Zeitschrift: Schweizer Monatshefte : Zeitschrift für Politik, Wirtschaft, Kultur
Herausgeber: Gesellschaft Schweizer Monatshefte
Band: 68 (1988)
Heft: 1

Artikel: Globalisierte Märkte : globalisierte Baisse
Autor: Wuffli, Heinz R.
DOI: https://doi.org/10.5169/seals-164558

Nutzungsbedingungen
Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Mehr erfahren

Conditions d'utilisation
L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. En savoir plus

Terms of use
The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. Find out more

Download PDF: 15.07.2025

ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, https://www.e-periodica.ch

Heinz R. Wuffli

Globalisierte Märkte – Globalisierte Baisse

Seit einiger Zeit haben sich die internationalen Finanzmärkte einerseits zunehmend globalisiert, anderseits immer stärker von der realen Leistungswirtschaft abgekoppelt. Sie sind gewissermassen zu Freiballons in einer scheinbar grenzenlos freien Luft geworden.

La hausse amène la hausse

Die von niedrigeren Energiepreisen, hohem Konsum, wachsender Rüstung und hochbleibenden Staatsausgaben beflügelte Konjunktur konnte so lange reibungslos finanziert werden, als die Notenbanken aus währungspolitischen Gründen gezwungen waren, eine reichliche Geldversorgung zuzulassen. Zudem wurde die Geldschöpfung auch vom eng geflochtenen Netz der internationalen Grossbanken und von der dank fortschreitender Informatik beschleunigten Geldumlaufgeschwindigkeit angetrieben. Das verschaffte den zusehends internationalisierten Börsen immer neue Nahrung und löste weltweit eine gewaltige Hausse aus.

Zugleich nahm die Bedeutung der institutionellen Investoren zu, welche die «Securitization», also die Transformation von Bankkrediten in Wertpapieranlagen, erst ermöglichten. Dies passte auch den diesem Prozess zu Gevatter stehenden Banken ins Konzept, die auf Grund der Erfahrungen mit manchen Auslandengagements — namentlich solchen in Schwellenländern — die risikoärmere Emissionsvermittlung der riskanteren Kreditgewährung vorzogen. Bei dieser Konstellation bewahrheitete sich das alte Wort von der sich selbst nährenden Hausse. Äussere Gründe dafür liessen sich leicht finden: wo man keine Risiken mehr sehen will, da ist man gern bereit, im Preis für das Geld auf Risikoprämien zu verzichten und sich mit extrem niedrigen Renditen zufrieden zu geben. Zugleich verdrängte man weitherum die weltwirtschaftlichen Hauptprobleme, namentlich die Weltverschuldung und die massiven Ungleichgewichte innerhalb der Industriestaaten. So setzte sich der Wirtschaftsaufschwung vorerst ungebrochen fort.

Nun ist es ja nicht so, dass die Verantwortlichen und die Marktbeobachter die Gefahren bei nüchterner Betrachtung nicht erkannten. Aber sie standen wie so oft unter allerhand Sachzwängen, namentlich unter dem

Druck, Erfolgsausweise für ihre Anlagetätigkeit vorzulegen, die sich mit jenen ihrer Konkurrenten vergleichen liessen. Ausserdem hofften manche, die Globalisierung der Märkte hätte zur Folge, dass sich die Ungleichgewichte durch eine weltweit ausgerichtete Anlagestrategie überspielen liesse; eine Verminderung des Dollaranteils hätte demnach auch zur Reduktion des Währungsrisikos führen sollen. Die jüngste Entwicklung hat indessen gelehrt, dass die globale Interdependenz auch eine Globalisierung der Risiken nach sich zieht.

In solchen Boomphasen fällt es niemandem leicht, der einzige Kluge unter lauter Gescheiten sein zu wollen. Was für Privatanleger noch möglich ist, erweist sich für institutionelle Vermögensverwalter als weitaus schwieriger, nämlich nichts zu tun oder gar gegen den Strom zu schwimmen.

