht, zumindest keine, die an den Ursachen ansetzt. Die dauernde Symptombekämpfung kauft zwar Zeit, aber sie produziert wieder neue unbeabsichtigte Probleme. Südeuropa hat nicht nur ein Schulden- und ein Bankenproblem. Auch wenn diese beiden stabilisiert oder gar gelöst werden könnten, bleibt die Problematik der mangelnden Wettbewerbsfähigkeit. Es fehlt schlicht die Zukunftsperspektive. Aus diesem Grund erwarten wir, dass sich in den nächsten ein bis zwei Jahren die Zusammensetzung des Euros ändern wird, was zu massiven Verschiebungen der Währungskurse führen wird.

Ein Austritt aus dem Euro muss nicht zwingend von südeuropäischen Ländern erfolgen – auch wenn wir solche und die Einführung neuer Landeswährungen als wahrscheinlicher erachten als ein Austritt von Ländern aus Mittel- und Nordeuropa. Wäre Letzteres der Fall, würde der verbleibende Euro stark abgewertet. Unwahrscheinlich, jedoch nicht ganz ausgeschlossen, wäre auch eine erneute Herkulesaufgabe für Deutschland. Jene nämlich, dass es zu einer Wiederholung der «Solidarität für Ostdeutschland» kommt und Deutschland, ähnlich wie zu Zeiten der Wiedervereinigung, die Last zugunsten von Südeuropa auf sich nimmt. In einem solchen Fall dürfte der Euro gegenüber dem US-Dollar fallen.

6.2.3.1 Wer entscheidet über den Austritt?

Ein so schwerwiegender Schritt mit gewaltigen Konsequenzen wird kaum entschieden – er wird «geschehen» und dann wird darauf reagiert. Ein Austritt würde beispielsweise geschehen, wenn einem Land schlicht das Geld ausgeht und zum Beispiel die Staatsangestellten nicht mehr bezahlt werden können. Anstelle von Lohnzahlungen erhalten diese nunmehr Wechsel, in Euro ausgestellt. Diese wären handelbar, allerdings wohl zu diskontierten Preisen. Die Kurse dieser Wechsel würden den Kern einer neuen Währung bilden. Weil ein Austritt weitreichende Konsequenzen hat, ist es höchst unwahrscheinlich, dass jemand dafür die Verantwortung übernehmen will. Niemand ist am Ende schuld, alle haben sich bemüht. Es geschieht einfach – sobald das Geld ausgeht.

Box 4

Hongkong

Hongkong verteidigte Ende der 1990er-Jahre, inmitten der Asienkrise, als viele Länder Südasiens ihre Währungen abwerteten, seinen seit 1983 bei 7.80 gegenüber dem US-Dollar fixierten Wechselkurs. Die Effekte blieben nicht aus. An den Finanzmärkten kam es zu starken Auf- und Abschwüngen und letztlich fiel Hongkong für fünf Jahre in eine grosse Deflation. Der Hongkong-Dollar war gegenüber den stark abgewerteten Währungen der asiatischen Nachbarländer schlicht zu hoch.

Damals hielt Hongkong an dieser Wechselkurspolitik fest. Ob hingegen die Länder Südeuropas genauso standfest sein werden, darf bezweifelt werden. Denn in einer Demokratie ist der Anpassungsdruck in einer lang anhaltenden Deflationsphase enorm. Gepaart mit einer viel zu hohen Staatsschuld wäre ein Ausfall der betroffenen Staatspapiere praktisch vorprogrammiert.

6.2.4 Stagflation in den USA, Grossbritannien sowie Mittel- und Nordeuropa

In Mittel- und Nordeuropa, den USA und Grossbritannien erwarten wir eine Entwicklung in Richtung Stagflation. Ein solches Umfeld bedeutet tiefe reale Wachstumsraten bei gleichzeitig erhöhter Inflation.

Wie gering das Wirtschaftswachstum, vor allem in den Industrienationen, in den kommenden Jahren voraussichtlich ausfallen wird, wurde im vorherigen Kapitel bereits dargelegt. Hierbei handelt es sich um Zahlen des IWF, das heisst um Schätzungen, die einen offiziellen Charakter aufweisen und daher wohl eher einem gewissen Zweckoptimismus unterliegen. Doch selbst wenn wir unterstellen, dass sich die Zahlen des IWF als halbwegs korrekt herausstellen, stellt sich für die Beurteilung, ob die oben genannten Länder eine Stagflation erwartet oder nicht, die Frage nach einer brauchbaren Einschätzung der Teuerung in den kommenden Jahren – sozusagen dem zweiten Teil der Stagflationsgleichung.

Box 5

Welche Inflationszahlen stimmen?

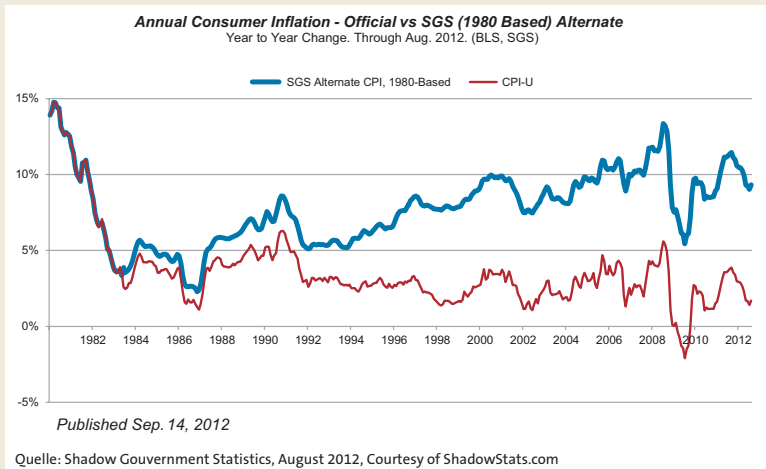
Oft hören wir, die Inflation sei nicht richtig gemessen, gerade in den USA. Als Alternative zu den offiziellen Zahlen berechnet eine Organisation, die Shadow Government Statistics (SGS, shadowstats.com), unter anderem die Inflationsraten. Hierbei wird die Methodik von 1980 angewendet.

Bei dieser Methodik wird dem Umstand Rechnung getragen, dass die Inflationsrate im Grundsatz den allfälligen Kaufkraftverlust eines repräsentativen Warenkorbs reflektieren sollte. Gemäss SGS tragen die offiziellen Inflationsraten, beispielsweise der Konsumentenpreisindex (CPI), diesem Umstand seit einigen Jahrzehnten nicht mehr ausreichend Rechnung. Vielmehr kommt SGS aufgrund ihrer Analysen zum Schluss, dass der offiziell ermittelte Konsumentenpreisindex die effektive Steigerung der Lebenshaltungskosten massgeblich unterschätzt und daher als Massstab für die Inflation seit vielen Jahren nicht mehr geeignet ist.

Die nachfolgende Grafik zeigt die offiziellen Inflationsraten und diejenigen von SGS.

Grafik 55:

Entwicklung des offiziellen Konsumentenpreisindex der USA im Vergleich zu den Berechnungen der Shadow Government Statistics 1980–2012 (in %)



Beide Kurven beginnen Anfang der 1980er-Jahre auf dem gleichen Niveau. Wie im vorherigen Kapitel bereits dargelegt, bekämpfte der damalige Fed-Chef Paul Volcker die Inflation mit einer extrem restriktiven Geldpolitik, insbesondere mit star-

ken Zinserhöhungen. Dank dieser Rosskur kam die Inflation stark zurück, und seither bewegt sich die offizielle Inflationsrate (rote Kurve) auf tiefem Niveau weitgehend seitwärts.

Ganz anders sieht die Entwicklung der von SGS berechneten Inflation aus (blaue Kurve). Sie zeigt ab Mitte der 1980er-Jahre einen kontinuierlichen Anstieg und tendiert aktuell um 10 Prozent. Bei den aktuellen Zinssätzen in US-Dollar von 0 bis 2 Prozent bedeutete das einen jährlichen realen Wertverlust von rund 8 Prozent pro Jahr.

Möglicherweise ist die Berechnung von SGS zu hoch, aber ebenso wahrscheinlich sind die offiziellen Zahlen eher zu tief. Somit ist davon auszugehen, dass wir uns bereits in einem inflationäreren Umfeld mit geringem Wachstum befinden.

6.3 Fazit

Wie erwähnt, befinden sich gewisse Länder, vor allem die Länder Südeuropas, bereits in einer Zwillingskrise, und wir erwarten, dass sich diese in Richtung Drillingskrise entwickeln wird. Einen ersten Schritt in Richtung Lösung sehen wir darin, dass sich im Laufe der Zeit die Zusammensetzung des Euros ändert. Dieser Schritt würde diese Länder in die Lage versetzen, dass ihre Währungen abgewertet und sie damit endlich wieder Wettbewerbsfähigkeit erlangen würden. Dieser Schritt allein reicht aber für die Überwindung der Krise und eine Wirtschaftsbelebung nicht aus. Strukturreformen und Programme zur Wiederankurbelung der Wirtschaft werden ebenso vonnöten sein wie die Restrukturierung der zu hohen Staatsschulden.

Im Gegensatz zu den Ländern aus dem südeuropäischen Raum werden Länder wie die USA, Grossbritannien sowie solche aus Mittel- und Nordeuropa eine Entwicklung Richtung Stagflation durchlaufen. Bereits mehren sich die Stimmen, die den Fokus auf Nominalwachstum legen und etwas höhere Inflation als Preis dafür in Kauf nehmen. Denn in der heutigen Situation scheint eine stagnierende oder nur wenig wachsende Wirtschaft mit etwas höherer Inflation der einzig systemverträgliche Weg zu sein.

7 WAS PASSIERTE WÄHREND BANKENKRISEN? EIN VERGLEICH HISTORISCHER UND AKTUELLER BEISPIELE

PATRICK ERNE

7.1 Ausgangslage

Bankenkrisen treten oft in Kombination mit Währungs- und Staatsschuldenkrisen auf und entwickeln sich zu sogenannten Zwillingsbeziehungsweise Drillingskrisen. Nicht immer kommt es aber zur Kombination der verschiedenen Krisen. Aufgrund der Analyse historischer Bankenkrisen leiten wir ein Instrumentarium von Massnahmen für die aktuelle Bankenkrise ab.

In einer Bankenkrise gerät nicht nur eine Bank, sondern meistens eine Vielzahl von Finanzinstituten in Schieflage. Dadurch entsteht ein Systemrisiko, welches eine oder mehrere Volkswirtschaften in eine Abwärtsspirale drängen kann. Deshalb ist zur Eindämmung einer Finanzkrise eine schnelle Stützung und Sanierung des Bankensektors wichtig.

Typische Merkmale einer Bankenkrise sind ein starker Anstieg von notleidenden Krediten, starke Abflüsse von Depositen (Bank Runs), Notwendigkeit zur Einführung von Einlagegarantien, eingefrorene Kontoguthaben, Liquiditätsspritzen durch Zentralbanken bis hin zu vorübergehenden Bankschliessungen (Bank Holidays) beziehungsweise der teilweisen oder kompletten Verstaatlichung des Ban-

kensystems. Aus Sicht eines Anlegers resultieren bei Bankenkrisen typischerweise grosse Kursverluste bei Bankaktien.

Nachfolgend beschreiben wir eine Auswahl historischer und aktueller Bankenkrisen. Im Fokus stehen die Massnahmen, die ergriffen wurden, um die entsprechenden Bankensysteme zu stabilisieren.

7.1.1 Schweden (1992) – erfolgreiche Sanierung: Verstaatlichung, Zwangsfusion, Bad Bank und Einlagegarantien

Ursache der schwedischen Bankenkrise war eine starke Korrektur am Immobilienmarkt. Ein grosser Teil der ausstehenden Hypotheken wurde notleidend, wodurch das ganze Bankensystem in Schieflage geriet. Der schwedische Staat griff in der Folge zu verschiedenen Massnahmen, um das Bankensystem zu stabilisieren:

- **Garantien:** Im September 1992 garantierte Schweden alle Depositionen und Obligationen seiner Banken. Dies war notwendig, da die schwedischen Banken stark von ausländischen Finanzierungsquellen abhängig waren. Die Garantien umfassten private Einlagen, inklusive derjenigen, die von ausländischen Instituten und Privatpersonen stammten, Interbankenkredite sowie auch Zentralbankkredite an die Banken. (Jonung, 2009, S. 7 ff.)
- **Neue Bankbehörde und Kapitalmassnahmen:** Kurz darauf wurde eine neue Bankbehörde, die Bankstödsnämnd, ins Leben gerufen, die politisch unabhängig von Staat und Zentralbank agieren sollte, mit dem Ziel, einen Plan zur Stabilisierung des Bankensystems auszuarbeiten. In der Folge wurden die schwedischen Banken in drei Kategorien eingeteilt: Zur ersten Kategorie gehörten Banken, deren Kapitalratios sich zwar kurzfristig verschlechterten, die sich aber im Privatsektor finanzieren konnten und nicht durch den Staat gestützt werden mussten, beispielsweise durch Aktienkapitalerhöhungen. Hierzu zählten zum Beispiel Handelsbanken oder Skandinaviska Enskilda Banken. Die zweite Kategorie umfasste Banken, die kurzfristig eine Kapitalunterdeckung aufwiesen,

jedoch grundsätzlich überlebensfähig waren. Diese Banken erhielten Kapitalinfusionen. In der Kategorie 3 waren schliesslich diejenigen Banken, bei denen selbst eine Rekapitalisierung keinen Sinn machte, zumal die Volumen der Problemkredite zu gross waren. Banken dieser Kategorie, zum Beispiel Nordbanken – die damals grösste Bank – und Gotabanken, wurden verstaatlicht. Die Problemkredite dieser Banken wurden in neu geschaffene Abwicklungsgesellschaften (Securum und Retriva) ausgelagert. Abschliessend wurden die «gesunden» Teile von Nordbanken und Gotabanken zwangsfusioniert. (Jonung, 2009, S. 12 ff.)

- Mit diesen Massnahmen konnte das Bankensystem stabilisiert werden. Gleichzeitig wertete sich die schwedische Währung um etwa 30 Prozent ab. Diese Abwertung verlieh der Wirtschaft neue Impulse und unterstützte insofern auch die Erholung der Geschäftsbanken und deren Geschäftskredite.

Insgesamt wendete der Staat rund 70 Milliarden Kronen (etwa 10 Milliarden US-Dollar) für die Bankensanierungen auf. Dies entsprach ungefähr 4 Prozent des BIP. (Laeven; Valencia, 2012, S. 62 f.)

Rechnet man Dividenden und Gewinne aus Beteiligungen sowie höher als erwartete Rückflüsse aus übernommenen Problemkrediten bis heute ein, wurden schätzungsweise nicht nur sämtliche Kosten des Bankensanierungsplans gedeckt, sondern zusätzlich erzielte der schwedische Staat sogar einen Gewinn. Aus der Fusion von Nordbanken und Gotabanken entstand in den Folgejahren die heutige Nordea. Diese befindet sich heute weitgehend wieder im Privatbesitz, der schwedische Staat hält noch 13,5 Prozent des Aktienkapitals, und ist zurzeit die grösste Bank im skandinavischen Raum.

Somit waren letztlich die direkten Kosten zur Sanierung des Finanzsystems in Schweden aus Sicht der Steuerzahler gering. Zudem konnte die schwedische Bankenkrise auch ohne die Hilfe internationaler Organisationen bewältigt werden. Ein Grund für den Erfolg der Bankensanierungen war, dass sich die Problemkredite zu

einem grossen Teil auf eine Aktivenklasse (Immobilienfinanzierungen) beschränkten. Dank den Abwicklungsgesellschaften konnte man die Banken von ihren Altlasten befreien und die Problemkredite über Zeit (die man in einer Krise nicht hat) abbauen. Sparer und Obligationäre erlitten keinen finanziellen Schaden.

7.1.2 Mexiko (1994) – Steuerzahler als grosse Verlierer («Sozialisierung»)

Die Bankenkrise in Mexiko hat eine Vorgeschichte: Von 1982 bis 1990 waren die Banken verstaatlicht. Dies war eine Massnahme aus der letzten Bankenkrise in Mexiko 1982. Mexikanische Banken waren in der Zeit nach der Verstaatlichung kaum wettbewerbsfähig. Die Geschäftstätigkeit war stark reguliert und fokussierte sich auf die Finanzierung von Staatsaktivitäten. Der Anteil der ausstehenden Kredite an Private war in dieser Periode rückläufig. Deshalb entschied die Regierung Ende der 1980er-Jahre, den Finanzsektor zu deregulieren. Der Sektor wurde zwischen 1990–1992 komplett privatisiert.

Diese Privatisierungswelle löste ein hohes Kreditwachstum aus. Mit der Abwertung des mexikanischen Pesos gegenüber dem US-Dollar im Dezember 1994 kam dieses Wachstum zu einem abrupten Ende. Ein Teil der Kredite war in US-Dollar ausstehend und konnte nicht mehr bedient werden. Hinzu kamen die Effekte der Währungsabwertung: hohe Inflation, hohe Zinsen und ein Konjunkturerinbruch. Damit stieg die Anzahl notleidender Kredite stark an. Durch diese Umstände wurde die Bankenkrise in Mexiko ausgelöst.

In der Folge ergriff die Regierung folgende Massnahmen, um das Bankensystem zu stabilisieren:

- Errichtung von Kreditlinien: Viele Banken besaßen einen Teil ihrer Finanzierung in US-Dollar. Aufgrund der Währungsabwertung wurde es für sie zunehmend schwieriger, diese Verbindlichkeiten zu erneuern. Daher errichtete die Zentralbank als eine der ersten Massnahmen zugunsten der Banken eine Kreditlinie in US-Dollar ein. Hierfür war sie jedoch auf die Hilfe des IWF und

der USA angewiesen. Dank dieser Massnahme konnten alle Banken bis September 1995 ihre Schulden in US-Dollar ablösen. (Graf, 1999, S. 169)

- Einlageversicherung und Kapitalspritzen: Banken, welche die Kapitalvorschriften unterschritten (8 Prozent der Aktien mussten mit Eigenkapital unterlegt sein), erhielten eine Kapitalspritze in Form von nachrangigen Anleihen. Das hierfür notwendige Kapital wurde durch die staatliche Einlageversicherung (FOBAPROA) gezeichnet. Die Anleihen waren wandelbar, konnten aber jederzeit zurückbezahlt werden, wenn die Kapitalvorschriften wieder eingehalten wurden. Falls nach fünf Jahren keine Rückzahlung möglich war, wurden die Anleihen in Aktien gewandelt. Diese Finanzierung musste von sechs Banken in Anspruch genommen werden. (Graf, 1999, S. 170 ff.)
- Übernahme von Problemkrediten und Kapitaleinschüsse: In einem weiteren Schritt kaufte die FOBAPROA den Banken Problemkredite ab, jedoch zu der Bedingung, dass die Bankaktionäre im Verhältnis von 1 : 2 neues Eigenkapital einschiessen mussten, das heisst, pro 2 Peso übernommenen Problemkredit musste 1 Peso Eigenkapital eingebracht werden. (Graf, 1999, S. 170 ff.)
- Der Kaufpreis für die Problemkredite war jeweils deren Nominalwert, das heisst, nicht der viel tiefere Marktwert. Die FOBAPROA finanzierte ihre Käufe durch die Ausgabe von zehnjährigen Zero-Coupon-Anleihen. Die Problemkredite wurden ausserhalb der Bankbilanz in eigens errichtete Trusts platziert. Die Zuständigkeit für die Abwicklung der Problemkredite oblag jedoch nach wie vor den Banken. Die Abwicklung der Problemkredite führte in den Folgejahren aufgrund von Interessenskonflikten immer wieder zu heftigen Auseinandersetzungen zwischen der FOBAPROA, der Regierung und den Banken, womit diese Massnahme weitgehend scheiterte.
- Übernahme von Banken: Trotz dieser Unterstützungsmassnahmen kamen nicht alle Banken aus der Verlustzone, und viele

blieben insolvent. Bis August 1997 übernahm der Staat letztlich zwölf Banken. Das entsprach rund 19 Prozent der Bankaktiven.

