

# Stehen wir vor einer Deflation? Und was sind die Konsequenzen für die Anlagepolitik?

«Befinden wir uns in einem deflationären Umfeld und was sind die Konsequenzen für die Anlagepolitik?»  
Im folgenden Artikel gibt Prof. Norbert Walter, Chefvolkswirt der Deutschen Bank, Antworten auf eine der zentralen Fragen, mit denen sich jeder Anleger in den kommenden Monaten auseinandersetzen sollte.



*Von Prof. Norbert Walter  
Chefvolkswirt  
Deutsche Bank, Frankfurt*

Deutschland, die grösste Volkswirtschaft im Euroraum, befindet sich derzeit in einer wirtschaftlichen Situation, die ein Abrutschen in eine Deflation möglich erscheinen lässt. Mit einer, um Steuereffekte bereinigten, jährlichen Inflationsrate von 0,5% bedarf es nicht mehr vieler falscher wirtschafts- und gesellschaftspolitischer Entscheidungen, um dieses Risiko traurige Realität werden zu lassen. Weder die deutsche Wirtschaftspolitik noch die Europäische Zentralbank sind aber bereit, dieses vorhandene Risiko ernsthaft zu diskutieren oder gar mögliche Gegenmassnahmen zu treffen.

Zwar kann man nach gründlicher Analyse des volkswirtschaftlichen Status Quo durchaus zum Schluss kommen, dass ein Abgleiten in eine Deflation für Deutschland unwahrscheinlich ist bzw. eine sehr geringe Eintrittswahrscheinlichkeit hat. Dennoch ist dieses Risiko virulent. Ihm entgegenzuwirken ist umso wichtiger, als im Falle des Eintritts einer Deflation weder fiskalpolitische (der Maastricht-Kriterien wegen) noch geldpolitische (aufgrund der Liquiditätsfalle) Instrumente zur Verfügung stehen bzw. greifen.

Das Risiko ist also so gravierend, dass es zumindest eine ernsthafte und sachliche Würdigung in der politischen Diskussion verdient. Die gerade verabschiedete Koalitionsvereinbarung der rot-grünen Regierung ist dabei ein erneuter Schritt in die falsche Richtung. Anstatt die Wirtschaft spürbar zu beleben und zu entlasten, folgt sie stur dem «Diktat des Kollektivismus» – einer Umverteilung des Mangels. Was fehlt, ist das erkennbare Bestreben, dringend notwendige Reformen ernsthaft anzugehen und nicht nur an den Symptomen zu kurieren.

So ist das jetzt geplante Vorschaltgesetz zur Kostenreduktion im Gesundheitswesen wieder einmal eine völlig falsche Massnahme. Die rot-grüne Bundesregierung scheint dabei durch eine drastische Erhöhung der Pflichtversicherungsgrenze den Wechsel in die Privatkassen für viele, vor allem jüngere Beschäftigte durch eine teure «Zwangsmitgliedschaft» in der GKV verhindern zu wollen.

Auch ein Einfrieren der Kostenbudgets im Gesundheitswesen für 2003 auf Vorjahresniveau scheint wenig geeignet, um die strukturellen Probleme zu lösen. Statt einer echten Reform wird durch eine Verbreiterung der Beitragsbasis und durch dirigistische Eingriffe in die Kostengestaltung der Gesundheitsanbieter kurzfristig das Defizit begrenzt. Leider ist zu befürchten, dass auch diesmal die Frühphase der Legislaturperiode nicht für die Konzeption einer mutigen und radikalen Gesundheitsreform genutzt wird, sondern dass diesem Vorschaltgesetz wohl noch eine Reihe anderer, ebenso kurzfristig angelegter Gesetze folgen dürfte.

Ebenso ist eine weitere Liberalisierung des verkrusteten deutschen Arbeitsmarktes durch das Hartz-Konzept wieder in weite Ferne gerückt. Obwohl im Hartz-Konzept einige gute Ansätze (mehr Dienstleistungsorientierung in der Arbeitsvermittlung, verschärfte Zumutbarkeitskriterien bei der Arbeitsaufnahme) vorhanden sind, zielt es doch am eigentlichen Problem vorbei. Nicht die mangelhafte Vermittlung der offenen Stellen ist das Kernproblem im deutschen Arbeitsmarkt, sondern der Mangel an geeigneten Anreizen, Arbeitsplätze in der offiziellen Wirtschaft zu Marktlöhnen anzunehmen.

Aber es gibt auch positive Entwicklungen zu vermelden; so ist z.B. die EU-Osterweiterung – durch das positive irische Referendum und den Finanzierungskompromiss zwischen Deutschland und Frankreich weiter im

Zeitplan – einer der wenigen Lichtblicke im Euroraum. Jedoch besteht auch hier die Gefahr, dass zu zögerliches Handeln und übertriebener nationaler Protektionismus den reibungslosen Beitritt gefährden könnten – mit entsprechenden Konsequenzen für die Beitrittskandidaten und den Euroraum. So hätte ein Nicht-Beitritt der derzeitigen Kandidaten dramatische Auswirkungen auf das Zinsniveau in diesen Ländern und damit auf deren Wirtschaft.