Entwicklung der realen Leistungswirtschaft

Im Gegensatz zu den Finanzmärkten hat sich der Welthandel seit einigen Jahren bloss noch unterdurchschnittlich entfaltet. Zwar blieb der Export von Investitions- und Konsumprodukten innerhalb der Industriestaaten relativ bedeutend, und auch der Handel mit Rüstungsgütern verharrte leider auf allzu hohem Niveau. Aber umgekehrt ist die hochverschuldete dritte Welt seit langem kaum mehr imstande, die benötigten Güter zu beschaffen und zu bezahlen. Auch die Ölländer sind nicht mehr die kritiklosen Grosskunden von gestern, zumal ihre geringeren Einnahmen auch noch direkt oder indirekt zur Finanzierung des Religionskrieges am persischen Golf eingesetzt werden. Nicht zu übersehen ist endlich der in manchen Bereichen geringer gewordene Rohstoffbedarf und die gegenüber früher weit rationellere Agrarproduktion, welche das Welthandelsvolumen insgesamt zusätzlich beeinträchtigen.

Dazu kommt die starke Zunahme der Konkurrenzfähigkeit Ostasiens, insbesondere Japans, und zwar nicht nur in preislicher, sondern auch in qualitativer Hinsicht. Ersteres ist vor allem in Europa, letzteres namentlich in den USA spürbar, deren Produkte vielfach alles andere als Spitzenleistungen darstellen. Zum Teil mag das der seit langem unzulänglichen Berufsausbildung zuzuschreiben sein. Zum andern Teil wird die amerikanische Innovationskraft wohl auch durch eine überzogene Produktehaftpflicht beeinträchtigt.

Schliesslich ist nicht zu übersehen, dass die Sparquoten in den drei entscheidenden Wirtschaftsregionen immer mehr auseinanderdriften. Sie dürften derzeit in Japan bei über 16%, in Westeuropa bei gegen 12% und in den USA bei kanpp 7% liegen. Da mit den Ersparnissen die Zukunft finanziert werden muss, sind die Folgen leicht auszumalen, vor allem dann,

wenn diese Unterschiede jahrelang andauern. Damit ist aber auch eines der Kernprobleme angesprochen, das weitherum beredet wird, aber von einer Lösung noch weit entfernt zu sein scheint: das amerikanische Zwillingsdefizit. Gemeint ist der Fehlbetrag im amerikanischen Bundeshaushalt von über 160 Milliarden und das Handelsbilanzdefizit der USA von über 130 Milliarden Dollar. So ist die Führungsmacht nolens volens gezwungen, sich immer mehr zu verschulden, nicht nur im Inland, sondern auch und vor allem im Ausland. Das muss die Aussichten für den Dollar zwangsläufig trüben.

Handel mit heisser Luft

«Think positive» und «think big» sind die beiden Parolen, denen in den USA ein hoher Stellenwert zukommt.

Das erstere — an sich erfreulich und ermutigend — hat zu grossartigen Leistungen in der Vergangenheit geführt und die Vereinigten Staaten aus dem Tief der Selbstzerfleischung nach dem Vietnam-Trauma wieder emporgehoben.

Das letztere aber wird von diesseits des Atlantiks eher mit zwiespältigen Gefühlen betrachtet. Es lässt sich an manchen Erscheinungen des täglichen Lebens ablesen, so etwa an der Verschwendung von Energie oder von Nahrungsmitteln. Aber es tritt auch im ambitiösen Rüstungsprogramm in Erscheinung, das sich kaum mehr im bisherigen Umfang finanzieren lässt, selbst wenn die andern Industrieländer über den Mechanismus ihrer Währungsverluste auf Dollarguthaben zur Rüstungsfinanzierung indirekt und gezwungenermassen beitragen müssen. Schliesslich spiegelte sich das «think big» auch in den Mega-Fusionen und den daherrührenden Fehlentwicklungen wider, die mit Recht als Kasino-Kapitalismus apostrophiert werden.