- Erleichterung für ausländische Beteiligungen: Um mehr Kapital zur Bankensanierung bereitstellen zu können, lockerte die Regierung die Beschränkung für ausländische Investoren, sodass diese sich stärker an mexikanischen Banken beteiligen konnten: Während im Dezember 1996 knapp 6 Prozent der Bankaktiven von ausländischen Banken kontrolliert wurden, stieg diese Zahl bis 2006 auf rund 82 Prozent an. (Hernández-Murillo, 2007, S. 429)

Die Erholung des mexikanischen Bankensystems verlief deutlich langsamer als beispielsweise in Schweden. Ein Grund für diese Entwicklung war der graduelle und wenig dezidierte Prozess, mit denen die Rettungsmassnahmen eingeführt wurden. Dies führte dazu, dass das Vertrauen in das Bankensystem nur sehr langsam zurückkehrte. Da der Bankensektor zudem erst wenige Jahre vor Ausbruch der Bankenkrise privatisiert worden war, wollte man vorerst eine (Wieder-)Verstaatlichung dieses Sektors vermeiden. Auch blieben die Kosten für die ausgelagerten Problemkredite (welche im Gegensatz zum Beispiel Schweden zum Nominalwert und nicht zum Marktwert transferiert wurden) für den Staat, und damit indirekt für den Steuerzahler, hoch und konnten im Nachgang nicht wesentlich reduziert werden. Spareinlagen blieben unversehrt, allerdings kämpfte Mexiko nach der Währungsabwertung mit einer sehr hohen Inflation, was die reale Kaufkraft des Sparerers negativ beeinflusste.

7.1.3 Südkorea (1997) – klarer Plan und Bad Bank

Auch Südkorea durchlief während der Asienkrise eine Bankenkrise. Die Banken waren über weite Strecken über Fremdwährungskredite bei ausländischen Banken verschuldet. Der Krise vorausgegangen war zudem ein grosser Kreditboom, der zu einer hohen Verschuldung des Unternehmenssektors führte. Während der Asienkrise versiegten die ausländischen Finanzierungsquellen, die Banken bekamen Liqui-

ditätsprobleme und es erfolgte ein starker Anstieg notleidender Kredite. In der Folge musste der Staat eingreifen, um das Bankensystem vor dem Zusammenbruch zu retten. Dazu setzte Südkorea folgende Massnahmen um:

- Zwangsfusionen und -abwicklungen: Die schwächsten Banken, welche die Eigenkapitalvorschriften nicht erfüllen konnten, wurden abgewickelt und deren «gesunde» Aktiven und Passiven den «überlebenden» Banken einverleibt (Zwangsfusion).
- Verstaatlichung: Die grössten Institute, die systemrelevant waren und nicht fusioniert oder ausreichend rekapitalisiert werden konnten, wurden komplett verstaatlicht. Darunter waren die Korea First Bank sowie die Seoul Bank. Kleinere Banken wurden rekapitalisiert und auf diese Weise teilverstaatlicht. (Dookyung, 1999, S. 148)
- Bad Bank: Mit der KAMCO wurde eine Abwicklungsgesellschaft, eine sogenannte Bad Bank, ins Leben gerufen, die das Risiko für die von den Banken übernommenen Aktiven übernahm. Sie kaufte den verbleibenden Banken notleidende Kredite zu hohen Abschlägen ab. Insgesamt kaufte KAMCO notleidende Kredite in der Höhe von knapp 40 000 Milliarden Won (etwa 33 Milliarden US-Dollar) auf, wobei deren Nominalwert über 110 000 Milliarden Won betrug. Dies entspricht einem Abschlag von rund 63 Prozent. Die grosse Mehrheit der Käufe wurde im Zeitraum von 1997 bis 2002 durchgeführt. In den folgenden Jahren verkaufte KAMCO einen Teil dieser Kredite via Auktionen, Verbriefungen, Zwangsversteigerungen und Einzelverkäufen. Dadurch konnte ein Teil der Ausgaben wieder zurückgeholt werden. (Ito; Hashimoto, 2007, S. 62 ff.)

Südkorea verfolgte das Ziel, die Kosten für den Steuerzahler zu minimieren. Die anfänglichen Ausgaben für Kapitalinfusionen und für die Bad Bank waren, gemessen am BIP, mit 31 Prozent hoch. Jedoch kam es aufgrund der dezidierten Umsetzung der Massnahmen zu

einer der schnellsten Konsolidierungen in der Bankenindustrie und letztlich auch zu einer raschen wirtschaftlichen Erholung. Sparguthaben wurden in der Krise nicht tangiert.

7.1.4 Russland (1998) – der Staat übernimmt

Die russische Bankenkrise wurde ausgelöst durch die Abwertung des Rubels, da die meisten Banken einen Teil der Finanzierung via Fremdwährungskrediten sichergestellt hatten. Die Banken hielten zudem auf der Aktivseite einen hohen Anteil an russischen Staatsanleihen. Mit dem späteren Ausfall und der Restrukturierung dieser Staatsanleihen verschlechterte sich die Situation weiter. Hinzu kamen viele Kredite, die mit Aktien aus der russischen Privatisierungswelle besichert waren. Diese Aktien waren höchst illiquid und konnten die ausstehenden Kredite nicht decken.

Während der Russlandkrise ergriff die Regierung zwei Massnahmen:

- Moratorium: Es wurde ein 90-Tage-Moratorium auf alle Verpflichtungen der Banken in ausländischen Währungen verhängt.
- Einlagegarantie: Ein Teil der Depositen anderer Banken wurde zur staatlichen Sberbank transferiert, welche über eine Einlagegarantie des Staates verfügte. Allerdings wurden Depositen in US-Dollar in Rubel gewechselt und transferiert. Die Umwechslung erfolgte jedoch zu einem viel tieferen Wechselkurs als damals marktüblich.

Vor Krisenbeginn waren bereits rund 75 Prozent der Depositen bei der Sberbank. Weil nur die Depositen bei der Sberbank über eine implizite Staatsgarantie verfügten und weil viele der transferierten Depositen zuerst geblockt und dann zum abgewerteten Wechselkurs umgestellt wurden, ging ein Teil der Spareinlagen verloren.

Als Folge der Bankenkrise gingen schätzungsweise 720 Banken, die jedoch nur über etwa 4 Prozent der Bankaktiven verfügten, in Konkurs. Letztlich gab Russland nur 6 Prozent des BIP für Bankstüt-

zungen aus. Ein Grund dafür war, dass beispielsweise die Depositen aller Privaten in Russland nur 7 Prozent des BIP ausmachten. Dieser Wert ist verhältnismässig gering. Beispielsweise betrug dieser Anteil in Südostasien, das kurz zuvor eine Krise durchlebt hatte, rund 30 Prozent. (Pinto; Ulatov, 2010, S. 20) Der russische Bankensektor war verhältnismässig klein, und es waren nur wenige Kredite an Private ausstehend.

7.1.5 Argentinien (2001) – Sparer als grosse Verlierer

Argentinien befand sich wirtschaftlich in den Jahren vor der Bankenkrise bereits in einer Abwärtsspirale. Negatives Wirtschaftswachstum, Staatsdefizite, rückläufige Staatseinnahmen und Sparmassnahmen liessen das Vertrauen in den Staat und damit auch in die Währung sinken. Der Peso war per Gesetz an den US-Dollar geknüpft. Denn zehn Jahre vor der Krise hatte man in Argentinien ein Gesetz verabschiedet, das sogenannte Konvertibilitätsgesetz, welches den Wert des Pesos an den US-Dollar band. Damit wurde die Zentralbank verpflichtet, den Peso zu 100 Prozent mit US-Dollar zu decken. In den zehn Jahren vor der Krise entsprach der Wert eines Pesos somit konstant dem eines US-Dollars.

Mit dem sinkenden Vertrauen in den eigenen Staat kam es zu einer immer stärkeren Fokussierung der Wirtschaft auf den US-Dollar. Die Banken hatten immer grössere US-Dollar-Einlagen und waren dadurch gezwungen, auch mehr Kredite in US-Dollar zu vergeben. Dies machte die Banken verletzlich, falls es zu Währungsabwertungen kommen sollte, da die Depositen schnell abgezogen werden, die Finanzierungskosten in Fremdwährungen rasch ansteigen und auf der Aktivseite bei den in Fremdwährungen denominierten Krediten das Ausfallrisiko steigen konnten.

Als sich die wirtschaftliche Situation in Argentinien nicht besserte und die Angst vor einem Staatsbankrott stieg, hoben immer mehr besorgte Argentinier ihre Sparguthaben bei den argentinischen Banken komplett ab und transferierten das Vermögen ins Ausland. Es

entwickelte sich in der Folge ein «Bank Run». Anfang Dezember 2001 reagierte die Regierung und erliess Kapitalverkehrskontrollen, um einen Systemzusammenbruch zu verhindern. In der Folge wurden alle Bankkonten eingefroren und die Banken für eine Woche geschlossen. Während dieser Zeit waren keine Transaktionen möglich.

In dieser Phase wurde das Konvertibilitätsgesetz abgeschafft und die Anbindung des Pesos zum US-Dollar aufgegeben. Offiziell wurde der Peso zu diesem Zeitpunkt um 29 Prozent (also 1:1.4) abgewertet. Später in der Krise, als der Wechselkurs des Pesos komplett freigegeben wurde, wertete sich der Peso um bis zu 75 Prozent ab.

Gemäss einem Notgesetz wurden Kredite in US-Dollar bis zu einer Obergrenze von 100 000 US-Dollar im Verhältnis 1:1 umgestellt. Spareinlagen in US-Dollar wurden zum neuen offiziellen Kurs in Peso umgestellt, also 1:1.4. Zusätzlich wurden für Sichteinlagen monatliche Höchstbeträge eingeführt, die maximal abgehoben werden konnten, das heisst 1000 US-Dollar für Bargeldbezüge. Da somit die Barmittel sozusagen eingefroren waren und sich der Peso weiter massiv abwertete, konnten sich die Sparer dem Wertzerfall des Pesos nicht entziehen und erlitten dadurch Verluste im Umfang der vollen Abwertung des Pesos gegenüber dem US-Dollar, das heisst 75 Prozent.

Durch die asymmetrischen Umstellungskonditionen von Depositionen und Krediten kam es zu einem Vermögenstransfer innerhalb des Bankensystems, wobei die Sparer die grossen Verlierer waren. Den Banken drohten auf die Kredite in US-Dollar hohe Verluste. Durch die Umstellung der Kredite von US-Dollar in Peso konnte man dieses Problem zwar kurzfristig nicht verbessern, jedoch wurden damit die Chancen erhöht, dass diese Kredite über Zeit zurückbezahlt werden konnten, nicht zuletzt dank der alsdann einsetzenden Inflation. Zusätzlich konnte die Zentralbank wieder als «Lender of Last Resort» agieren und die Banken mit Peso-Liquidität versorgen.

Sämtliche Massnahmen zielten darauf ab, die Verluste im Bankensektor zu isolieren, da der bankrotte Staat handlungsunfähig war.

Die direkten fiskalischen Kosten waren mit 10 Prozent des BIP verhältnismässig gering. (Laeven; Valencia, 2008, S. 32 ff.) Darin eingerechnet sind aber nicht die Verluste der Sparer und der Gesellschaft, die durch den wirtschaftlichen Kollaps und die hohe Inflation stark betroffen waren. Wirtschaftlich gesehen, durchlief Argentinien eine der schwersten Finanzkrisen.

7.1.6 Türkei (2000) – Rekapitalisierung

In den Vorjahren der Bankenkrise kämpfte die Türkei mit chronisch hohen Inflationsraten von rund 70 Prozent und hohen Zinsen von bis zu 100 Prozent. Das Budgetdefizit bewegte sich zwischen 1998 und 2000 zwischen 15 und 25 Prozent des BIP und die Türkische Lira schwächte sich stetig ab. (Raina, 2002, S. 3)

Um die Wirtschaft zu stabilisieren, wurde Ende 1999 ein Stabilisierungsprogramm lanciert, welches vom IWF unterstützt wurde. Das Programm zielte unter anderem auf die Verbesserung des Staatshaushalts, tiefere Inflationsraten sowie eine Stabilisierung der Währung (crawling peg) ab. Nach seiner Implementierung sanken in einer ersten Phase die Zinsen. Viele Banken spekulierten auf einen weiteren Zinsrückgang und kauften im grossen Stil türkische Staatsanleihen. Zudem vergaben sie Konsumkredite zu fixen Zinsen und finanzierten sich dafür mehrheitlich sehr kurzfristig über den Repo-Markt und via Interbankenkredite.

Während des Jahres 2000 verschlechterte sich jedoch die Leistungsbilanz der Türkei und dies führte zu hohen Geldabflüssen ausländischer Investoren. Im Oktober 2000 konnte sich die mittelgrosse Demirbank, die 80 Prozent ihrer Anlagen in türkische Staatsanleihen investiert hatte, nicht mehr über den Interbankenmarkt finanzieren. Um den Liquiditätsengpass zu überbrücken, musste sie einen Teil der Staatsanleihen verkaufen. Da sich die anderen Banken vor möglichen Kreditausfällen bei anderen Banken schützen wollten, wurden die Ausleihungen im Interbankenmarkt eingestellt. Dies führte zu

einem Anstieg der Overnight-Zinsen auf bis zu 2000 Prozent per annum. (Bayramoglu, 2011, S. 1 ff.)

Der starke Zinsanstieg bei den Staatsanleihen führte bei den Banken zu hohen Wertverlusten auf den gehaltenen Beständen, und die Banken konnten sich nicht mehr finanzieren. Dies führte zu einem Teufelskreis. Um Geld zu beschaffen, mussten die Banken weitere Staatsanleihen verkaufen, was deren Preise weiter drückte, die Verluste erhöhte und die Zinsen weiter ansteigen liess. Die Verluste für die Banken kumulierten sich und ihre Kapitalbasis schwand.

Die hohen Zinsen mündeten letztlich in einen Kreditkollaps. Die türkische Zentralbank war aufgrund des Stabilisierungsprogramms, welches unter anderem eine stabile Währung vorsah, in der Bereitstellung von Liquidität eingeschränkt. Anfang Dezember 2000 stellte der IWF der türkischen Zentralbank ein Finanzpaket über 10 Milliarden US-Dollar zur Verfügung. Damit sollten die Reservenbasis gestärkt und spekulative Angriffe auf die Türkische Lira verhindert werden. Als keine Besserung in Sicht war und die Overnight-Zinsen im Februar 2001 weiter anstiegen und 3000 Prozent per annum erreichten, blieb der Regierung keine andere Wahl, als die Lira am 22. Februar 2001 komplett freizugeben, worauf sich diese umgehend um rund 30 Prozent abwertete.

Als Folge dieser Abwertung zog dies aufgrund der Fremdwährungsverschuldung der türkischen Banken weitere Verluste für sie mit sich, und die Kunden begannen, Depositen abzuziehen. Zu diesem Zeitpunkt musste der Staat einschreiten, um das System zu stabilisieren, und er setzte folgende Massnahmen um:

- Rekapitalisierung der Staatsbanken, die zum Teil nach der Rekapitalisierung fusioniert wurden.
- Rekapitalisierung und Verstaatlichung von privaten Banken. Der Spareinlagefonds (SDIF) schoss bei den Banken neues Eigenkapital ein. Dies geschah durch die Zeichnung von Vorzugsaktien. Später wurden einige der kleineren Banken fusioniert, um sie für die Übernahme durch potenzielle Investoren attraktiver zu machen.

Insgesamt beliefen sich die Kosten der Bankensanierung auf über 50 Milliarden US-Dollar oder rund 32 Prozent des BIP von 2001. (Steinherr et al., 2004, S. 4 ff.) Spareinlagen wurden nicht tangiert.

Der grösste Anteil der Kosten mit je rund 15 Prozent des BIP waren einerseits die Restrukturisierungskosten für Staatsbanken sowie die Kosten für jene Banken, die vom SDIF übernommen wurden. Letztlich erlitten nur zwei Banken Konkurs, 19 Banken wurden über den türkischen Spareinlagefonds rekapitalisiert. Einige Banken wurden geschlossen.

7.2 Aktuelle Bankenkrisen

Was 2007 in den USA als Subprime-Krise begann, hat sich in den folgenden Jahren zu einer globalen Bankenkrise entwickelt. Währenddem die USA und Grossbritannien von Beginn weg mit aggressiven Massnahmen versuchten, die Bankenkrise einzudämmen, hat man in Europa bis heute kein durchschlagendes Konzept, wie man die Bankenkrise lösen kann. Auf nationaler Ebene wurden zwar diverse Massnahmen ergriffen, doch fehlt es an Durchsetzungskraft auf multinationaler Ebene. Deshalb ist das Schicksal der europäischen Banken eng mit dem der europäischen Staaten verbunden. Die aktuellen Beispiele zur Bankenkrise beschränken sich daher auf Länder ausserhalb der EUR-Zone.

7.2.1 Die isländische Bankenkrise

Die isländischen Banken waren, gemessen an der Wirtschaftskraft Islands, zu regelrechten Giganten herangewachsen. In keinem anderen Land waren die Bilanzsummen der Banken so gross im Verhältnis zum BIP wie in Island. Die Bilanzsumme der drei grössten isländischen Banken entsprach vor der Krise im Sommer 2008 rund zehnmal dem isländischen BIP von 2007. Aussergewöhnlich war auch, dass ein Grossteil der Depositen bei ausländischen Filialen und

Tochtergesellschaften lag. Diese Ausgangslage veranlasste die isländische Regierung zu folgenden Massnahmen:

- Abwicklung: Die drei grossen Banken, Glitnir, Landesbanki und Kaupthing, wurden liquidiert. Dies betraf sämtliche ausländischen Tochtergesellschaften, die den Grossteil der Bilanzsumme ausmachten. Die rein isländischen Bankeinheiten wurden jedoch operativ weitergeführt und als Nachfolgegesellschaften für den isländischen Markt aufgebaut. Damit wurde versucht, das lokale Bankensystem abzuschirmen (sogenannter ring fence).
- Einlagensicherung: Für Bank- und Sparguthaben innerhalb Islands wurde eine Einlagegarantie ausgesprochen. Alle Guthaben und Anlagen bei einer ausländischen Zweigstelle der isländischen Banken fielen jedoch nicht darunter.
- Kapitalverkehrskontrollen und Währungsabwertung: Da zu Beginn grosse Unsicherheit herrschte, ob Island die Bankenkrise bewältigen würde, versuchte die Regierung, den panikartigen Abfluss von Geldern einzuschränken. Zu diesem Zweck wurden Kapitalverkehrskontrollen eingeführt. Zwischenzeitlich wertete sich die Isländische Krone auf dem Schwarzmarkt um über 80 Prozent gegenüber dem Euro ab und hat sich heute bei rund 50 Prozent Abwertung eingependelt.