Im Rahmen der EU-Osterweiterung kam es in der Vergangenheit zu einer immer stärkeren Angleichung des lokalen Zinsniveaus an das Euroland-Zinsniveau. Dieser Prozess würde bei einem Ausbleiben bzw. Verschieben des Beitritts schlagartig revidiert. Es käme also zu einem enormen exogenen Schock, der mittelosteuropäischen Ländern Finanzierungsprobleme bescheren könnte. Der Prozess der EU-Erweiterung sollte also mit Bedacht und Vorausschau vorangetrieben werden.

Von der Weltwirtschaft dagegen ist derzeit keine Hilfe für die angeschlagene Konjunktur im Euroland zu erwarten. Japan bleibt in seiner Deflations- und Schuldenfalle gefangen und kann daraus nur durch eine massive Abwertung seiner Währung, des Yen, befreit werden – eine Option, die übrigens Deutschland im Falle einer Defla-

tion nicht zur Verfügung stehen würde. Die notwendige Korrektur des Yen wollen aber weder die Amerikaner noch die Europäer. Die einen benötigen einen schwachen Dollar, um ihr gigantisches Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren, und die anderen bauen auf einen schwachen Euro, um die labile Exportnachfrage nicht zu gefährden.

### Wie auch immer sich die Weltwirtschaft entwickelt – letztendlich hängt die strategisch vernünftige Vermögensallokation vom individuellen Lebensalter und von der persönlichen Situation ab.

Auch aus Lateinamerika kommt wenig Grund zur Hoffnung. Argentinien ist insolvent und Brasilien ist stark gefährdet, beides jeweils mit erheblichen Auswirkungen auf die Finanzierungsbedingungen anderer Schwellenländer und die Lage der Finanzinstitute in den USA und Europa. So würde die Ankündigung einer endgültigen Zahlungsunfähigkeit durch Argentinien Wellen bis nach Europa schlagen. Die Türkei wäre sicherlich mit am stärksten davon betroffen und würde die Folgen im Rahmen dramatisch ansteigender Spreads ihrer Staatsanleihen zu spüren bekommen.

Neben diesen sehr akuten Krisen und Risiken schwebt die Gefahr des internationalen Terrorismus nach wie vor wie ein Damoklesschwert über einer möglichen weltwirtschaftlichen Erholung. Es ist also heute immer noch sehr schwer abzusehen, wann wir

wirklich wieder einen veritablen und anhaltenden Aufschwung zu erwarten haben. Vieles hängt dabei von den amerikanischen Konsumenten und ihrer scheinbar unverwundlichen «Konsumbegeisterung» ab, die freilich zuletzt auch gewichen zu sein scheint. Bei alledem habe ich ein Risiko für die Weltwirtschaft – einen Krieg gegen

den Irak, der nicht ganz kurz und (im Sinne der Amerikaner) erfolgreich ist – noch gar nicht bedacht. Ein solcher würde über beträchtliche Verteuerung der Energie und die Erhöhung der Unsicherheit rezessive Tendenzen fast unausweichlich machen.

Was bedeutet dies alles nun für Ihre persönliche Portfolioallokation und wie sollten Sie sich verhalten? Letztendlich hängt die strategisch vernünftige Vermögensallokation bei Privatanlegern sehr stark vom individuellen Lebensalter und von der persönlichen Situation ab. Die von mir beschriebenen Krisen und Risiken lassen nicht eine bestimmte Assetklasse als besonders rentable gegenüber den anderen erscheinen – insbesondere wenn man, was man bei Vermögensanlagen tun sollte, die langfristige Perspektive im Blick hat. Deshalb ist eine allgemeine Empfehlung hier auch nicht zielführend.

Dieses vorausgeschickt, kann ich Ihnen sagen, dass meine persönliche Vermögensallokation derzeit sehr stark in Geldmarkt- und Rentenanlagen übergewichtet ist – und ich spreche hierbei nicht von Argentinien- oder Türkeianleihen. Da die Inflation weltweit derzeit gebändigt ist, sind Anlagen in Rohstoffen, einschliesslich Gold, eher kontraindiziert. Aber, wie schon erwähnt, diese scheint mir die vernünftige Allokation für meine persönliche Situation zu sein – die Ihre kann, etwa weil Sie jünger sind, eine stärkere Aktiengewichtung beinhalten. ●

#### Prof. Norbert Walter beim ZfU

Prof. Norbert Walter wird mit weiteren illustren Referenten am Lehrgang für Asset Management des ZfU (Zentrum für Unternehmungsführung / International Business School) vom 9. bis 14. März 2003 im Hotel Steigenberger Belvedere in Davos auftreten. Die Veranstaltung richtet sich an Vermögensverwalter und Führungskräfte aus dem Finanzbereich sowie institutionelle und erfahrene Privatanleger. Weitere Informationen: [www.zfu.ch/pdf/vv.pdf](http://www.zfu.ch/pdf/vv.pdf).