Nun ist letztlich alles eine Frage des Masses. Aber wenn ein paar Freibeuter zahlreiche wichtige Unternehmen dazu zwingen können, nur noch kurzfristig zu denken, um ihren Aktionären zu gefallen, und demgegenüber das langfristige Überleben sozusagen «Gott und der Zeit» zu überlassen, dann stimmt etwas Grundsätzliches nicht mehr. An dieser Erkenntnis ändert nichts, dass eine Vielzahl guter und weniger guter Kapitalmarktoperationen der Finanzwelt zu grossen Zusatzgewinnen verhilft und manche smarte Finanzingenieure in Versuchung führt, alle traditionellen Grundsätze über Bord zu werfen. Wenn Unternehmungen ihre Bilanzstrukturen verschlechtern, um Übernahmegelüste abzuschrecken, dann wird das Spiel vollends verantwortungslos, möge es noch so sehr den Segen von Juristen und Börsianern erhalten.

Ähnliches ist in Europa ansatzweise festzustellen. Dabei wirken die Währungsungleichgewichte und die Flut von Terminoperationen als Verstärkungsfaktoren ebenso mit wie die an sich begrüssenswerte Deregulierung wichtiger Finanzmärkte. Letzteres hatte neben durchaus erwünschten Folgen eben in jüngster Vergangenheit auch den Nachteil, dass manche noch wenig sturmerprobte Finanzleute sich unbelastet von historischen Erfahrungen im Markt zu tummeln begannen. Manche unter ihnen glauben nach wie vor zu sehr an mechanistische Modelle und übersehen die massenpsychologischen Kräfte. London und New York sind beileibe nicht die einzigen Plätze, die dafür Beispiele liefern. Der Siegeszug der Personal Computers entbindet an sich eben nicht vom altmodischen normalen Denken.

Tatsächlich hat der Börsenboom in Höhen geführt, die sich im nachhinein nur durch die währungsinduzierte Gier nach weiteren Kursgewinnen, aber nicht durch betriebswirtschaftlich fundierte Überlegungen begründen lassen. Kurs-Gewinn-Verhältnisse von 50 und darüber oder Direktrenditen unter 1% sind ja nur erklärlich, wenn der Erwerber solcher Papiere zusätzlich massive Währungsgewinne erwartet. Wer in Dollars denkt, für den sind Franken-, D-Mark- oder Yen-Anlagen daher nur interessant, solange der Dollar schwindsüchtig bleibt. Anderseits wird es selbst bei hervorragenden Unternehmungen vieler Jahre bedürfen, bis doppelt so hohe Dividenden ausgeschüttet werden können.

Umgekehrt kann es den Emittenten von Risikopapieren nicht verübelt werden, wenn sie diese einmalige Konstellation dazu benützten, um sich billiges Risikokapital zu beschaffen und ihre Finanzstrukturen zu verbessern. Insofern hat die Börsenhausse namentlich auch in der Schweiz mitgeholfen, die Bilanzstruktur mancher Unternehmungen grundlegend zu festigen. Die so benutzte Mobilisierung der Frankenstärke erlaubt wohl, eine allfällig bevorstehende Rezession besser zu überstehen als während der siebziger Jahre. Indirekt erfährt dadurch auch das gegenwärtige Ausschüttungsniveau eine gewisse Absicherung gegen unten, was das Durchhalten von Aktienanlagen erleichtert.

Brutales Erwachen

Unter den skizzierten Umständen war es eine Frage der Zeit, wann das grosse Erwachen kommen und wie gross der Einbruch ausfallen würde. Der Oktober und November 1987 haben nun die Stunde der Wahrheit schlagen lassen, wohl zur Überraschung der meisten Beobachter, die weder eine so baldige noch eine so scharfe Baisse erwarteten.