Neben diesen Massnahmen musste der isländische Staat ein Austeritätsprogramm und Steuererhöhungen umsetzen. Daneben kämpfte er mit einer hohen Inflation, hoher Arbeitslosigkeit und hohen Zinsen. Die Staatsverschuldung stieg in der Folge auf 128 Prozent des BIP stark an. Noch 2007 hatte dieser Wert bei 28 Prozent gelegen.

Nach der starken Abwertung stabilisierte sich die isländische Währung auf wesentlich tieferem Niveau. Mit Ländern wie Grossbritannien oder den Niederlanden konnte Einigkeit erzielt werden, welche Entschädigungszahlungen zukünftig zu leisten sind.

Letztlich konnte Island die Bankenrettung nur auf Kosten des Auslands durchführen. Dies war möglich, weil das Land nicht der

Eurozone angehört. Die Kosten für die Bankenrettung sind schwierig zu beziffern. Die ursprünglichen Ausgaben waren mit 44 Prozent des BIP jedoch sehr hoch. Gemäss dem IWF sind in der Zwischenzeit aber bereits 24 Prozent dieser Kosten wieder zurückgeflossen. (Laeven; Valencia, 2012, S. 62 f.) Die Kapitalverkehrskontrollen sind teilweise heute noch in Kraft.

7.2.2 Die Rettung des US-amerikanischen Bankensystems

Nach dem Konkurs der Investmentbank Lehman Brothers, am 15. September 2008, stand das gesamte US-Bankensystem kurz vor dem Zusammenbruch. Die enge geschäftliche Vernetzung der einzelnen Banken und Versicherungen untereinander liess das gesamte System wie Dominosteine kippen. Die US-Regierung setzte alles daran, diesen Teufelskreis so schnell wie möglich zu stoppen, und ergriff mehrere Massnahmen, um das Bankensystem zu retten:

- **Bad Bank:** Die USA hatten bereits am 3. Oktober 2008, also zwei Wochen nach dem Konkurs von Lehman Brothers, rund 700 Milliarden US-Dollar für das Troubled Asset Relief Program (TARP) zur Verfügung gestellt. Die Grundidee war, dass man mit diesem Programm den Banken notleidende Kreditpapiere aus der Bilanz abkaufte.
- **Rekapitalisierungen:** Mit rund 250 Milliarden US-Dollar des TARP wurden alsdann die grossen Banken rekapitalisiert, also teilverstaatlicht. Das heisst, der US-amerikanische Staat beteiligte sich an den Banken via Vorzugsaktien (Preferred Shares) und stärkte so ihre Eigenkapitalbasis. Ein zentraler Punkt war, dass die Banken dabei keine Wahl hatten, ob sie das Kapital in Anspruch nehmen wollten oder nicht. Der Staat bestimmte, welche Banken wie viel Kapital vom Staat entgegennehmen mussten. Dadurch konnte eine Stigmatisierung der Banken verhindert werden. Die Abmachung sah vor, dass diese die Staatshilfe später zurückzahlen müssen, was zwischenzeitlich bereits geschehen ist.

- Hilfsprogramme: Später kamen weitere Hilfsprogramme (beispielsweise TALF: Term Asset-Backed Securities Loan Facility) hinzu, mit welchen man private Investoren mittels Garantien und Kreditlinien unterstützen wollte, die bereit waren, den Banken weitere Kreditpapiere abzukufen.

Alle US-Banken waren in irgendeiner Form von der Subprime-Krise tangiert. In der Folge kam es auch zu grossen Übernahmen und Fusionen. So übernahm beispielsweise die Bank of America die Investmentbank Merrill Lynch und JP Morgan übernahm Teile von Washington Mutual. Inwiefern diese Transaktionen auf freiwilliger Basis erfolgten oder inwiefern auch hier der Staat seinen Einfluss spielen liess, ist nicht abschliessend klar.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass das konsequente und schnelle Eingreifen des Staates den Grundstein für eine schnelle Stabilisierung des Bankensektors legte. Die ursprünglichen Kosten dieser Rekapitalisierungen waren mit weniger als 5 Prozent des BIP verhältnismässig gering. Mit der Rückzahlung der Kapitaleinlagen sowie Zinserträgen waren die direkten finanziellen Folgen der Rettungsaktion ebenfalls sehr gering. Nicht eingerechnet sind hier die geldpolitischen Massnahmen durch die Zentralbank.

7.2.3 Die Rettung der UBS

Die UBS wurde durch die Subprime-Krise schwer getroffen. Da diese Bank bis zuletzt sehr grosse Volumen in Subprime-Papiere mit vermeintlich gutem Bonitätsrating investierte, waren ihre Verluste sehr hoch, und da über Wochen immer neue Hiobsbotschaften von der UBS auf den Markt kamen, sank das Vertrauen ihrer Kunden und das anderer Anleger. Um den Vertrauensverlust in die UBS zu stoppen und eine Ausweitung auf das Bankensystem zu verhindern, beschloss die Schweizer Regierung im Oktober 2008 folgende zwei Massnahmen:

- **Kapitaleinschuss:** Die Schweizer Eidgenossenschaft schoss rund 6 Milliarden Schweizer Franken frisches Kapital in Form von Pflicht-Wandelanleihen ein. Die Anleihe hatte einen Zinssatz von 12,5 Prozent per annum, und die Laufzeit war auf 30 Monate begrenzt.
- **Bad Bank:** Mit der Errichtung eines Stabilisierungsfonds, also einer sogenannten Bad Bank oder Stabfund, konnte die UBS notleidende Papiere auslagern. Die Finanzierungsregeln des Stabilisierungsfonds sahen vor, dass die UBS rund 10 Prozent des Fondsvolumens in Form von Eigenkapital einbringen musste, das heisst rund 3.9 Milliarden Schweizer Franken. Die restlichen 90 Prozent wurden durch ein Darlehen der Schweizerischen Nationalbank (SNB) finanziert, das heisst rund 25.8 Milliarden Schweizer Franken.

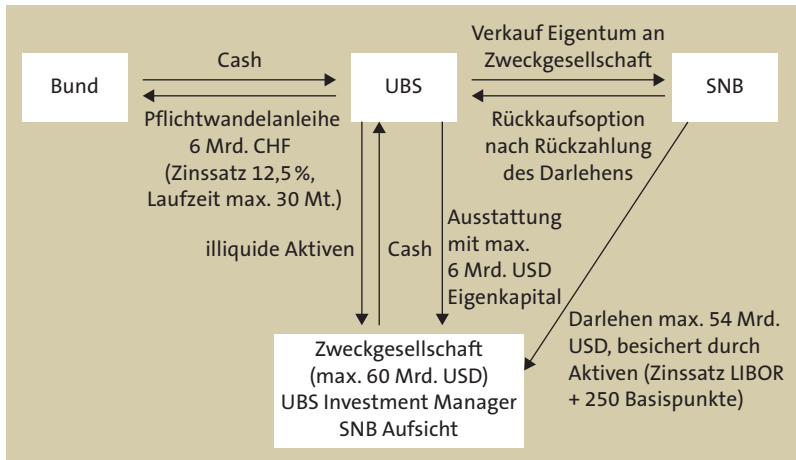
Durch diese Massnahmen wurde ein Teil der Kapitalinfusion in die UBS durch die Schweizer Eidgenossenschaft demnach für die Zeichnung des Eigenkapitals am Stabilisierungsfonds durch die UBS verwendet. Die UBS lagerte in der Folge Kreditpapiere im Gegenwert von knapp 30 Milliarden US-Dollar in den Stabilisierungsfonds aus. Hinzu kamen Eventualverpflichtungen im Gegenwert von 8.8 Milliarden US-Dollar, welche ebenfalls übernommen wurden, aber nicht mitfinanziert werden mussten (siehe Grafik 56). Die Eventualverpflichtungen stammten vorwiegend aus abgeschlossenen Kreditversicherungen (CDS).

Dank der Auslagerung notleidender Wertschriften konnte die UBS ihre Bilanz stabilisieren und so dem Vertrauensverlust ihrer Kunden entgegenwirken. Die Pflicht-Wandelanleihe wurde im August 2009 vom Bund an ein Bankenkonsortium verkauft. Inklusive Zinszahlungen betrug der Gewinn für den Bund rund 1.2 Milliarden Schweizer Franken. Zudem konnte der Stabilisierungsfonds in der Zwischenzeit bereits einen grossen Teil seiner Positionen abbauen.

Gemäss den letzten Zahlen der SNB per Ende Juli 2012 beträgt dessen ausstehender Kredit noch 6.1 Milliarden Schweizer Franken.

Grafik 56:

Funktionsweise des Stabilisierungsfonds zwecks Rettung der UBS



Quelle: EFV / Die Volkswirtschaft

Das Eigenkapital des Stabilisierungsfonds betrug Ende 2011 noch rund 3.2 Milliarden US-Dollar. Voraussichtlich dürften die finanziellen Folgen für die SNB letztlich also gering, möglicherweise sogar positiv ausfallen. Die ursprünglichen Kosten, die direkt beim Bund durch die Wandelanleihe anfielen, waren mit 1 Prozent des BIP sehr gering. Rechnet man das Darlehen der SNB mit ein, betragen die ursprünglichen Kosten rund 8 Prozent des schweizerischen BIP.

7.3 Typologisierung der historischen Banken Krisen

Basierend auf den beschriebenen Banken Krisen kategorisieren wir drei Grundtypen von Banken Krisen. Im Fokus steht dabei der Auslöser der Banken Krise. Wir unterscheiden drei Grundtypen, mit jeweils unterschiedlichen Auslösern.

Tabelle 15:
Typologisierung der historischen Bankenkrisen

Auslöser der Bankenkrise	Folgen der Bankenkrise
Typ 1: Kreditkrise Bei diesem Typ liegt der Auslöser in einer Kreditkrise. Oft handelt es sich dabei um eine Immobilienkrise. Ein Rückgang der Immobilienpreise führt zu einem Anstieg notleidender Kredite, entweder direkt im Hypothekenportfolio oder, wie im Fall der Subprime-Krise, über Ausfälle bei verbrieften Strukturen. Als Folge der steigenden Kreditausfälle geraten die Banken im Extremfall in ein Solvenzproblem. Denkbar sind auch andere Kreditprobleme. Der Auslöser liegt auf der Aktivseite der Bankbilanz. Beispiele: Schweden 1992, USA 2008, Schweiz 2008	■ Die Problemkredite werden wenn möglich ausgelagert in eine Abwicklungsgesellschaft und die Banken gleichzeitig rekapitalisiert. Dies verursacht direkte Kosten beim Staat. ■ Sparguthaben und Obligationäre bleiben unangetastet. Hingegen verzeichnen Aktionäre von Bankaktien hohe Verluste. ■ Die direkten Kosten der Bankenrettung sind gemessen am BIP relativ gering. Typischerweise folgt oft eine starke Wirtschaftserholung, dank derer ein Teil oder sogar mehr als die direkten Kosten zurückgeholt werden können. Die finanziellen Folgen für den Staat und damit indirekt für den Steuerzahler sind beschränkt. ■ Oft ist eine Bankenrettung von einer (zum Teil markanten) Währungsabschwächung begleitet, welche die wirtschaftliche Erholungsphase begünstigt.
Typ 2: Währungskrise Der Auslöser der Bankenkrise liegt in einer Währungsabwertung. Typischerweise sind die Währungen in diesen Ländern über Jahre an eine Hartwährung (beispielsweise den US-Dollar) gekoppelt. In dieser Phase steigt die Verschuldung in der ausländischen Währung stark an, sowohl bei den Banken wie auch bei den Unternehmen und Haushalten in diesen Ländern. Durch die Währungsabwertung steigt die Verschuldung in Fremdwährung sofort massiv an. Dadurch geraten die Banken aufgrund ihrer kurzfristigen Verbindlichkeiten auf der Passivseite in Schwierigkeiten. Refinanzierungen in der stark aufgewerteten Fremdwährung sind kaum oder gar nicht mehr möglich. Die Bankenkrise verstärkt sich, wenn Unternehmen und Haushalte ebenfalls Fremdwährungskredite	■ Durch die Finanzierungsprobleme auf der Passivseite benötigen die Banken Kapitalinfusionen und Kreditlinien durch den Staat. Teil- oder komplette Verstaatlichungen sind die Folge. ■ Die Problemkredite werden wenn möglich in eine Abwicklungsgesellschaft ausgelagert. Dadurch entstehen für den Staat weitere direkte Kosten. ■ Die direkten Kosten der Bankenrettung sind gemessen am BIP hoch und die Staatsverschuldung der betroffenen Staaten steigt durch die Rettung an. ■ Durch die Währungsabwertung steigt in den betroffenen Ländern die Inflation oft sprunghaft an. Dies trifft insbesondere Sparer, die einen (zum Teil massiven) Kaufkraftverlust erleiden.

Tabelle 15:
Fortsetzung

Auslöser der Bankenkrise	Folgen der Bankenkrise
bei den lokalen Banken ausstehend haben und diese Kredite aufgrund der Währungsabwertung nicht mehr bedienen können. Der Auslöser liegt auf der Passivseite der Bankbilanz (und im erweiterten Sinn auch auf der Passivseite der in Fremdwährung verschuldeten Unternehmen und Haushalte) und führt sehr schnell zu einem Solvenzproblem bei den Banken. Beispiele: Mexiko 1994, Südkorea 1997, Türkei 2000	■ Zwar setzt begünstigt durch die Abwertung auch hier ein wirtschaftlicher Aufschwung ein, allerdings kann in den Folgejahren der Stabilisierung des Bankensystems nur ein Teil der direkten Kosten zurückgeholt werden. ■ Sparguthaben und Obligationen in lokaler Währung bleiben unangetastet. Hingegen verzeichnen Aktionäre von Bankaktien hohe Verluste.
Typ 3: Staatsbankrott und/oder Währungskollaps Die Bankenkrise wird ausgelöst durch einen Staatsbankrott. Die Banken halten typischerweise auf der Aktivseite einen hohen Anteil an Staatsanleihen, die in der Folge hohe Verluste erleiden. Ein Staatsbankrott tritt oft in Kombination mit einer Währungskrise auf. Der Ablauf ist somit ähnlich wie beim Typ 2. Im Unterschied dazu ist der Staat aber selber bereits hoch verschuldet und steht vor einem (unlösbaren) Solvenzproblem. Der Staat kann die Banken nicht mehr mit zusätzlichem Kapital stützen oder vertrauensbildende Garantien aussprechen. Es kommt zu einem kompletten Vertrauensverlust und einem eigentlichen Bank Run, da niemand mehr die Einlagen oder die Funktionsfähigkeit des Bankensystems garantieren kann. Beispiele: Russland 1998, Argentinien 2001 und Island 2008	■ Im Unterschied zu Typ 1 und 2 ist der Staat bankrott und kann kein Kapital mehr in das System einschiessen oder Garantien aussprechen. Dadurch bleibt als einziger Ausweg, um den Depositenabfluss zu stoppen, die Einführung von Kapitalverkehrskontrollen. ■ Neben den Währungsverlusten kommt es auch zu Ausfällen bei den Staatsanleihen. ■ Durch die Kapitalverkehrskontrollen kommt es zu einem sprunghaften Anstieg der Inflation und einer eigentlichen Wirtschaftskrise. ■ Zumindest real kommt es zu hohen Kaufkraftverlusten bei Spareinlagen. Werden Fremdwährungseinlagen zudem zwangsumgestellt, drohen bei ungünstiger Umstellung hohe Verluste auf den Spareinlagen. ■ Da es keine eigentliche Rettung bzw. Stabilisierung des Bankensystems gibt, werden die Verluste auf die Allgemeinheit überwälzt. ■ Der Weg aus der Krise kommt somit einem eigentlichen Neustart des Systems gleich.

Quelle: Eigene Darstellung

Die Typologisierung ist aufgrund der hohen Vernetzung von Staat, Bank und Währung nicht immer ganz einfach. Das Beispiel Schweden zeigt beispielsweise, dass der Auslöser zwar eine inländische Immobilienkrise war, es in deren Folge aber auch zu einer signifikanten Währungsabschwächung kam. In der Schweiz existierte zum Zeitpunkt der UBS-Krise keine inländische Immobilienkrise. Die Verluste dieser Bank entstanden jedoch aufgrund von Engagements in ausländischen Immobilienpapieren (im US-Subprime Markt).

Auch die Bankenkrise in Island ist ein Spezialfall. Da sich die isländische Regierung entschied, die ausländischen Verpflichtungen nicht zu bedienen, konnte zwar ein Staatsbankrott vermieden werden. Allerdings kam es auch in Island zu Kapitalverkehrskontrollen und den negativen Effekten wie hohe Inflation und Wirtschaftskrise.

In Tabelle 16 sind in den Eckwerten (vor allem Kosten in Prozent des BIP) lediglich die direkten Kosten zur Stabilisierung des Bankensystems für den Staat berücksichtigt. Darin nicht berücksichtigt sind beispielsweise die indirekten Kosten welche durch die Ausweitung der Geldmenge durch die Zentralbank verursacht werden. Demnach wurden die Folgen für die Sparer und Finanzanleger, welche durch eine forcierte Tiefzinspolitik verursacht werden, vernachlässigt. Gerade in der aktuellen Krise in den USA sind diese individuellen Opportunitätskosten hoch. Auch nicht berücksichtigt sind die wirtschaftlichen Kosten. Oft führt eine Bankenkrise zu einem tieferen Wirtschaftswachstum, ausgelöst durch die in dieser Phase tiefere Kreditvergabe der Banken, was sowohl für die Privatwirtschaft als auch für den Staat mit zum Teil erheblichen Kosten (Mindereinnahmen und Opportunitätskosten) verbunden ist.