Die Ursachen lassen sich im nachhinein unschwer lokalisieren. Generell könnte man sie mit der Erkenntnis umschreiben, dass die Politik unter

ihren eigenen Sachzwängen ausserstande erscheint, ihre Aufgaben zu erfüllen, und zwar weder im nationalen noch im internationalen Kontext. Das weitverbreitete Durchwursteln erfordert nun seinen hohen Preis.

Die Weltverschuldung lässt sich mit beschwörenden Formeln — erinnert sei an den Baker-Plan oder an die Appelle für Direktinvestitionen in den Schwellenländern —, hinausgeschobenen Fälligkeiten und überzogenen Bedingungen des Währungsfonds schlechterdings nicht lösen ohne zusätzliche schlichte Forderungsverzichte. Werden diese weiterhin aus an sich achtbaren privatwirtschaftlichen Gründen abgelehnt, dann dürfte sich die Abkoppelung mancher Länder vom weltwirtschaftlichen Kreislauf fortsetzen. Das hat schwerwiegende politische Folgen, wird aber auch die Konjunktur immer mehr beeinträchtigen. Es liegt auf der Hand, dass Forderungsverzichte für Banken mit ungenügenden Delkredere-Rückstellungen äusserst schmerzlich sind. Doch hat es keinen Sinn, die Augen vor den Realitäten zu verschliessen und weiterhin Nonvaleurs um jeden Preis in den Bilanzen aktiviert zu halten. Dass der Markt heute manche lateinamerikanischen Engagements nur noch mit 40 bis 50% ihres Nennwerts bewertet, zeigt ungefähr das Ausmass der notwendigen Abstriche.

Nicht weniger bedeutungsvoll ist das hartnäckige amerikanische Bundesdefizit, dem wohl nur durch ein Massnahmenbündel mit Rüstungseinsparungen und Steuererhöhungen begegnet werden könnte. Das fällt vor dem Wahljahr 1988 sicher nicht leicht, selbst wenn es politisch überhaupt durchsetzbar sein sollte. Das bisherige Gerangel um etwa einen Siebtel des Defizitbetrags stimmt wenig ermutigend. Doch sollten wir uns vor allzu selbstgerechter Kritik hüten: auch hierzulande wurden seinerzeit gewaltige Redeschlachten geführt, um ein paar hundert Millionen Franken einzusparen und die Bundesrechnung um etwa 2—3% zu entlasten. Die meisten Regierungen überlassen eben die monetaristischen Grundsätze gerne den Zentralbanken und handeln selber nach keynesianischen Lehren...

Ebensowenig ist eine Lösung in Sicht für den andern Defizitzwilling, die Handelsbilanz. Die masslose Konsumneigung der Amerikaner hat die Importe kräftig ansteigen lassen, wogegen selbst der tiefe Dollarkurs offenbar kaum genügt, um die Exporte zu beflügeln. Dies hängt nicht nur von der preislichen und qualitativen Konkurrenzfähigkeit ab, sondern auch vom Exportwillen: dieser wird natürlich nicht grösser, solange die Kapazitäten durch den florierenden Binnenabsatz nahezu voll beansprucht sind. Ausserdem spielt hier auch die Verschuldung Lateinamerikas hinein, dessen Staaten einst zu den wichtigsten Kunden der Nordamerikaner zählten.

Bei dieser Lage bedurfte es nur eines geringen Anstosses, um die Angstlawine ins Rollen zu bringen, zunächst beim Dollarkurs, dann bei den Aktienbörsen. Ob das nun unglückliche Bemerkungen von innenpolitisch fixierten amerikanischen Regierungsmitgliedern oder eine kleinliche

Zwängerei um die Zinspolitik in Westeuropa war, ist nicht entscheidend. Wesentlich ist, dass dadurch die massenpsychologische Gleichrichtung unvermutet und über Nacht eine Drehung um 180 Grad erhalten und einen kumulativen Prozess in Gang gesetzt hat, der vermutlich kräftig nach unten überschiessen wird, bevor Vernunft einkehrt. Angst verebbt freilich weniger rasch als unerfüllte Gier.