Tabelle 16:
Typologisierung von Bankenkrisen

Typus	Eckwerte			Auslöser				
	Jahr	Kosten in % BIP (Schätzung)	Verluste für Sparer	% notleidender Kredite von allen Krediten	Anstieg der Ver- schuldung in % BIP	Kredit- bzw. Immobilien- krise	Währungs- abwertung	Staatsbankrott
Typ 1								
Schweden	1992	4 %	nein	13 %	36 %	ja	ja	nein
USA	2008	5 %	nein	5 %	24 %	ja	nein	nein
Schweiz	2008	1 %	nein	0,5 %	−0,2 %	ja, in USA	nein	nein
Typ 2								
Mexiko	1994	19 %	nein	19 %	16 %	nein	ja	nein
Südkorea	1997	31 %	nein	35 %	10 %	nein	ja	nein
Türkei	2000	32 %	nein	28 %	15 %	nein	ja	nein
Typ 3								
Russland	1998	6 %	ja, teilweise	40 %	−7 %	nein	ja	ja
Argentinien	2001	10 %	ja, erheblich	20 %	82 %	nein	ja	ja
Island	2008	44 %	ja, Ausländer	61 %	72 %	nein	ja	nein

Quelle: Eigene Darstellung, Laeven/Valencia: IMF Working Paper WP/08/224, sowie Laeven/Valencia: IMF Working Paper WP/12/163

7.4 Lehren aus den historischen und aktuellen Bankenkrisen für Europa

Grundsätzlich ist eine Bank in einer Krise mit zwei Problemen konfrontiert: Liquiditäts- und Solvenzproblemen. Tritt ein Liquiditätsproblem auf, kann die Zentralbank einspringen und als «Lender of Last Resort» mit diversen Massnahmen der Bank Liquidität zur Verfügung stellen. Ein Liquiditätsproblem tritt beispielsweise auf, wenn Finanzierungsquellen kurzfristig versiegen oder aber Kundengelder im grossen Stil abfliessen. Letzteres ist meistens auch ein Indiz für ein potenzielles Solvenzproblem. Dieses Problem kann die Zentralbank nicht lösen. Hierzu braucht es weitere Massnahmen.

Bei der Bewältigung von Bankenkrisen spielt der zeitliche Ablauf eine wichtige Rolle. In einer ersten Phase kommen vor allem geldpolitische und marktwirtschaftliche Massnahmen zur Anwendung. Spitzt sich eine Bankenkrise weiter zu, stehen in einer zweiten Phase vor allem staatliche und ausserordentliche geldpolitische Massnahmen im Vordergrund. Regulatorische Massnahmen kommen gegebenenfalls erst im Nachgang einer Krise zum Einsatz und werden hier nicht weiter diskutiert.

Basierend auf der Analyse der historischen Bankenkrisen wie auch der aktuellen Krisen in Island, den USA und der Schweiz erstellen wir ein Instrumentarium für Massnahmen zur Stabilisierung und Rettung von Banken.

7.4.1 Geldpolitische Massnahmen

1. Ordentliche geldpolitische Massnahmen:

In einer Krise kann die Zentralbank die Zinsen senken, um so den Druck der verschuldeten Kreditnehmer etwas zu lindern und gleichzeitig das Kreditwachstum der Banken wieder zu stimulieren.

2. Liquiditätsmassnahmen (Zentralbank als «Lender of Last Resort»):

Die Zentralbank kann eine Bank mit Liquiditätsproblemen mit einer Vielzahl von Massnahmen unterstützen. Darunter fallen diverse kurzfristige Refinanzierungsgeschäfte, mit denen sich die Bank in der Regel gegen Hinterlegung von Wertschriften Liquidität beschaffen kann. Problematisch werden diese Finanzierungen, wenn die hinterlegten Wertschriften grosse Ausfallrisiken bergen. Im Fall von Südeuropa sind beispielsweise griechische Staatsanleihen nicht mehr zur Hinterlage zugelassen. Spanische Staatsanleihen werden jedoch zurzeit nach wie vor von der EZB als Pfand akzeptiert.

3. Ausserordentliche geldpolitische Massnahmen:

In der aktuellen Krise kommen diverse ausserordentliche geldpolitische Massnahmen zur Anwendung, da die tiefen Zinsen nicht oder nicht mehr die gewünschte Wirkung zeigen. Damit sollen in erster Linie die Kreditaufschläge für Staaten, aber auch für Banken gesenkt werden, damit diese in die Lage kommen, sich wieder aus eigener Kraft refinanzieren zu können. Die Langzeitfolgen dieser Massnahmen sind umstritten, zumal die Geldmenge dadurch stark ausgeweitet wird und die Bonität der gekauften Papiere fraglich ist.

7.4.2 Marktwirtschaftliche Massnahmen

1. Kapitalerhöhungen:

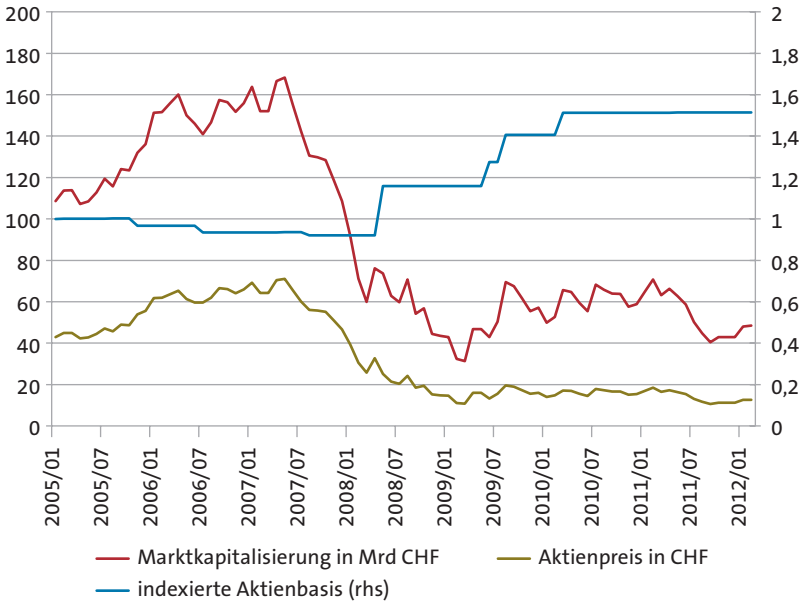
Mit dieser Massnahme versucht eine Bank, ihre Kapitalbasis über die Kapitalmärkte zu verstärken. Bei Aktienkapitalerhöhungen kommt es jedoch stets zu Verwässerungen der bestehenden Aktionärsstruktur, wie aus Grafik 57 hervorgeht.

Der Verwässerungseffekt zeigt sich darin, dass die Anzahl der ausgegebenen Aktien steigt, der Gewinn, sofern die Bank überhaupt einen Gewinn erzielt, pro Aktie aber sinkt. Deshalb stossen Aktienkapitalerhöhungen insbesondere beim Management, aber auch bei bestehenden Aktionären auf Ablehnung. Bei anhaltend schlechter Marktlage wird es zudem zunehmend

Grafik 57:

UBS-Marktkapitalisierung vs. UBS-Aktienpreis 2005–2012

(in Schweizer Franken)



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

schwieriger, sich Kapital auf dem Markt zu beschaffen. Selektiv werden heute neben klassischem Aktienkapital auch beispielsweise hybride wandelbare Anleihen ausgegeben (sogenannte Contingent Convertibles oder kurz CoCo's).

2. Verkauf von Risikoanlagen:

Mit dieser Massnahme versucht eine Bank, ihre Bilanz zu entlasten, indem sie Risikoanlagen verkauft, die mit hohen Eigenmitteln unterlegt werden müssen. Mit zunehmendem Verkaufsdruck sinken aber die Preise. Deshalb versuchen viele Banken, Verkäufe zu vermeiden, da sonst zusätzlicher Abschreibungsbedarf auf den gehaltenen Aktiven droht. Die meisten europäi-

schen Banken versuchen auch weiterhin, solche Verkäufe zu vermeiden, zumal ihre Bilanzen weiterhin keine Abschreibungen in der notwendigen Grössenordnung zulassen. Dieser Verzicht ist nur möglich dank der Unterstützung der Europäischen Zentralbank (EZB) und dem Entgegenkommen auf der regulatorischen Seite beispielsweise durch die zeitliche Verschiebungen der Einführung neuer Regulierungsvorschriften wie Basel III oder Solvency II.

3. «Debt for Equity Swaps»

Ein Weg, der bislang noch nie beschritten wurde, wären «Debt for Equity Swaps». Dabei werden die Eigenmittel der Banken gestärkt, indem Fremdkapital in Eigenkapital gewandelt wird. Bei einer solchen Transaktion müssten die Obligationäre eine Abschreibung auf ihren Beständen akzeptieren, sie würden jedoch im Gegenzug dafür Aktien von Banken erhalten. Damit werden Gläubiger zu neuen Eigentümern der Bank. Durch diese Massnahme sinkt die Verschuldung der Bank und die dringend notwendigen Eigenmittel der Bank steigen. Auf diesem Wege könnte eine Bank relativ schnell die stets strengereren Kapitalanforderungen erfüllen. Auf der Kehrseite würden die bisherigen Eigentümer alles verlieren. Dieser Weg hätte den Vorteil, dass der Anleger stärker in die Verantwortung gezogen wird, und allfällige Verluste würden von den Gläubigern und nicht, wie üblich, vom Staat beziehungsweise vom Steuerzahler getragen.

7.4.3 Staatliche Massnahmen

1. Einlagegarantien:

Gerät eine Bank in Schwierigkeiten, kann der Staat die Einlagen garantieren. Damit kann ein Bank Run verhindert werden. Problematisch ist es allerdings, wenn das gesamte Bankensystem unter Druck kommt und die Garantien die finanziellen Möglichkeiten eines Staates übersteigen. Geschieht dies, wie im Beispiel Mexiko oder auch zuletzt in Irland, werden die Verluste indirekt

auf die Gesellschaft in Form von höheren Steuern und Leistungsabbau überwältzt.

2. Bad Bank oder Abwicklungsgesellschaft:

Ein Staat kann eine Abwicklungsgesellschaft ins Leben rufen, in welche die angeschlagenen Banken notleidende Positionen auslagern können. Mit dieser Massnahme wird der Druck von den Bankbilanzen genommen, und die Banken können sich wieder neu orientieren. Allerdings muss die Finanzierung einer Abwicklungsgesellschaft nachhaltig sein. Zurzeit versucht beispielsweise Spanien, eine Bad Bank einzurichten. Die Marktteilnehmer bezweifeln jedoch, dass Spanien die möglichen Verluste, die bei einem solchen Institut voraussichtlich anfallen werden, finanzieren kann.

3. Verstaatlichung oder Teilverstaatlichung durch Rekapitalisierung:

Der Staat schiesst direkt Kapital in die angeschlagenen Banken ein und stärkt so die Eigenkapitalbasis. Dieser Weg stellte sich bei der Bewältigung der kürzlichen Bankenkrise in den USA als effektiv heraus. Er bedingt aber, dass der betroffene Staat solvent ist. Wie das Beispiel der USA zeigt, wird die Wirkung dieser Massnahme erhöht, wenn diese Kapitalinfusion zwingend erfolgt. Dadurch wird eine Stigmatisierung unter den Banken verhindert. Ausserdem werden die Organe einer Bank stets zuwarten, um die Bedingungen, die mit einer Kapitalinfusion verbunden sind, zu vermeiden.

4. Fusionen beziehungsweise Zwangsfusionen:

Der Staat kann Zwangsfusionen verordnen, sodass die stärkeren Banken mit solider Reputation und Bilanz schwächere Institute übernehmen müssen. Kritisch ist hier die Preissetzung für die zu übernehmenden Institute. Oft werden daher Zwangsfusionen angeordnet, nachdem sich der Staat bereits direkt bei einer Bank beteiligt hat.

5. Banken-Freeze und Kapitalverkehrskontrollen:

Eine weitere Möglichkeit, die sich in der Vergangenheit allerdings nicht bewährt hat, wäre es, die Bankvermögen einzufrieren und Kapitaltransaktionen so stark einzuschränken, dass kein Kapital mehr das Land verlassen kann. Geschieht dies wie im Beispiel Argentinien in Kombination mit einer Währungsabwertung, sind die Sparer die grossen Verlierer. Damit wird typischerweise jegliches Vertrauen in den Staat zerstört.

Welche Kombination von Massnahmen in einer Bankenkrise auch ergriffen wird, eine Lehre bleibt: Das Vertrauen in den Bankensektor muss bei einer Bankenkrise möglichst schnell wiederhergestellt werden. Nur mit Vertrauen kann das Abfliessen von Depositengeldern, ein Bank Run, verhindert werden. Dies erfordert jedoch ein schnelles und konsequentes Eingreifen, wie dies beispielsweise in den USA oder auch der Schweiz erfolgt ist.

Dabei ist es selten eine einzelne Massnahme, die von Erfolg gekrönt ist. Vielmehr ist es eine Kombination verschiedenster Massnahmen. Grundsätzlich sind marktwirtschaftliche Massnahmen den staatlichen vorzuziehen. Denn staatliche Eingriffe führen meist zu ungewollten, neuen Fehlentwicklungen. Die Erfahrung jedoch zeigt, dass in Krisen oftmals staatliche Eingriffe unabdingbar sind. Für eine erfolgreiche Umsetzung von staatlichen Massnahmen ist daher ein koordiniertes Zusammenspiel zwischen Politik, Zentralbank und Regulierung wichtig.

Genau hier liegt die Schwachstelle im europäischen Bankensystem. Dieses ist heute so stark vernetzt, dass man es nur staatenübergreifend stabilisieren kann. Auf nationaler Ebene wurden zwar früh Massnahmen eingeleitet, aber isoliert ist kein Staat in Europa mehr in der Lage, die Krise einzudämmen.

Als Beispiel hierzu dient Irland, das diese schmerzhaft Erfahrung machen musste. Irland garantierte im Zuge der Krise im Jahr 2008 die Depositen und später auch die Obligationäre der grössten irischen

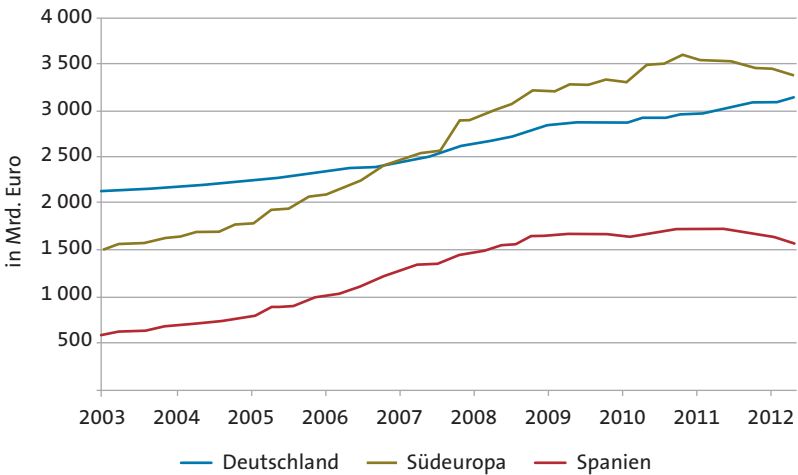
Banken. Die finanzielle Belastung für den Staat war jedoch aufgrund dieser Massnahme derart hoch, dass das Land in eine Schuldenkrise glitt. Seitdem ist Irland von der Hilfe der europäischen Union abhängig und kann die Bankenkrise nicht mehr selbstständig bewältigen.

Europa hat es bislang verpasst, geeint und schnell auf die Krise im Bankensektor zu reagieren. Einer der Gründe liegt auch darin, dass die wenigen verbleibenden Länder mit einem hohen AAA-Rating nicht bereit sind, ihre Kreditqualität zu riskieren, um Banken aus anderen Staaten zu retten.

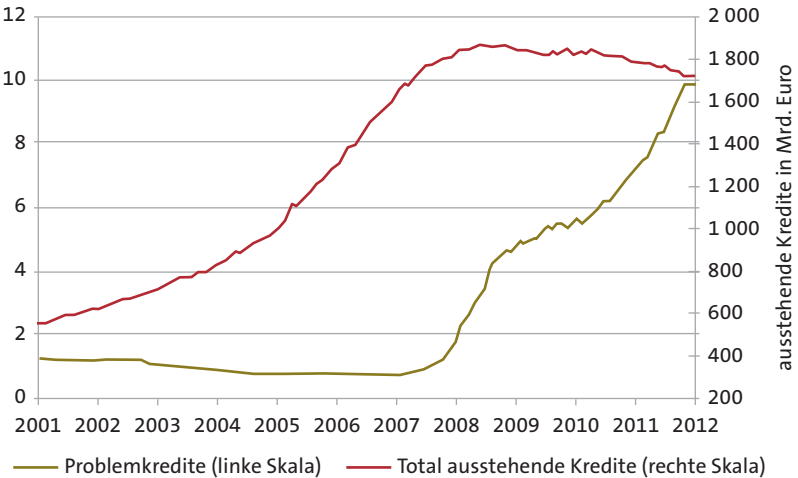
In Südeuropa ist der Abfluss der Depositengelder noch nicht gestoppt. Wenn man den möglichen Massnahmenkatalog durchgeht, hat Europa viele geldpolitische und marktwirtschaftliche Massnahmen bereits ausgeschöpft. Es bleiben ein paar wenige staatliche Massnahmen, die allerdings nicht von einem einzelnen Land umgesetzt werden können, sondern nur auf der gesamten EU-Ebene. So kann beispielsweise Spanien auf der Grundlage seiner heutigen Verfassung keine Bad Bank oder Verstaatlichungen von Banken aus eigener Kraft mehr finanzieren.

Gemäss Schätzungen von PricewaterhouseCoopers sind zurzeit bereits knapp 6 Prozent aller ausstehenden Kredite, das heisst rund 1 Billion Euro von insgesamt rund 18.6 Billionen Euro, bei europäischen Banken notleidend (European Portfolio Advisory Group, 2012, S. 16). Diese Zahl beträgt in Spanien bereits rund 10 Prozent. Dies entspricht in etwa 180 Milliarden Euro von total rund 1800 Milliarden Euro an ausstehenden Krediten. Im Vergleich zum Stand Ende 2010 entspricht dies einem Anstieg um mehr als 30 Prozent. Die Tendenz ist aufgrund der Sparpolitik und der dadurch ausgelösten starken Rezession im Land steigend. Dadurch dürfte die tatsächliche Zahl schon heute um einiges höher liegen. Aus diesem Grund kämpfen die spanischen Banken seit Monaten mit abfliessenden Depositen, das heisst, besorgte spanische Sparer verschieben ihr Vermögen in zunehmendem Masse ins Ausland (siehe Grafiken 58 und 59).

Grafik 58:
Entwicklung der Depositen in Südeuropa



Grafik 59:
Entwicklung der Problemkredite (NPL's) in Spanien
(in % aller ausstehenden Kredite)



Von solchen Fluchtgeldbewegungen sind auch andere Länder in Südeuropa betroffen, insbesondere Griechenland. Daher könnten diese Kapitalabflüsse nur mit einer europaweiten Einlagesicherung gestoppt werden, damit es zu keiner Stigmatisierung einzelner Länder und ihrer Banken kommt. Eine Garantie auf sämtliche südeuropäische Spareinlagen würde aber die restlichen EU-Staaten ebenfalls in eine Vertrauenskrise und allenfalls eine Verschuldungsspirale ziehen.

Europaweit betragen die Spareinlagen gemäss Statistiken der EZB rund 17.6 Billionen Euro. Hierbei betragen diese in Spanien, Italien, Griechenland, Portugal, Irland und Zypern knapp 6 Billionen Euro, und würden die Spareinlagen in Frankreich hinzugezählt, käme dieser Betrag auf knapp 10 Billionen Euro zu liegen. Dies entspricht rund 75 % der gesamten europäischen Wirtschaftsleistung (BIP) von 13.1 Billionen Euro. Daher kann gefolgert werden, dass eine Einlagesicherung für weitere Länder politisch kaum durchsetzbar sein wird.