Verstärkt wurde die Baisse durch die weltweit verflochtenen Märkte, den Programmhandel und das übermässig aufgeblähte Kartenhaus der Optionsgeschäfte. So konnte sich kein Finanzplatz und kaum ein einziger Titel ungeachtet seiner inneren Qualität dem Kurszerfall entziehen: je grösser der Ausländerbesitz, desto stärker fiel der Rückgang aus. Viel Gedrucktes ist dadurch Makulatur geworden.

Nach dem Sturm

Ob dem Herbststurm weitere folgen, wird die Zukunft zeigen: die Zeit ist für Propheten ungünstig geworden, zumal die Märkte für einige Zeit labil bleiben werden. Nun geht es darum, die Lage möglichst emotionsfrei zu beurteilen.

Zunächst ist wohl vor den Weltuntergangsreisenden zu warnen, die aus dem Crash Cash machen wollen. Die Lage ist nämlich in mancher Hinsicht nicht mit jener von 1929 zu vergleichen. Zum einen ist die Kooperation der Notenbanken weit besser als damals. Das lässt sich daraus erkennen, dass hüben wie drüben die notwendigen Liquiditäten bereitgestellt wurden, um einen Kollaps zu verhindern. Dass dieses Zusatzgeld später wieder abgeschöpft werden muss, wenn die akute Krise vorbei ist, dürfte überall klar sein. Zum andern ist die Börsenverschuldung keineswegs so gross wie Ende der zwanziger Jahre. Die meisten Anleger hat es auf dem Spielbein und nicht auf dem Standbein erwischt. Und zum dritten ist die Ertragslage der Unternehmungen zumindest so solid, dass ihre Dividendensätze vorerst nicht gefährdet erscheinen. Die laufenden Vermögenserträge werden durch den Kurseinbruch daher kaum berührt, wobei allerdings die Renditevorstellungen um das Ausmass der neu kalkulierten Risikoprämien angehoben werden. Kursverluste an sich bedeuten daher noch nicht Ertragseinbussen, sofern sie auf echtem und unverpfändetem Titelbesitz und nicht auf blossen Hoffnungen, lies Optionen, entstanden sind.

So ist es ziemlich unsinnig, nun Rechnungen darüber anzustellen, wieviel ärmer die Welt seit dem September 1987 geworden sei. Börsenkapitalisierungen sind wohl mikroökonomisch, aber nicht makroökonomisch realisierbar. Der clevere Privatanleger kann zwar voll aussteigen, aber

ganze Volkswirtschaften können dies eben nicht. Was weitgehend abgeströmt ist, das ist die heisse Luft und der Schaum von Träumen und Hoffnungen, nicht mehr, aber auch nicht weniger.

Trotz aller Gefühlsbelastungen hat die Baisse nicht nur Nachteile, sondern auch Vorteile. Mehr Vernunft bei der Marktbeurteilung und bei der angemessenen Risikoverteilung der Anlagen wird nicht schaden. Und etwas mehr Vorsicht bei der Jagd nach immer originelleren Kapitalmarktinnovationen dürfte ebenfalls heilsam sein. Positiv zu werten, ist wohl auch, dass sich das Karussell des Kasino-Kapitalismus künftig langsamer drehen dürfte als bisher. So wird man vielleicht etwas weniger hören von kurzsichtig geplanten Übernahmekämpfen oder reinen Erpressungsbeteiligungen. Das Wichtigste bleibt aber, dass die Warnung der Märkte an die Adresse der Politiker Gehör findet, und zwar nicht nur in den Vereinigten Staaten, sondern auch in Europa und Japan.