Deshalb kommen wir zum Schluss, dass die bis hierhin diskutierten Massnahmen nicht ausreichen werden, um die europäische Bankenkrise nachhaltig zu lösen. Es sind alternative Massnahmen gefragt, die bis anhin noch nicht zum Tragen kamen. Aus diesem Grund werden abschliessend einige denkbare, aber politisch höchst schwierige Massnahmen dargestellt. Diese Massnahmen betreffen nicht nur den Bankensektor, sondern richten sich vielmehr auf das Gesamtproblem in Europa.

7.5 Schlussfolgerungen und Fazit

Eine der wichtigsten Erkenntnisse aus der Analyse von Bankenkrisen ist, dass in einer ersten Phase der Bankenrettung viel Kapital benötigt wird. Wichtig ist es, dass kein Zweifel an der Verfügbarkeit und Solvenz dieses Kapitals auftaucht – auch wenn dies kurzfristig die Verschuldung des Staatshaushaltes weiter belastet.

Bei einer Bankenkrise des Typus 1 setzt oft eine schnelle Erholung ein, die eingesetzten Staatsgelder können zu einem grossen Teil oder komplett zurückbezahlt werden. Denkbar wäre eine Bankenkrise des Typus 1 in Nordeuropa, da die nordeuropäischen Staaten das erforderliche Kapital zur Bankenrettung glaubhaft aufbringen könnten. Bei einem Austritt eines nordeuropäischen Landes aus dem Euro erwarten wir aufgrund der Währungsaufwertung in diesem Land einen Anstieg der Ausfälle bei den ausstehenden Krediten dieser Banken, insbesondere bei exportorientierten Firmen.

Während Nordeuropa in diesem Szenario eine Bankenkrise des Typus 1 droht (Aktivenproblem), erwarten wir in Südeuropa mit der drohenden Währungsabwertung eine Krise des Typus 2.

In Südeuropa wäre eine Bankenkrise des Typus 1 nur denkbar, wenn sich die Eurozone zu einer Fiskalunion zusammenschliesst und die Kosten für die Bankenstabilisierung gemeinsam trägt. Ob für dieses Szenario der politische Konsens gefunden werden kann, wagen wir zu bezweifeln.

Dass ein südeuropäisches Land eine Bankenkrise im Alleingang bewältigen kann, insbesondere bei einem Euroaustritt, schliessen wir aus. Aus diesem Grund erwarten wir in Südeuropa mindestens eine Bankenkrise des Typus 2. Die Rettung des Bankensystems wird mit den bisherigen Massnahmen kaum finanzierbar sein. Mit grosser Sicherheit wird man zwar so lange wie möglich versuchen, Spareinlagen und Obligationäre zu schützen und die Schulden auf die Gemeinschaft zu übertragen. Aber ohne Verbesserung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sowie der Wettbewerbsfähigkeit werden diese Länder der Abwärtsspirale nicht entfliehen können.

Vor diesem Hintergrund ähnelt die Situation in Südeuropa stark der Krise in Argentinien. Die argentinische Bankenkrise war nach unserer Kategorisierung eine der schlimmsten Bankenkrisen überhaupt und entspricht in unserer Kategorisierung Typ 3. Der Druck auf die angeschlagenen Banken in Südeuropa dürfte aufgrund der

Fluchtgeldbewegung und der tiefen Rezession mit einer steigenden Anzahl von Problemkrediten weiterhin hoch bleiben.

Ähnlich wie damals Argentinien vom IWF und internationalen Kreditgebern abhängig war, sind die südeuropäischen Staaten heute ebenfalls von Hilfsprogrammen der EU-Kommission, der EZB und des IWF abhängig. Zudem wird ein immer grösserer Teil der Staatsanleihen in diesen Ländern durch die lokalen Banken gehalten.

Hinzu kommt die Währungssituation. Argentinien war es damals per Gesetz nicht erlaubt, die Währungsanbindung aufzugeben. Der deflatorische Druck aus dieser Währungsanbindung ist vergleichbar mit der Situation heute in Südeuropa. Die Wettbewerbsfähigkeit der südeuropäischen Länder kann in diesem Umfeld nicht wiederhergestellt werden. Somit bleibt diesen Ländern, analog zur Situation, wie sie in Argentinien vorherrschte, letztlich nur der Weg einer Währungsabwertung. Dies ist jedoch nur mit einem Austritt aus dem Euro möglich.

Für jedes südeuropäische Land, das sich für diesen Schritt entscheidet, erwarten wir letztlich eine Bankenkrise des Typus 3. Die Fluchtgeldbewegungen werden in diesem Szenario weiter ansteigen und die Liquiditäts- und Solvenzprobleme der Banken verschärfen. Deshalb sind in diesen Ländern Kapitalverkehrskontrollen nicht mehr auszuschliessen. Damit steigt die Gefahr, dass diese Länder auch die Schulden nicht mehr bedienen können.

Unabhängig davon, welches politische Szenario in Europa im Endeffekt gewählt wird und welcher Typus Bankenkrise eintritt: Aus Anlegersicht ist der Aktionär der grösste Verlierer. Aus diesem Grund meiden wir nach wie vor europäische Bankenaktien, und zwar so lange, bis einige der oben genannten Massnahmen nachvollziehbar und dezidiert umgesetzt werden.

8 LEHREN AUS HISTORISCHEN WIRTSCHAFTSKRISEN FÜR UNSERE ZUKUNTSORIENTIERTE ANLAGESTRATEGIE

CHRISTOF REICHMUTH

8.1 Ausgangslage

Im Anschluss an die vorherigen Ausführungen geht es in diesem abschliessenden Kapitel darum, darzulegen, welche Lehren aus historischen Wirtschaftskrisen für eine zukunftsgerichtete Anlagestrategie gezogen werden können. Hierbei konzentrieren wir uns aufgrund der Situation, wie sie sich im Sommer 2012 darstellte, vor allem auf die zwei wirtschaftlichen Szenarien, welche wir für bestimmte Länder als wahrscheinlich einschätzen: Zwillings- und Drillingsskrise sowie Stagflation.

8.2 Drei Phasen für Anleger in Wirtschaftskrisen

Häufig werden wir gefragt, wie man von einer Krise profitieren kann. Wir denken, das kann man nicht. Das Beste, was man während einer Krise tun kann, ist, diese möglichst unbeschadet durchzustehen und sich geduldig bereitzuhalten. Werterhalt steht im Vordergrund. Jede Krise geht irgendwann zu Ende. Dann gilt es, die sich bietenden Chancen zu nutzen.

Basierend auf unserer Analyse historischer Wirtschaftskrisen unterscheiden wir drei Phasen für Anleger. In Phase 1 geht es darum, die Probleme zu erkennen, in Phase 2, die Risiken zu meiden, und in Phase 3, die Chancen zu nutzen.

Grafik 60:
Drei Phasen für Anleger in Wirtschaftskrisen

Probleme erkennen	Risiken meiden	Chancen nutzen
Welcher Krisentyp?	Mit Vermögen aus den betroffenen Ländern und deren Bankensystem raus!	Nach Abwertung Aktien der betroffenen Länder kaufen (abwertungsinduzierter Boom)
Welche Länder haben ähnliche Probleme?	Auf keinen Fall Nominalwerte, aber auch keine Aktien des betroffenen Landes kaufen	
Wo besteht Ansteckungsgefahr?	Nicht betroffene Währungen kaufen, noch besser Gold	Nach Schuldenschnitt evtl. neue Obligationen kaufen
	Global tätige Aktien im Direktbesitz	

Quelle: Eigene Darstellung

8.2.1 Probleme erkennen

Zuerst gilt es zu erkennen, ob und welches Land anfällig für eine Krise ist beziehungsweise sich bereits in einer Krise befindet und um welchen Krisentyp es sich handelt. Ebenso sind auch Ansteckungsgefahren und -effekte für andere Länder zu identifizieren.

Typische Anzeichen, die zu einer Krise führen können, sind: Anstieg der Verschuldung, Bankenprobleme, schwindende Währungsreserven, Handelsbilanz- beziehungsweise Leistungsbilanzde-

fizite, ein aus Sicht der Wirtschaftsleistung ungerechtfertigter Wechselkurs, mangelnde Wettbewerbsfähigkeit, politische Unsicherheiten usw. Bei fixen Wechselkursen sind wirtschaftliche Ungleichgewichte vor allem aus der Entwicklung der Handelsbilanz erkennbar und auch vom Prozentsatz der ausländischen Anleger an inländischen Schulden.

8.2.2 Risiken meiden

Sobald die Probleme erkannt sind, gilt es, die entsprechenden Risiken zu meiden. Dabei lautet der wichtigste Rat, sozusagen unsere «Krisenregel»: Erstens, so schnell wie möglich mit dem Vermögen aus den betroffenen Ländern raus – aus deren Bankensystem, aus deren Obligationen und auch aus deren Aktien.

Für einen Anleger im betroffenen Land bedeutet das, zweitens, möglichst schnell Fremdwährungen, welche von der Krise nicht betroffen sind, zum Beispiel Schweizer Franken oder Gold, zu kaufen. Denn Gold ist eine Fremdwährung für alle, egal, wo man lebt. Für diesen Anleger ist es ebenso ratsam, Geld in Aktien global tätiger Unternehmungen anzulegen, die ihren Hauptsitz nicht in einem von der Krise betroffenen Land haben.

8.2.3 Chancen nutzen

Nach der Krise gilt es, Chancen zu nutzen. Das Ende der Krise ist in der Regel relativ einfach erkennbar. Extremmassnahmen wie beispielsweise eine starke Abwertung der Währung, eine Währungsreform oder ein Schuldenschnitt folgen und das Land macht wieder Schritte in Richtung einer gesunden Geld- und Fiskalpolitik.

Währungsabwertungen oder -reformen, Bankensanierungen und Schuldenrestrukturierungen gehören zu den typischen Lösungen einer Krise. In der Folge kommt es im betroffenen Land oft zu einem abwertungsinduzierten Boom. Dieser bietet aus zwei Gründen meist grosse Chancen an dessen Aktienmärkten: Erstens sind die Aktienpreise oftmals auf oder nahe an ihrem Tiefstpunkt und zweitens

werden diese nun in einer günstigen Währung gehandelt. Gold dagegen ist nach einer Krise typischerweise zu meiden, zumal sich dann attraktivere Anlagemöglichkeiten bieten. Aus diesem Grund bleiben Edelmetallpreise bestenfalls auf dem bestehenden Niveau beziehungsweise neigen zur Schwäche.

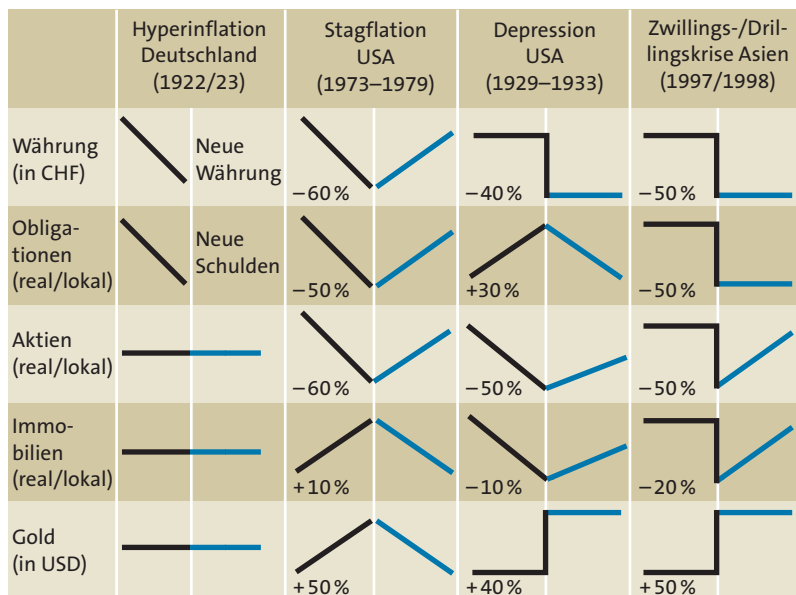
Box 6**Signale für ein Ende einer Krise**

1. Starke Währungsabwertung oder Währungsreform
2. Schuldenschnitt
3. Wirtschaftsfreundliche Strukturanpassungen
4. Rückkehr zu einer gesunden Geld- und Fiskalpolitik

8.3 Unterschiedliche Anlageklassen für verschiedene Krisentypen

In unserem Auftrag erstellte Tobias Straumann die nachfolgende Grafik. Diese stark vereinfachte Grafik abstrahiert von kurzfristigen Schwankungen und zeigt auf, wie der Preisverlauf von verschiedenen Anlageklassen (zum Beispiel die Währung oder Aktien im von einer Krise betroffenen Land) in einem spezifischen Krisentyp (zum Beispiel in einer Hyperinflation oder Stagflation) in der Vergangenheit war. Die schwarze Kurve zeigt den Preisverlauf einer spezifischen Anlageklasse während der Krise auf, die blaue Kurve den Preisverlauf dieser Anlageklasse nach Überwindung der Krise, das heisst nach dem Höhepunkt derselben. Der Höhepunkt einer bestimmten Krise wird durch die Mittellinie markiert.

Etwas plakativ ausgedrückt, scheint Anlegen in Krisenzeiten ein Kinderspiel – offenbar braucht man nur Gold zu halten. Auf diese Weise überstand ein Anleger die verschiedenen Krisen ohne Wertverluste. Wie bereits ausgeführt, galt es jedoch, Gold nach Beendigung einer Krise wieder abzustossen und das Geld in mehr Erfolg versprechende Anlagen zu investieren.

Grafik 61:
Preisverlauf von verschiedenen Anlageklassen während und nach einer Krise


Quelle: Tobias Straumann

Bei aller Gemeinsamkeit sollte man jedoch stets die Unterschiede zwischen den einzelnen Krisentypen im Auge behalten. Eine Hyperinflation ist mit Abstand der schlimmste Krisentyp. Es drohen chaotische Zustände und oft spitzt sich die politische Lage zu. Und auch nach dem Ende der Hyperinflation kann die Unsicherheit längere Zeit anhalten. Entsprechend war beispielsweise der Preisverlauf bei Aktien und Immobilien auch nach der deutschen Währungsreform von 1923 uneinheitlich und bestenfalls horizontal.

Die Stagflation der USA in den 1970er-Jahren nimmt sich dagegen fast harmlos aus. Zwar herrschte damals eine schlechte Stimmung, aber es kamen keine existenziellen Ängste auf. Zudem dienten Goldanlagen nicht nur der Sicherheit, wie während der Hyperinflation, sondern warfen aufgrund der negativen Realzinsen kurzfristig hohe

Gewinne ab. Nach der Krise drehten die Erwartungen schnell ins Positive und somit eröffneten sich gute Anlagechancen.

Bei einer Depression und den sogenannten Zwillings- und Drillingskrisen sieht die Lage wiederum anders aus. In diesen Fällen kommt es meistens früher oder später zu einer Abwertung der Währung, worauf sich besonders attraktive Anlagemöglichkeiten, vor allem bei Aktien, eröffnen.

8.3.1 Empfehlungen für zukunftsgerichtete Anleger

Auf der Grundlage unserer Analyse haben wir anschliessend versucht, einige einfache Handlungsempfehlungen für die jeweiligen Krisentypen zu erarbeiten. Die Darstellung erfolgt vorerst aus der Sicht eines lokalen Anlegers im von einer Krise betroffenen Land und anschliessend aus der Sicht eines ausländischen Anlegers.

Grafik 62:
Empfehlungen für zukunftsgerichtete Anleger während unterschiedlicher Krisentypen

	Übergewichten	Halten	Meiden
Hyperinflation	Gold, vorzugsweise im Ausland, langfristige Schulden	Aktien Immobilien	Liquidität Obligationen
Währungsreform	Gold im Ausland Ausländische Aktien	Aktien, die schwierige Phase überstehen	Lokale Nominalwerte
Depression	Liquidität kurze Obligationen (nur Top-Schuldner)		Langfristige Schulden
Zwillings-Drillingskrise	Gold im Ausland	Ausländische Aktien	Lokale Nominalwerte
Finanz-repression	Gold, vorzugsweise im Ausland	Aktien Immobilien	Wertschriften mit Enteignungsgefahr
Stagflation	Gold Dividenden-Aktien	Zyklische Aktien	Liquidität Obligationen

Quelle: Eigene Darstellung

8.4 Welche Szenarien sind aktuell wahrscheinlich (Stand Sommer 2012)?

8.4.1 Zwillings- und Drillingskrise in den südeuropäischen Ländern

Die südeuropäischen Länder befinden sich in einer Zwillingskrise mit zu hohen Staatsschulden und einem instabilen Bankensystem. Nur aufgrund der fehlenden Währungs- und ihrer Zugehörigkeit zum Euro sind sie noch nicht in einer Drillingskrise.

Historisch gesehen, haben sich Aktienmärkte während Zwillingskrisen bis zur Abwertung meist negativ entwickelt. War die Abwertung jedoch vollzogen, profitierten sie anschliessend stark. Vor diesem Hintergrund raten wir, nicht vor einer Abwertung zu investieren. Denn obwohl die südeuropäischen Aktienmärkte wohl nahe dem Tiefpunkt notieren, müsste man – sofern tatsächlich ein Austritt aus der Eurozone und eine Abwertung der neuen Währung kommen – nochmals mit Verlusten aufgrund der Abwertung rechnen.

Für mutige Anleger oder solche, die bereits heute stufenweise in die südeuropäischen Länder investieren wollen, bieten Terminkontrakte (zum Beispiel Futures) eine Möglichkeit, um erste Positionen mit geringem Währungsrisiko aufzubauen.

8.4.1.1 Was sollen die Anleger in den betroffenen Ländern tun?

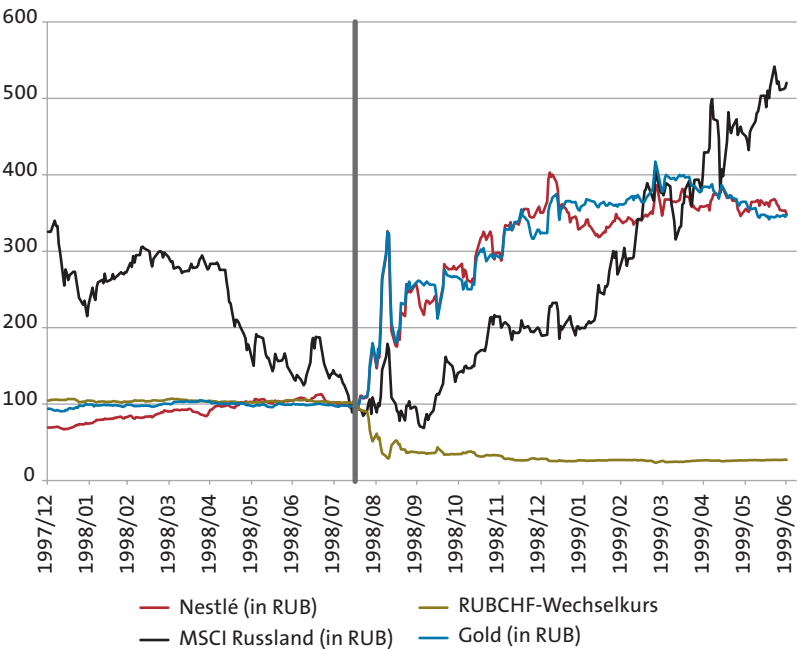
Diese Anleger, aktuell zum Beispiel Griechen, müssten, sofern sie es nicht schon längst gemacht haben, die obige «Krisenregel» befolgen: raus aus dem griechischen Bankensystem, aus griechischen Anleihen, aus griechischen Aktien und im Gegenzug Aktien von global tätigen Unternehmen kaufen, zum Beispiel Nestlé oder Gold. Das lässt sich am Beispiel der Russlandkrise illustrieren.