Globalisierte Märkte und globalisierte Börsenschwankungen entbinden keinen einzigen Staat von der Verpflichtung, sein eigenes Haus in Ordnung zu halten und davon abzusehen, seinen Bürgern Wunder zu versprechen. Das fällt freilich in keiner Demokratie leicht, schon gar nicht im Zeitalter der elektronischen Medien, bei denen Politik oft weniger der Wahrheitssuche dient als dem blossen Amusement gelangweilter Zeitgenossen.

Immerhin sind die Gefahren nicht zu übersehen, die aus der Baisse erwachsen können. Allenthalben wird man bei Investitions- und Konsumentscheiden vermutlich vorsichtiger werden, was zu rezessiven Einbrüchen führen könnte. Dazu kommt die Versuchung, die Devisen- und Aktienmärkte durch eine andauernd übergrosse Liquiditätszufuhr zu stützen und — über die akute Krise hinaus — sich gegenseitig mit allzu billigem Geld zu konkurrenzieren. Daraus könnte erneut eine hartnäckige Stagflation entstehen, was den alten Satz bewahrheiten würde, dass die Geschichte jene Leute, die aus ihr nichts lernen, zwingt, die bösen Erfahrungen der Vergangenheit zu wiederholen. Erste Anzeichen dafür fehlen nicht. So ertönen bereits wieder Stimmen, die den Monetarismus totsagen und den Keynesianismus hochleben lassen. Aber darum geht es hier gar nicht. Keynes'sche Lehren sind einstweilen unnötig, und die einsichtigen Monetaristen forderten stets, dass die Regierungen gesunde Haushaltgrundsätze zu befolgen hätten. Auf die USA umgemünzt heisst dies, dass selbst dieses reiche Land auf die Dauer nicht imstande ist, soviel Kanonen und soviel Butter zugleich zu finanzieren. Glücklicherweise sieht sich die Sowjetunion als Gegenmacht heute vor dem gleichen Problem, auch wenn hier die Warnung der nicht vorhandenen Finanzmärkte durch die Einsicht der Führung ersetzt werden muss.

Lehren werden auch in betriebswirtschaftlicher Hinsicht zu ziehen sein. Zusätzliches Risikokapital kostet künftig weit mehr als bisher. Das dürfte

nicht ohne Einfluss auf die Planung bleiben. Dennoch wird die Entwicklung zu globalisierten Märkten und zur «Securitization» weitergehen, wenn auch langsamer als bisher. Innovative Ingenieure sind da und dort vielleicht wieder etwas gefragter als Finanzleute. Aber die strukturellen Gegebenheiten sind für beides, für die Weltmärkte und die «Securitization», weiterhin massgebend, nämlich das Gewicht der zum Anlegen gezwungenen institutionellen Investoren einerseits und der Drang der Banken nach risikoärmeren Geschäften anderseits. Der fortgesetzte Strukturwandel wird nicht nur Risiken bringen, sondern auch Chancen eröffnen. Allerdings verlangt deren Wahrnehmung nun wieder vermehrt echte reale Leistungen und lässt sich nicht durch kühne Finanzoperationen allein herbeizwingen. Die Finanzmärkte werden sich darauf einstellen müssen, nicht mehr gewissermassen als Freiballone über den Dingen zu schweben, sondern als Fesselballone wieder einen engeren Zusammenhang mit der realen Wirtschaft zu suchen. Dazu gehört als erstes eine Neubeurteilung der Anlagen nach klassischen Kriterien der Qualität.

Wer hat einen Schadenfreiheits-Bonus in der Hausrat-Versicherung?

Wir zahlen nach 5 schadenfreien Jahren
50% der letzten Jahresprämie zurück.

Altstadt
VERSICHERUNGEN

Hauptsitz
Albisriederstrasse 164, 8040 Zürich, Telefon 01-492 70 40