Damals wurde der Wechselkurs des Rubels zum US-Dollar bei etwa 7 stabil gehalten. Nach der Asienkrise fiel der Preis für Erdöl auf rund 10 US-Dollar. Zumal Öl eine der Haupteinnahmequellen des russischen Staates war, konnte dieser nunmehr seine Schulden nicht

mehr bedienen. Als in der Folge der Druck auf Russland und den Rubel zunahm, wurde diese Währung im Herbst 1998 um rund 50 Prozent und anschliessend nochmals um etwa 25 Prozent abgewertet, das heisst insgesamt um nahezu 75 Prozent.

Bis zur Abwertung des Rubels fiel der russische Aktienmarkt stark – wie meist im Vorfeld einer Währungsabwertung. Dieses Bild zeigt sich heute auch an den Aktienmärkten Südeuropas. Wie die folgende Grafik jedoch aufzeigt, sanken die Aktien, in Lokalwährung gemessen, nach Vollzug der Währungsabwertung kaum mehr. Misst man die Rendite hingegen in einer stabilen ausländischen Währung (zum Beispiel dem Schweizer Franken), so kommt neben den Kurs-

Grafik 63:
Entwicklung von Nestlé, MSCI, US-Dollar und Gold 1997–1999
(in Rubel)



Quelle: Bloomberg

verlusten auf den Aktien noch der Abwertungsverlust hinzu. Die Abwertung führt jedoch typischerweise dazu, dass sich das Land relativ schnell erholt und anschliessend ein abwertungsinduzierter Boom einsetzt. Dieser eröffnet grossartige Chancen für alle jene Investoren, die zukunftsorientiert agieren.

Hätte ein russischer Anleger die oben genannte «Krisenregel» angewandt – raus aus dem Krisenland, das heisst aus deren Bankensystem, Aktien und Anleihen und rein in Gold und Aktien global tätiger Unternehmen –, dann hätte dieser keine Einbussen auf seinem realen Vermögen erlitten. In Rubel gemessen, hätte dieser gar eine hohe Performance erzielt. Denselben Ratschlag könnte man heute einem Griechen, Portugiesen oder Spanier – ja gegebenenfalls sogar einem Italiener oder Franzosen – geben.

8.4.1.2 Was bedeutet dies für einen ausländischen Anleger?

Wenden wir uns nun der Situation zu, welche sich für einen Anleger ausserhalb des von einer Krise betroffenen Landes ergibt, zum Beispiel für einen Schweizer Anleger. Hier interessiert in erster Linie, welche Effekte sich an den Finanzmärkten in solchen Situationen ergeben.

1998, zur Zeit der Russlandkrise, ging mit Long Term Capital Management (LTCM) ein grosser Hedgefonds unter. Dadurch gerieten einige Banken in Probleme. Auch fiel der Aktienpreis von Nestlé nach der Abwertung des Rubels vorübergehend, und zwar um 20 Prozent. Daher konnte ein Schweizer Anleger nicht von Aktien und Gold profitieren – vorübergehend kam sogar Nervosität auf.

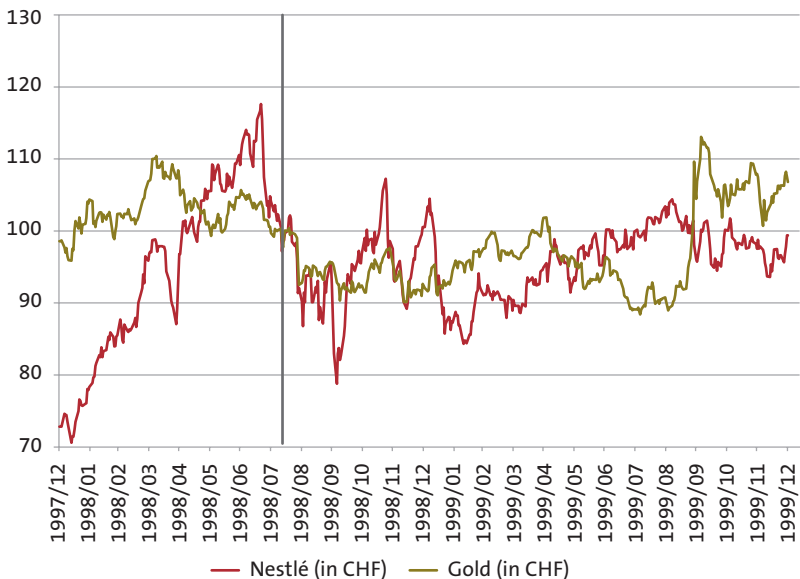
Käme es daher zu einem Austritt einzelner südeuropäischer Länder aus der Eurozone und nachfolgenden Abwertungen der entsprechenden Landeswährungen, dann rechnen wir mit einer ähnlichen Entwicklung wie zur Zeit der Russlandkrise. Demnach würden voraussichtlich auch Aktienmärkte ausserhalb des südeuropäischen Raums vorübergehend um 15 bis 20 Prozent einbrechen, bevor sie sich erholen. Vor diesem Hintergrund erscheint es ratsam, vorüber-

gehend Gelassenheit zu «erkaufen» – zum Beispiel mittels einer Teilabsicherung der Aktienposition. Wie weiter unten ausgeführt wird, ergeben sich typischerweise nach einer Währungsabwertung gute Anlagechancen. Zu diesem Zeitpunkt könnte die genannte Teilabsicherung wieder aufgelöst und neue Anlagen in den südeuropäischen Ländern in Betracht gezogen werden.

Grafik 64:

Entwicklung von Nestlé und Gold 1997–1999

(in Schweizer Franken)



Quelle: Bloomberg

8.4.2 Stagflation in den USA, Grossbritannien sowie Mittel- und Nordeuropa

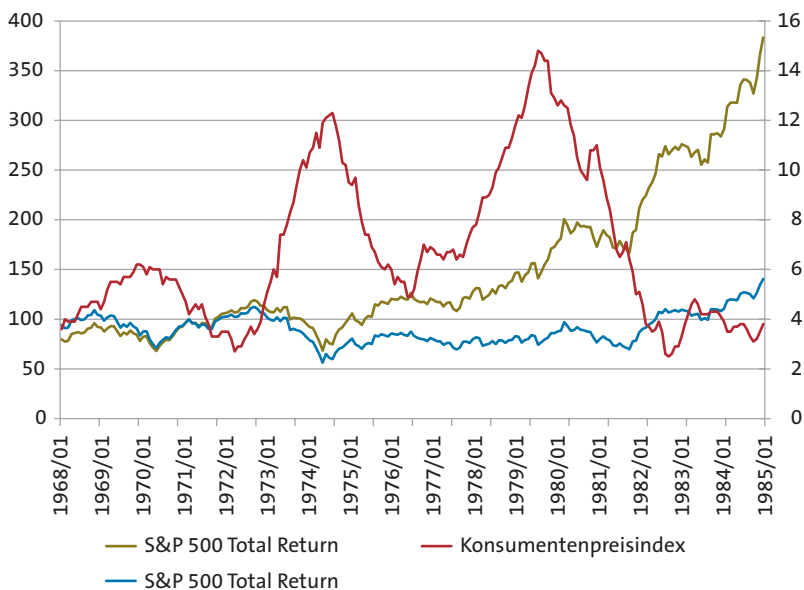
In Mittel- und Nordeuropa, den USA und Grossbritannien erwarten wir eine Entwicklung in Richtung Stagflation. Für eine solche Periode raten wir grundsätzlich zu Realwerten, zum Beispiel Aktien von global tätigen Firmen, Edelmetalle und gegebenenfalls Immobilien.

Unsere Analysen ergaben jedoch, dass Aktien in früheren Stagflationsphasen volatil waren und vorübergehend gar real bis zu 50 Prozent ihres Wertes einbüßten. Wieso empfehlen wir dennoch Aktien?

Wir unterscheiden bei der Stagflation der 1970er-Jahre zwischen zwei Phasen. In der ersten Phase, welche bis 1974 andauerte, kam es zum Einbruch der Aktienmärkte. Zwar lag die Hauptursache der Stagflation in der damals sehr unsteten Geldpolitik des Fed, jedoch wurden die wirtschaftlichen Entwicklungen ebenso von der Erdölkrise der Jahre 1973/74 beeinflusst. Die Nachfrage nach Erdöl war vorhanden, das Angebot ging jedoch schlagartig zurück. Dieser «Angebotsschock» führte zu einem starken Inflationsanstieg und war unter anderem für den Einbruch an den Aktienmärkten verantwort-

Grafik 65:

Entwicklung des S&P 500 Index (nominal und real, indexiert, linke Skala, 1968 = 100) und des Konsumentenpreisindex (rechte Skala, in %) 1968–1985



Quelle: Bloomberg

lich. Diesen Einbruch haben wir heute bereits hinter uns. Ähnlich wie 1973/74 fielen die Aktienmärkte 2008 um 40 bis 60 Prozent. Im Gegensatz zu damals war jedoch dieses Mal nicht das Angebot, sondern die Nachfrage das Problem. Die Zentralbanken therapierten diesen Schock mit einer expansiven Geldpolitik. Diese bringt uns nun zur Phase zwei, in der wir uns heute befinden. Diese Phase ist zwar von höherer Inflation, jedoch auch von nominell steigenden Aktienpreisen gekennzeichnet.

8.5 Erwartungen für die Zukunft und Empfehlungen

8.5.1 Unsere Erwartungen

Wir gehen momentan in den USA, Grossbritannien sowie Mittel- und Nordeuropa von einer Stagflation aus. Ferner sehen wir in den Staaten Südeuropas eine hohe Wahrscheinlichkeit einer Drillingskrise mit einem Austritt einzelner Länder aus dem Euro und entsprechenden Währungsabwertungen sowie Schuldenrestrukturierungen. Wir befinden uns heute bereits in einem von Finanzrepression geprägten Umfeld und wir glauben, dass diese Entwicklung anhalten wird. Das fragwürdige Primat, dass «Politik über den Märkten» stehen müsse, wird beispielsweise von Frau Merkel bereits propagiert.

Finanzrepression ist ein unangenehmes Umfeld für Anleger. Hierzu gehören höhere Steuern, zu tiefe Zinsen, staatlich manipulierte Märkte, zunehmende Regulierung und Vorschriften zur Bevorzugung einzelner Anlageklassen usw. Somit ergibt sich ein klarer Konflikt: Während im Volk die Stimmen für ein Ende des Projekts Euro zunehmen, kämpft die Politik vehement für ein Aufrechterhalten desselben. Fakt ist jedoch: Was politisch opportun erscheinen mag, wirtschaftlich aber nicht möglich ist, funktioniert nicht. An dieser Tatsache lässt sich langfristig nicht rütteln.

Unsere Kernaufgabe liegt in der Erhaltung und Mehrung von Vermögen über Generationen. Genau deshalb darf man nicht von einer

statischen Welt ausgehen. Es ist wichtig, die Welt, wie sie sich präsentiert, immer wieder neu zu betrachten und sich zu hinterfragen. Ebenso sind getroffene Annahmen für unsere Zukunftsszenarien stetig zu prüfen und gegebenenfalls anzupassen.

8.5.2 Grösste Chancen in den südeuropäischen Aktienmärkten

Viele südeuropäische Aktienmärkte sind bereits heute sehr günstig. Sie notieren zwischen 60 und 85 Prozent tiefer als 2007. Auch die fundamentalen Kennzahlen sind bereits attraktiv.

Noch können wir keine realwirtschaftlichen Verbesserungen erkennen, und es gibt kaum Unternehmen, die bereit sind, in Südeuropa zu investieren. Hier fehlt es zurzeit an Perspektiven. Sollten sich die südeuropäischen Länder aber vom Euro verabschieden und deren Landeswährungen deutlich abgewertet werden, dann stellt das für Anleger eine der grössten Chancen der näheren Zukunft dar. Hier darf man sich allerdings keiner Illusion hingeben. Die Situation wird in einem solchen Fall dramatisch sein, und zumindest in einer Anfangsphase wird ein sehr hoher Pessimismus vorherrschen. Doch genau für einen solchen Moment sollte Liquidität bereitgehalten werden, die man dann in einem individuell angepassten Umfang für diese Chance einsetzen kann.

8.5.3 Wie sollte man sich als Anleger positionieren?

Wir empfehlen unseren vermögenden Kunden eine systematische Aufteilung ihres Vermögens, ein «Denken in Töpfen».

Im ersten Topf «Verpflichtungen», welcher dem Lebensunterhalt dient, gilt es, liquide Mittel zu halten. Diese sollten den Lebensunterhalt für etwa zwei bis drei Jahre decken. Dieser Topf ermöglicht, unabhängig von der nominellen Volatilität der langfristigen Anlagen, an der Vermögensallokation festzuhalten.

Der zweite Topf «Werterhalt» ist langfristig angelegt, das heisst mit einem Zeithorizont von über zehn Jahren. In diesem halten wir

nur realwertorientierte Anlagen, die über Generationen die Kaufkraft unserer Kunden und ihrer Nachkommen sichern sollen. In diesem Topf richten wir uns zurzeit auf unsere Erwartung einer Stagflation aus. Hier halten wir noch immer Gold, aber sobald eine der grossen Zentralbanken zu einer gesunden Geldpolitik zurückkehrt, würden wir Gold verkaufen. Vor allem aber halten wir hier Aktien von gesunden und grosskapitalisierten Gesellschaften ausserhalb von Südeuropa, mit Preissetzungsmacht und einer stabilen Dividendenpolitik.

Im dritten Topf «Chancen nutzen» versuchen wir, sich kurz- und mittelfristig bietende Chancen zu nutzen. Im Moment sehen wir solche in Edelmetallen, zum Beispiel Silber, aber auch asiatischen Währungen. Und wie dargelegt, sehen wir in Südeuropa kommende Opportunitäten. Für das Nutzen dieser Chancen gilt es, liquide Mittel verfügbar zu halten.

8.6 Fazit

Wir stehen im fünften Jahr der Finanzkrise und erwarten, dass diese noch drei bis fünf Jahre anhält. Allerdings erwarten wir zurzeit keine weitere Zuspitzung der Krise. Sollten wir in den nächsten Monaten einen Austritt eines Lands aus dem Euro sehen, dann erachten wir das nicht als Verschärfung der Krise, sondern als einen ersten Schritt hin zur Lösung – eine Lösung, die an den Ursachen ansetzt.

Vorübergehend werden sicherlich Ansteckungseffekte spürbar. Würden wir jedoch an den Finanzmärkten eine katastrophale Entwicklung erwarten, dann würden wir aufgrund dieser Lehren, die wir hier ziehen, mehr Gold empfehlen. Gold jedoch ist schon teuer und nur im Vergleich zur Geldmenge noch relativ attraktiv. Denn Gold hat keine Zentralbank, und man kann es nicht drucken.

Für die Länder ausserhalb von Südeuropa bleibt ein finanzrepressives Umfeld, wie wir es heute schon kennen, wahrscheinlich. Dies bedeutet ein Umfeld mit geringem Wachstum und steigender

Inflation. In einem solchen Umfeld sind Realwerte eine sinnvolle Anlage, also Aktien von global tätigen Konzernen, die eine gute Dividende zahlen, Edelmetalle und gegebenenfalls Immobilien. Je nach Zeithorizont und der Bereitschaft, diese Preisschwankungen zu tragen oder nicht, gilt es, die Aktienmarktrisiken zum Teil und vorübergehend abzusichern. Sollte es zu Veränderungen der Zusammensetzung des Euros kommen, sind die sich alsdann ergebenden Chancen zu nutzen.

Box 7**Allgemeine Grundsätze****Diversifikation – Gilt immer, mit Abstrichen**

Anlagen sind stets zu diversifizieren. Das gilt universell, sowohl für Anlagekategorien, Länder, Branchen, Einzeltitel, aber auch für Währungen. Wir haben allerdings gelernt, dass es in Finanzkrisen immer auch Anlageklassen oder -branchen gab, die es zu meiden galt. Dazu gehörten vor allem Nominalanlagen, das heisst Geld und Anleihen, aber auch Aktien von Finanzunternehmen wie Banken oder Versicherungen.

Zeit ist der beste Freund jedes Anlegers

In schlechten Zeiten sind verlässliche Freunde unersetzlich. Ein Sprichwort sagt, dass man Menschen dann kennenlernt, wenn es kalt und nass ist, wenn es ungemütlich ist. Der Charakter einer Person zeigt sich in schwierigen Zeiten, nicht bei Sonnenschein. Und genau dann sind echte Freunde unbezahlbar.

Der beste Freund jedes Anlegers heisst Zeit. Diesen besten Freund gilt es zu hegen und zu pflegen. Deshalb raten wir von Leverage, das heisst dem Einsatz von Fremdkapital für Anlagen, ab. Denn Leverage kann den besten Freund ausgerechnet in schlechten Zeiten stehlen. Das ist dann der Fall, wenn Preise einbrechen, die Schulden aber stehenbleiben. Die Kredit gebende Bank verlangt nämlich ausgerechnet dann mehr Sicherheiten. Wenn aber die Beibringung von zusätzlichen Sicherheiten nicht mehr möglich ist, muss man auf schlechten Märkten zu tiefen Preisen verkaufen. Deshalb lautet unser Rat: Vermeiden Sie Leverage!

Preise schwanken mehr als Werte

Preis ist, was man zahlt. Wert ist, was man erhält. Warum sind in Deutschland im letzten Jahrhundert trotz zweimaliger Enteignung durch Hyperinflation und diversen Währungsreformen stets dieselben Familien vermögend geblieben? Wir denken, die Antwort lautet, weil sie Realwerte, also Unternehmensanteile besaßen, welche die Krise überstanden.

Die Preise dieser Anteile waren zwar auch nicht stabil, sie schwankten stark, auch nach unten. Doch sofern die Unternehmen die schwierige Phase überstanden, konnten sie ihren Wert erhalten. Wichtig ist allerdings, dass man durchhält und nicht zu Unzeiten verkauft oder verkaufen muss – eben die Zeit als Freund zur Seite hat.

ANHANG

Anhänge zu den Kapiteln 2 bis 4

Kapitel 2

Tabelle A1:

Wesentliche wirtschaftliche Entwicklungen in Deutschland nach der Währungsreform 1924–1928

Jahr	Monat	Geschehnisse / Massnahmen
1924	Januar	Alliierte Militärkommission nimmt ihre Tätigkeit wieder auf. Sie kontrolliert die Einhaltung der Versailler Abrüstungsbestimmungen. Ein Sachverständigenkomitee unter Charles Dawes soll die deutsche Währungssituation begutachten und eine Neuregelung der Reparationsleistungen erarbeiten.
	Februar	Reichspräsident Ebert hebt den Ausnahmezustand auf.
	April	Der «Dawes-Plan» wird veröffentlicht. Dieser bestimmt u. a. Zahlungsanweisungen, ohne jedoch Höhe und Dauer der Reparationen endgültig festzulegen.
	August	Durchbruch bei den Verhandlungen des «Dawes-Plan»: Deutschland soll fünf Jahre lang zunächst weniger zahlen als vorgesehen. Ab 1929 sollen die jährlichen Zahlungen auf 2,5 Mrd. Goldmark steigen. Zur Ankurbelung der Wirtschaft wird Deutschland eine Auslandsanleihe von 800 Mio. Goldmark gewährt. Das im Zuge der «Dawes-Gesetze» erlassene neue Reichsbankgesetz sieht die internationale Kontrolle der Reichsbank vor. Die 1923 eingeführte Rentenmark wird in Reichsmark (RM) umbenannt. Die Reichsmark muss mindestens zu 40 Prozent in Gold oder Devisen gedeckt sein (= «Goldkernwährung»); der Rest (max. 60 %) in guten Handelswechseln.

Tabelle A1:
Fortsetzung

Jahr	Monat	Geschehnisse / Massnahmen
1925	Juli	Beginn der Räumung des besetzten Ruhrgebiets.
	Dezember	Die Firmen BASF, Bayer, Hoechst und Agfa schliessen sich zum Chemiekonzern I. G. Farben zusammen.
1926	Februar	Die Arbeitslosigkeit erreicht mit 2,4 Mio. Arbeitslosen einen neuen Höchststand.
	Juni	Der Reichstag beschliesst ein Arbeitsbeschaffungsprogramm.
	August	Deutschland und Frankreich vereinbaren ein Handelsabkommen.
	September	Der deutsche Aussenminister Stresemann und sein französischer Amtskollege Briand konferieren über die Räumung des Rheinlands, die Freigabe der Kohlegruben im Saargebiet und die Möglichkeit zur Überweisung von Reichsbahnobligationen zur Linderung der französischen Finanzkrise.
	Oktober	Das Arbeitsbeschaffungsprogramm zeigt Früchte: Die Arbeitslosenzahl kann von 2,4 Mio. auf etwa 1,24 Mio. halbiert werden. Stresemann und Briand erhalten den Friedensnobelpreis.
1927	August	Der deutsch-französische Handelsvertrag wird nach dreijährigen Verhandlungen unterzeichnet.
1928	Februar	Die Reichsregierung beschliesst ein Nothilfeprogramm für die deutsche Landwirtschaft in Höhe von 100 Mio. Mark.
	März	Die US-Regierung gibt beschlagnahmtes deutsches Vermögen wieder frei. Die Beschlagnahmung erfolgte nach Ende des Ersten Weltkriegs, um die Begleichung der deutschen Kriegsschulden zu garantieren.
	September	Deutschland, England, Frankreich, die USA, Belgien und Japan vereinbaren die Wiederaufnahme der Verhandlungen über eine vorzeitige Räumung des Rheinlands und die abschliessende Regelung der Reparationen.
	Dezember	Deutschland, England, Frankreich, die USA, Italien, Belgien und Japan einigen sich über die Einsetzung einer Sachverständigenkommission zur Neuregelung der Reparationsfrage.

Quelle: Deutsches Historisches Museum

Tabelle A2:
Länder, die im 20. Jahrhundert einer Hyperinflation ausgesetzt waren

Land	Zeitraum	Höchste Inflation pro Monat (%)	Jährliche Inflation nach der Reform (%)	Land	Zeitraum	Höchste Inflation pro Monat (%)	Jährliche Inflation nach der Reform (%)
Österreich	1921/22	124,27	3,83	Ungarn I	1923/24	82,18	-6,33
Argentinien I	1985/86	30,64	50,9	Ungarn II	1945/46	1295E+16	40,91
Argentinien II	1989/90	196,6	84	Israel	1984/85	21,7	21,26
Armenien	1993/94	438,04	177,78	Kasachstan	1994	57	177,01
Bolivien	1984/86	120,39	9,4	Nicaragua	1986/89	126,62	3,5
Brasilien I	1985/86	21,83	72,8	Peru	1989	104,14	73,33
Brasilien II	1989/90	84,32	84,38	Polen I	1921/24	187,54	24,48
Bulgarien	1997	242,7	2,93	Polen II	1989/90	77,33	62,22
China	1947/49	4208,73	11 248 955	Serbien	1992/94	309 000 000	100
Kongo (Zaire)	1991/93	124,3	598,37	Sowjetunion	1922/24	278,72	-0,5
Frankreich	1789/96	143,26	235,44	Taiwan	1945/49	398,73	82
Deutschland	1920/23	29525,71	-1,68	Tadschikistan	1995	78,1	234
Georgien	1993/94	196,72	163	Turkmenistan	1993	62,5	179,6
Griechenland I	1942/44	11 288	464,93	Ukraine	1991/93	249	376
Griechenland II	1944/46	126,02	1,27	Jugoslawien	1990	58,82	110,15

Quelle: Bernholz, P./Kugler, P., The Success of Currency Reforms to End Great Inflation, German Economic Review 10/2009, S. 165 ff.

Tabelle A3:

Umgesetzte Massnahmen in Ländern, in denen eine Währungsreform durchgeführt wurde

Land	Inländische Schulden	Ausländische Schulden	Unabhängige Zentralbank	Budget Richt- linien	Fixer Wechsel- kurs	Land	Inländische Schulden	Ausländische Schulden	Unabhängige Zentralbank	Budget Richt- linien	Fixer Wechsel- kurs
Österreich	ja	ja	ja	ja	ja	Ungarn I	ja	ja	ja	ja	ja
Argentinien I	nein	nein	nein	nein	nein	Ungarn II	ja	ja	ja	nein	nein
Argentinien II	ja	ja	ja	ja	ja	Israel	ja	ja	nein	nein	nein
Armenien	ja	ja	ja	nein	nein	Kasachstan	nein	ja	nein	nein	nein
Aserbaidschan	ja	ja	nein	nein	nein	Kirgistan	ja	ja	ja	nein	nein
Belarus	ja	ja	nein	nein	nein	Moldawien	ja	ja	nein	nein	nein
Bolivien	nein	nein	nein	nein	nein	Nicaragua	nein	ja	ja	nein	ja
Brasilien I	ja	nein	nein	nein	nein	Peru	ja	nein	ja	ja	nein
Brasilien II	ja	ja	nein	nein	nein	Polen I	ja	nein	ja	nein	ja
Bulgarien	ja	ja	ja	ja	ja	Polen II	ja	ja	nein	nein	nein
China	ja	nein	nein	nein	nein	Serbien	nein	nein	nein	nein	nein
Kongo (Zaire)	ja	nein	nein	nein	nein	Sowjetunion	ja	nein	ja	nein	nein
Frankreich	ja	nein	nein	nein	nein	Taiwan	nein	nein	nein	nein	ja
Deutschland	nein	ja	ja	nein	ja	Tadschikistan	ja	ja	ja	nein	nein
Georgien	ja	ja	nein	nein	nein	Turkmenistan	ja	ja	nein	nein	nein
Griechenland I	ja	ja	nein	nein	nein	Ukraine	ja	ja	nein	nein	nein
Griechenland II	nein	ja	ja	nein	ja	Jugoslawien	ja	nein	nein	nein	nein

Quelle: Bernholz, P./Kugler, P., The Success of Currency Reforms to End Great Inflation: An Empirical Analysis of 34 High Inflation, Paper WWZ, May 2008, S. 9

Kapitel 3

Tabelle A4:

**Beginn und Ende der Grossen Depression in verschiedenen Ländern
(Quartale)**

Land	Beginn Depression	Beginn Erholung
USA	1929/3	1933/2
Grossbritannien	1930/1	1932/4
Deutschland	1928/1	1932/3
Frankreich	1930/2	1932/3
Kanada	1929/2	1933/2
Schweiz	1929/4	1933/1
Tschechoslowakei	1929/4	1933/2
Italien	1929/3	1933/1
Belgien	1929/3	1932/4
Niederlande	1929/4	1933/2
Schweden	1930/2	1932/3
Dänemark	1930/4	1933/2
Polen	1929/1	1933/2
Argentinien	1929/2	1932/1
Brasilien	1928/3	1931/4
Japan	1930/1	1932/3
Indien	1929/4	1931/4
Südafrika	1930/1	1933/1

Quelle: Christina D. Romer, 2003, Great Depression, Encyclopaedia Britannica, <http://www.britannica.com/EBchecked/topic/243118/Great-Depression/234444/The-gold-standard>. Abfrage: 14.6.2012

Tabelle A5:

Der Einbruch der Industrieproduktion während der Grossen Depression
(Jahresdaten)

Land	Einbruch
USA	46,8 %
Grossbritannien	16,2 %
Deutschland	41,8 %
Frankreich	31,3 %
Kanada	42,4 %
Tschechoslowakei	40,4 %
Italien	33,0 %
Belgien	30,6 %
Niederlande	37,4 %
Schweden	10,3 %
Dänemark	16,5 %
Polen	46,6 %
Argentinien	17,0 %
Brasilien	7,0 %
Japan	8,5 %

Quelle: Christina D. Romer, 2003, Great Depression, Encyclopaedia Britannica, <http://www.britannica.com/EBchecked/topic/243118/Great-Depression/234444/The-gold-standard>. Abfrage: 14.6.2012

Kapitel 4

Tabelle A6:

Phase I der Asienkrise von Ende 1996 bis Januar 1998

Datum / Periode	Land / Geschehnisse / Massnahmen
Ende 1996/ Anfang 1997	Thailand: Baht wird Währungsattacken ausgesetzt Die Aktienmärkte Südostasiens beginnen ihre Korrektur
Anfang 1997	Südkorea: Bankrott von sieben bedeutenden Konglomeraten («Chaebol»), u. a. Hanbo Steel und KIA Motors
Mai 1997	Thailand: Regierung verhängt Kapitalverkehrskontrollen; Bankrott des grössten Finanzinstituts
2. Juli 1997	Thailand: Peg des Baht zum US-Dollar wird offiziell aufgegeben «Beginn der Asienkrise»
Juli 1997	Philippinen: Peg des Pesos zum US-Dollar wird offiziell aufgegeben; Zentralbank erhöht Tagessatz auf über 30 Prozent zur Stützung des Pesos; Regierung setzt Kapitalverkehrskontrollen ein; IWF setzt ein Hilfsprogramm über 1,1 Mrd. US-Dollar ein Malaysia: Peg des Ringgit zum US-Dollar wird offiziell aufgegeben
14. August 1997	Indonesien: Abwertung der Rupiah; Zentralbank erhöht Tagessatz auf 300 Prozent zur Stützung der Rupiah; Hilfsantrag an den IWF
20. August 1997	Thailand: IWF stellt ein Hilfsprogramm über 17 Mrd. US-Dollar zusammen
August 1997	Hongkong: Hongkong-Dollar wird spekulativen Attacken ausgesetzt

Tabelle A6:
Fortsetzung

Datum / Periode	Land / Geschehnisse / Massnahmen
17. Oktober 1997	Taiwan: Neuer Taiwan-Dollar wird abgewertet Südkorea: «Downgrading» verschärft die Krise dieses Landes sowie der Region Hongkong: Hongkong-Dollar wird weiteren Währungsattacken ausgesetzt; Zentralbank erhöht Tagessatz auf 280 Prozent zur Stützung des Hongkong-Dollars; Aktienmarkt stürzt in drei Tagen um 23 Prozent ab
27. Oktober 1997	USA: Der Dow Jones fällt um 7 Prozent Welt: Aktienmärkte im Westen und in Lateinamerika brechen ein Brasilien: Zentralbank erhöht kurzfristige Zinssätze auf über 40 Prozent zur Stützung des Real
5. November 1997	Indonesien: Abschluss der Verhandlungen mit dem IWF und anderen multi-lateralen Organisationen über Hilfsprogramme im Umfang von über 42 Mrd. US-Dollar; Drei Nachverhandlungen sind nötig, zumal sich Indonesien weigert, Auflagen zu erfüllen; Aufsichtsbehörden verordnen die Schliessung von 16 insolventen Banken
24. November 1997	Japan: Viertgrösste Investmentbank in Japan, Yamaichi Securities, geht bankrott Thailand: Aufgrund der höher als erwarteten Abwertung des Baht gibt der IWF ein zweites Hilfsprogramm frei
4. Dezember 1997	Südkorea: IWF stellt Hilfsprogramm über 58 Mrd. US-Dollar zusammen

Tabelle A6:**Fortsetzung**

Datum / Periode	Land / Geschehnisse / Massnahmen
16. Dezember 1997	Südkorea: Peg des Won zum US-Dollar wird offiziell aufgegeben; Zahlungen über 5,6 Mrd. US-Dollar im Zusammenhang mit Hilfsprogramm des IWF werden freigegeben
Dezember 1997	Südkorea: Schulden des privaten Sektors über 22 Mrd. US-Dollar werden umgeschuldet; Massive Strukturreformen werden umgesetzt; Zahlungen von insgesamt 7,5 Mrd. US-Dollar im Zusammenhang mit Hilfsprogramm des IWF werden freigegeben Thailand: 56 von 58 (!) Finanzinstitute werden geschlossen
12. Januar 1998	Hongkong: Grösste Investmentbank, Peregrine Securities, geht bankrott Indonesien: Zweites Hilfsprogramm des IWF wird gebilligt

Quelle: Karunatileka, 1999, S. 9 ff., Corsetti et al., S. 91 f.

Tabelle A7:**Phase II der Asienkrise von April 1998 bis Januar 1999**

Datum / Periode	Land / Geschehnisse / Massnahmen
April 1998	Südkorea: Staatsschulden über 24 Mrd. US-Dollar werden umgeschuldet
	Thailand: Drittes Hilfsprogramm des IWF wird gebilligt
21. Mai 1998	Indonesien: Präsident Suharto dankt nach massiven sozialen und politischen Unruhen im Land ab; Zahlung von 1 Mrd. US-Dollar aus Hilfsprogramm des IWF wird freigegeben
Mai 1998	Philippinen: Neuwahlen und Regierungswechsel
	Thailand: Viertes Hilfsprogramm des IWF wird gebilligt
Juni 1998	Hongkong: Hongkong-Dollar wird erneut Währungsattacken ausgesetzt
	Japan: Zentralbank senkt Zinsen auf 0,25 Prozent zur Ankurbelung der Wirtschaft
	Indonesien: Verpflichtung zur Umsetzung weiterer Strukturreformen wird eingegangen
17. Juni 1998	Südostasien: Yen-Schwäche verschlechtert die wirtschaftliche Situation in der Region weiter
	USA: Zentralbank interveniert zur Stützung des Yen (erstmal seit 1987)
Juni 1998	Hongkong: Zentralbank interveniert zur Stützung des Hongkong-Dollars

Tabelle A7:**Fortsetzung**

Datum / Periode	Land / Geschehnisse / Massnahmen
Juni/Juli 1998	Lateinamerika: Diverse Währungen werden zu Abwertungen gezwungen Brasilien: Zentralbank interveniert zur Stützung des Real; Zentralbank hebt kurzfristige Zinssätze von 19 Prozent auf etwa 50 Prozent an Indonesien: Zahlung von weiteren 1.4 Mrd. US-Dollar aus Hilfsprogramm des IWF wird freigegeben
12. Juli 1998	Japan: Regierung erzielt ein miserables Wahlergebnis; Premierminister Hashimoto verliert an Macht
20. Juli 1998	Russland: IWF stellt Hilfsprogramm über knapp 6 Mrd. US-Dollar zusammen; Zentralbank erhöht Tagessatz auf über 100 Prozent zur Stützung des Rubels Welt: Aufgrund der sich abzeichnenden Krise in Russland geben Aktienmärkte im Westen stark nach (teilweise um ca. 25 %)
August 1998	Hongkong: Hongkong-Dollar wird erneut Währungsangriffen ausgesetzt; Zentralbank interveniert zur Stützung des Hongkong-Dollars mit rekordhohen 8.8 Mrd. US-Dollar Taiwan: Regierung verabschiedet ein Zweijahres-Stimulierungsprogramm über ca. 6 Mrd. US-Dollar
17. August 1998	Russland: De-facto-Abwertung des Rubels; Regierung ruft ein 90-Tages-Moratorium für Schulden des Privatsektors in Fremdwährungen aus; Regierung setzt Kapitalverkehrskontrollen ein Welt: Aktienmärkte geben weiter stark nach Indonesien: Zahlung von 1 Mrd. US-Dollar aus Hilfsprogramm des IWF wird freigegeben

Tabelle A7:**Fortsetzung**

Datum / Periode	Land / Geschehnisse / Massnahmen
1. September 1998	Malaysia: Regierung setzt Kapitalverkehrskontrollen ein; Zentralbank fixiert Wechselkurs des Ringgit/US-Dollar auf 3.80
2. September 1998	Russland: Zentralbank gibt ihre Interventionen auf
September 1998	Russland: Staat ist insolvent; Zahlungsausfall auf staatlichen Schulden
	Südkorea: Sukzessive Senkung der Zinsen zwecks Ankurbelung der Wirtschaft
15. Januar 1999	Brasilien: Zentralbank gibt Interventionen auf; Wechselkurs des Real wird freigegeben

Quelle: Karunatilika, 1999, S. 9 ff., Corsetti et al., S. 91 f.

Literaturverzeichnis

- Barsky, Robert B.; Lutz Kilian (2000): A Monetary Explanation of the Great Stagflation of the 1970s. University of Michigan and NBER; University of Michigan and CEPR.
- Bayramoglu, Onur (2011): Turkey's 2000/1 Banking Crisis: A case study for the transformation of the Greek finance? Global Political Trends Center (GPoT), PB no. 26.
- Berenberg Bank (2009): Strategie 2030 – Staatsverschuldung. Hamburg: Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut, Nr. 8.
- Bernholz, Peter; Peter Kugler (2009): The Success of Currency Reforms to End Great Inflations. German Economic Review, Nr. 10.
- Bernholz, Peter; Peter Kugler (2008): The Success of Currency Reforms to End Great Inflations: An Empirical Analysis of 34 High Inflations. Basel: WWZ Universität.
- Burckhardt, Jacob (1929): Weltgeschichtliche Betrachtungen, herausgegeben von Albert Oeri und Emil Dürr. Basel: Schwabe Verlag.
- Corsetti, Giancarlo; Paolo Pesenti; Nouriel Roubini (1999): What caused the Asian currency and financial crisis? Yale University and University of Bologna; Federal Reserve Bank of New York and NBER; New York University, CEPR and NBER.
- Deutsches Historisches Museum: Die Inflation von 1914 bis 1923. <http://www.dhm.de/lemo/html/weimar/innenpolitik/inflation/index.html>. Zugriff: 11.6.2012
- Dookyung, Kim (1999): Bank restructuring in Practice. BIS policy working paper, Nr. 6.
- Eichengreen, Barry (1992): Golden fetters: The gold standard and the Great Depression 1919–1939. New York: Oxford University Press.
- Eichengreen, Barry; Tim J. Hatton (1988): Interwar Unemployment in International Perspective. Dordrecht et al.: Kluwer.

- European Portfolio Advisory Group (2012): A growing non core asset market – European outlook for non core and non performing loan portfolios, Issue 4. pwc UK.
- Graf, Pablo (1999): Bank restructuring in Practice. BIS policy working paper, Nr. 6.
- Hanke, Steve H. (2009): R.I.P. Zimbabwe Dollar. The Cato Institute.
- Hernández-Murillo, Rubén (2007): Experiments in Financial Liberalization: The Mexican Banking Sector. Federal Reserve Bank of St. Louis, Review.
- Homburg, Stefan (2011): Erinnerungen an die deutschen Währungsreformen. In: ifo Schnelldienst, Nr. 19, 64. Jahrgang.
- International Monetary Fund (2000): Erholung von der Asienkrise und die Rolle des IWF, Diskussionsunterlagen 2000. www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/deu/062300g.htm. Zugriff: 27.2.2012.
- Jonung, Lars (2009): The Swedish model for resolving the banking crisis of 1991–93; Seven reasons why it was successful. European Economy. Economic Papers 360.
- Jung, Alexander (2009): Geld! – Von den Fuggern zur Finanzkrise. Eine Chronik des Kapitals. In: Der Spiegel, Nr. 4.
- Karunatilleka, Eshan (1999): The Asian Economic Crisis. London: House of Commons Library, Research Paper 14.
- Keynes, John Maynard (1920): Die wirtschaftlichen Folgen des Friedensvertrages. München: Duncker & Humblot.
- Laeven, Luc; Fabian Valencia (2012): Systemic Banking Crises Database: An Update. Washington, D. C.: International Monetary Fund, Working Paper 163.
- Laeven, Luc; Fabian Valencia (2008): Systemic Banking Crises: A New Database. Washington, D. C.: International Monetary Fund, Working Paper 224.
- Martin, Michael F. (2007): CRS Report for Congress – Hong Kong: Ten Years After the Handover. In: Congressional Research Service.
- Meeker, Mary; Scott Devitt; Liang Wu (2009): Economy + Internet Trends. San Francisco: Morgan Stanley.
- Pinto, Brian; Sergei Ulatov (2010): Financial Globalization and the Russian Crisis of 1998. The World Bank, European and Central Asia Region & Managing Director's Office, Policy Research Working Paper 5312.
- Raina, Lalit (2002): Turkey Banking Crisis. Präsentation für: Global Finance Forum 19.–21.6.2002, Worldbank. <https://docs.google.com/viewer?a=v&q=cache:DRlNE5YSORsJ:info.worldbank.org/etools/docs/library/>

- 154927/financeforum2002/pdf/raina_turkey.ppt + lalit + raina + global + finance + forum&hl=en&gl=ch&pid=bl&srcid=ADGEESggHOEJTUTsIkls1qEnYCLJi0Nju1lzZuPze6TOP-ok4DEpAzPI_Te6xl08kpo_2CM03Yc6BKNtVH7UzkWO5QNOYZeq3h1FOIxv1Yud0uNaKUS4DGHKVLgjj-JYZr0jtjMGmTpE&sig=AHIEtbS1lltxB7117ja5jZ_hY23JRAfew. Zugriff: 17.9.2012
- Reinhart, Carmen M.; Kenneth S. Rogoff (2009): *This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press.
- Romer, Christina D. (2009): *Lessons from the Great Depression for Economic Recovery in 2009*. Washington D.C.: Brookings Institution.
- Romer, Christina D. (2003): *Great Depression*. In: *Encyclopaedia Britannica*. <http://www.britannica.com/EBchecked/topic/243118/Great-Depression/234444/The-gold-standard>. Zugriff: 14.6.2012.
- Robert J. Shiller (2009): *Irrational Exuberance*. Princeton: Princeton University Press.
- Siebold, Heinz; Dirk Schindelbeck (2008): *Unsere Bank am Kaiserstuhl, 140 Jahre Kaiserstühler Volksbank. Ein historisches Lesebuch*. Freiburg: Promo.
- Steinherr, Alfred; Ali Tukel, Murat Ucer (2004): *The Turkish Banking Sector – Challenges and Outlook in Transition to EU Membership*. Bruges European Economic Policy Briefings. College of Europe.
- Takatoshi, Ito; Yuko Hashimoto (2007): *Bank Restructuring in Asia: Crisis management in the aftermath of the Asian financial crisis and prospects for crisis prevention – Korea –*. RIETI Discussion Paper Series 07-E-038.
- Ziegert, Susanne (2011): *Lohn im Wäschekorb*. In: *NZZ am Sonntag*, 27.11.2011.
- Zilch, Reinhold; Jürgen Koppatz (1994): *Okkupation und Währung im Ersten Weltkrieg: die deutsche Besatzungspolitik in Belgien und Russisch-Polen, 1914–1918*. Goldbach: Keip.

Verzeichnis der Grafiken

1	Entwicklung des US-Dollars, Aktienindex, Gold und Lebenshaltungsindex 1920–1923 (indexiert und logarithmiert, in Mark, 1920 = 100)	47
2	Entwicklung des Aktienindex während der Hyperinflation 1920–1923 (real, indexiert, in Mark, 1920 = 100)	48
3	Entwicklung des Aktienindex während der Hyperinflation 1920–1923 (nominal, indexiert, in US-Dollar, 1920 = 100)	49
4	Entwicklung des BIP (indexiert, 1918 = 100) und der Arbeitslosenrate 1918–1928 (in %)	56
5	Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze 1924–1928 (in %)	58
6	Entwicklung des Aktienindex nach der Währungsreform 1924–1928 (real, indexiert, in Reichsmark, 1924 = 100)	59
7	Entwicklung der Staatsverschuldung 2007–2017 (in %)	66
8	Entwicklung der monetären Basis der USA 1984–2012 (in Mrd. US-Dollar)	68
9	Entwicklung der Bilanzen ausgewählter Zentralbanken 1999–2011 (in US-Dollar, indexiert, 1999 = 100)	69
10	Entwicklung des Dow Jones Industrial von 1919 bis Mai 1933 (nominal, indexiert, 1919 = 100)	79
11	Entwicklung des Immobilienpreisindex 1919–1932 (real, indexiert, 1919 = 100)	80

12	Entwicklung der Verschuldung in den USA ab 1919 im Verhältnis zum BIP (in %)	82
13	Entwicklung des Diskontsatzes vor der Währungsabwertung von 1919 bis Mai 1933 (in %)	83
14	Entwicklung des BIP der USA 1919–1933 (real, indexiert, 1919 = 100)	84
15	Entwicklung der Arbeitslosenrate 1929–1933 (in %)	84
16	Entwicklung des Konsumentenpreisindex der USA 1919–1933 (indexiert, 1919 = 100)	85
17	Entwicklung des Diskontsatzes in den USA nach der Währungsabwertung 1933–1945 (in %)	91
18	Entwicklung des BIP der USA 1919–1945 (real, indexiert, 1919 = 100)	93
19	Entwicklung der Arbeitslosenrate 1929–1941 (in %)	93
20	Entwicklung des Dow Jones von Mai 1933 bis Dezember 1945 (nominal, indexiert, Mai 1933 = 100)	97
21	Entwicklung des Dow Jones 1919–1945 (nominal, indexiert, 1919 = 100)	98
22	Entwicklung des Immobilienpreisindex 1932–1945 (real, indexiert, 1932 = 100)	99
23	Entwicklung des Immobilienpreisindex 1919–1945 (real, indexiert, 1919 = 100)	99
24	Entwicklung des Goldpreises in US-Dollar, Schweizer Franken und Britischem Pfund 1919–1945 (indexiert, 1919 = 100)	101
25	Entwicklung des US-Dollar vs. Japanischer Yen 1992–1996	118
26	Entwicklung von Währungen einzelner Länder gegenüber dem US-Dollar 1992–2002 (Boomphase sowie Phase I & II, in US-Dollar pro Währungseinheit, Januar 1992 = 100)	124
27	Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze 1992–2002 (Boom, Phase I & II, in Lokalwährung)	125
28	Entwicklung der Aktienmärkte einzelner Länder 1992–2002 (Boom, Phase I & II, in Lokalwährung, Januar 1992 = 100)	126

29	Entwicklung der Aktienmärkte einzelner Länder 1992–2002 (Boom, Phase I & II, in US-Dollar, Januar 1992 = 100)	127
30	Entwicklung des Goldpreises 1992–2002 (Boom, Phase I & II, in Lokalwährung, Januar 1992 = 100)	130
31	Entwicklung des Goldpreises 1992–2002 (Boom, Phase I & II, in US-Dollar, Januar 1992 = 100)	131
32	Entwicklung der realen BIP 1992–2002 (Boom, Phase I & II, in %, in Lokalwährung)	133
33	Entwicklung der realen Konsumentenpreise 1992–2002 (Boom, Phase I & II, in %, in Lokalwährung)	134
34	Entwicklung der Leistungsbilanzen 1995–2002 (Boom, Phase I & II, in % des BIP)	135
35	Entwicklung der Leistungsbilanzdefizite 2008–2015 (in % des BIP)	146
36	Entwicklung der Geldmenge und des Konsumentenpreisindex in den USA 1970–1982 (in %)	152
37	Entwicklung des Erdölpreises 1972–1985 (real, WTI, indexiert, 1972 = 100)	155
38	Entwicklung des realen BIP und des Konsumentenpreisindex in den USA 1970–1985 (in %)	156
39	Entwicklung der Industrieproduktion in den USA 1970–1985 (indexiert, 1970 = 100)	158
40	Entwicklung der Arbeitslosenrate und des privaten Konsums in den USA 1970–1985 (in %)	159
41	Entwicklung des Dow Jones Industrial 1970–1985 (nominal, indexiert, 1970 = 100)	160
42	Entwicklung des S&P Index im Vergleich zum BIP 1970–1985 (real, indexiert, in %, 1970 = 100)	161
43	Entwicklung des Immobilienpreisindex in den USA 1970–1985 (real, in %, 1970 = 100)	163
44	Entwicklung des Goldpreises und des Konsumentenpreisindex in den USA 1970–1985 (real, indexiert, 1970 = 100)	165
45	Entwicklung der Fed Funds Rate 1970–1985 (real, in %)	166

46	Entwicklung des BIP verschiedener Länder 1970–1982 (nominal, indexiert, in %, 1970 = 100)	167
47	Entwicklung der Fed Funds Rate 1979–1984 (nominal, in %)	169
48	Entwicklung des Konsumentenpreisindex in den USA 1979–1984 (in %)	170
49	Entwicklung des BIP verschiedener Länder 1979–1986 (nominal, indexiert, 1979 = 100)	171
50	Entwicklung des US-Dollars vs. Schweizer Franken und Japanischer Yen 1970–1985 (indexiert, 1970 = 100)	172
51	Entwicklung des Dow Jones Industrial 1970–1985 (nominal, indexiert, 1970 = 100)	173
52	Entwicklung des S&P Index 1970–1987 (real, indexiert, 1970 = 100)	174
53	Projektion der Wachstumsraten des realen BIP im Jahr 2015 . . .	178
54	Projektion der Inflationsraten im Jahr 2015	179
55	Entwicklung des offiziellen Konsumentenpreisindex der USA im Vergleich zu den Berechnungen der Shadow Government Statistics 1980–2012 (in %)	191
56	Funktionsweise des Stabilisierungsfonds zwecks Rettung der UBS	210
57	UBS-Marktkapitalisierung vs. UBS-Aktienpreis 2005–2012 (in Schweizer Franken)	217
58	Entwicklung der Depositen in Südeuropa	222
59	Entwicklung der Problemkredite (NPL's) in Spanien (in % aller ausstehenden Kredite)	222
60	Drei Phasen für Anleger in Wirtschaftskrisen	228
61	Preisverlauf von verschiedenen Anlageklassen während und nach einer Krise	231
62	Empfehlungen für zukunftsgerichtete Anleger während unterschiedlicher Krisentypen	232
63	Entwicklung von Nestlé, MSCI, US-Dollar und Gold 1997–1999 (in Rubel)	234
64	Entwicklung von Nestlé und Gold 1997–1999 (in Schweizer Franken)	236
65	Entwicklung des S&P 500 Index (nominal und real, indexiert, linke Skala, 1968 = 100) und des Konsumentenpreisindex (rechte Skala, in %) 1968–1985	237

Verzeichnis der Tabellen

1	Entwicklung des «offiziellen» Geldumlaufs 1914–1923 (Reichsbanknoten, Darlehenskassenscheine, Reichskassenscheine und Privatbanknoten)	41
2	Entwertung der Mark zum US-Dollar 1914–1923 (Monatsdurchschnitte pro Quartal, indexiert, 1914 = 1)	43
3	Preisentwicklung ausgesuchter Lebensmittel 1914–1923	45
4	Entwicklung des Lebenshaltungsindex 1919–1923 (in Mark und in US-Dollar, 1919 = 100)	46
5	Entwicklung der Konsumentenpreise 1925–1935 (in Reichsmark, in %)	57
6	Entwicklung des «Deleveraging» und anderer volkswirtschaftlicher Variablen (1930–1939 im Vergleich zu 2008–2011, in % des BIP)	104
7	Makroökonomischer Datenkranz der Tigerstaaten (in %)	111
8	Leistungsbilanzdefizite ausgesuchter Länder Südostasiens 1995–1997 (in % des BIP)	114
9	Entwicklung der Kapitalflüsse nach Südostasien 1991–1996 (in % des BIP)	115
10	Verschuldung gegenüber ausländischen Banken 1997 (in Mrd. US-Dollar)	116
11	Entwicklung eines Aktienportfolios nach den Währungsabwertungen 1998–2002 (Phase II, in %, in Lokalwährung)	128
12	Entwicklung eines Aktienportfolios nach den Währungsabwertungen 1998–2002 (Phase II, in %, in US-Dollar)	128

13	Finanzierungsprogramme der internationalen Gemeinschaft während der Asienkrise (in Mrd. US-Dollar)	140
14	Voraussetzungen für unterschiedliche Krisentypen	185
15	Typologisierung der historischen Banken Krisen	211
16	Typologisierung von Banken Krisen	214
A1	Wesentliche wirtschaftliche Entwicklungen in Deutschland nach der Währungsreform 1924–1928	243
A2	Länder, die im 20. Jahrhundert einer Hyperinflation ausgesetzt waren	245
A3	Umgesetzte Massnahmen in Ländern, in denen eine Währungsreform durchgeführt wurde	246
A4	Beginn und Ende der Grossen Depression in verschiedenen Ländern (Quartale)	247
A5	Der Einbruch der Industrieproduktion während der Grossen Depression (Jahresdaten)	248
A6	Phase I der Asienkrise von Ende 1996 bis Januar 1998	249
A7	Phase II der Asienkrise von April 1998 bis Januar 1999	252

Verzeichnis der Boxen

1	Hundert Billionen Simbabwe-Dollar – Hyperinflation im 21. Jahrhundert: Simbabwe als Lektion für Zentralbanken ...	61
2	Die Wichtigkeit der Asienkrise	136
3	Zehn Lehren aus volkswirtschaftlicher Sicht	181
4	Hongkong	189
5	Welche Inflationszahlen stimmen?	191
6	Signale für ein Ende der Krise	230
7	Allgemeine Grundsätze	242

Über die Autoren

DR. RICARDO CORDERO

Dr. Ricardo Cordero schloss seine Studien als Dr. oec. an der Universität St. Gallen ab. Seine Laufbahn begann er Ende 1984 bei der Schweizerischen Bankgesellschaft (SBG), Zürich. Er war massgeblich am Aufbau des schweizerischen Optionen- und Futuresmarktes, SOFFEX, beteiligt. Bis Ende 1991 leitete er die entsprechende Handelsabteilung innerhalb der SBG. 1991 gründete er die Finanzgesellschaft IQ Portfolio & Risk Management AG, Zürich, welche 1995 mit der BWO Bank für Wertschriften und Optionen (BWO Bank), Zürich, fusionierte. Hier bekleidete er die Funktion des stv. Vorsitzenden der Geschäftsleitung. Ende 1999 wurde die BWO Bank in die Swissnetbank.com AG, Zürich, umfirmiert. Seit 2002 ist er CEO und geschäftsführender Partner bei Reichmuth & Co Investmentfonds AG, Luzern. Dr. Ricardo Cordero ist verheiratet und Vater von zwei Kindern.

PATRICK ERNE, CFA

Patrick Erne schloss das Studium als lic. oec. publ. an der Universität Zürich ab und ist CFA Chartholder. Während des Studiums absolvierte er ein Praktikum bei Reichmuth & Co, Luzern, und arbeitete als Research-Assistent. Ab Januar 2004 war Patrick Erne als Research Analyst und Portfolio Manager im Bereich Alternative Anlagen/Strategiefonds bei Reichmuth & Co tätig und seit 2009 für die Leitung des Hedge Funds Research Teams bei der Reichmuth & Co Investmentfonds AG verantwortlich und bekleidet hier die Funktion eines ge-

schäftsführenden Partners. Patrick Erne ist verheiratet und Vater von zwei Kindern.

CHRISTOF REICHMUTH, CFA

Christof Reichmuth schloss das Studium als lic. oec. an der Universität St. Gallen mit Auszeichnung ab und ist CFA Chartholder. Er hat Praktika bei der Credit Suisse, Luzerner Kantonalbank sowie bei Revisuisse Price Waterhouse absolviert und anschliessend in der Abteilung Multinational Division Schweiz bei der Credit Suisse gearbeitet. 1996 war er Gründungspartner von Reichmuth & Co in Luzern und ist seither als CEO tätig. Innerhalb der Reichmuth-Gruppe bekleidet er die Funktion als unbeschränkt haftender Gesellschafter. Christof Reichmuth ist verheiratet und Vater von vier Kindern.

PD DR. PHIL. TOBIAS STRAUMANN

Dr. Tobias Straumann studierte in Bielefeld, Paris und Zürich Geschichte und wurde mit einer Arbeit über den Aufstieg der Basler Chemie im 19. Jahrhundert promoviert. Anschliessend arbeitete er fünf Jahre als Journalist, unter anderem beim New Yorker Fernsehsender WNET. 2006 habilitierte er sich mit einer Studie zur Währungspolitik europäischer Kleinstaaten im 20. Jahrhundert. 2000/01 war er Visiting Scholar an der University of California in Berkeley. 2005/06 war er als Assistenzprofessor an der Universität Lausanne tätig. Seit 2007 ist er Privatdozent an der Universität Zürich und lehrt auch an der Universität Basel. In jüngster Zeit ist Dr. Tobias Straumann regelmässig als Kommentator zur Währungspolitik und Finanzgeschichte in Schweizer Medien aufgetreten. Dr. Tobias Straumann ist verheiratet und Vater von zwei Kindern.