

## LEITARTIKEL

VON JOSEF URSCHITZ



## Der schwarze Schwan und seine Crashpropheten

Noch ist an den Börsen nicht allzu viel passiert, aber die drohende Corona-Stagflation wird den Aktienkursen wohl noch beträchtlich zusetzen.

Am Ende der schlimmsten Börsenwoche seit der großen Finanzkrise haben die Crashpropheten Hochsaison: Mit dem Coronavirus sei der gefürchtete „schwarze Schwan“ aufgetaucht, heißt es. Also ein nicht vorhersehbares singuläres Ereignis, das pandemisch um sich greift und den Börsen ebenso wie der Weltwirtschaft den größten Crash aller Zeiten bescheren wird. Zum Fürchten!

Panik ist im Moment zwar en vogue, aber in dem Fall ist es wirklich angebracht, einmal tief durchzuatmen und die Dinge relaxed zu betrachten. Was wir jetzt sehen, ist Nervosität, aber noch lang nicht die große Katastrophe. Die Kurse sind in dieser Woche um rund ein Zehntel gefallen – und das hätten sie in den heißgelaufenen Märkten in nächster Zeit auch ganz ohne Virus getan. Wenn auch nicht in diesem Tempo.

Vor allem aber: Es gibt kaum Verlierer. Wer nicht erst in den vergangenen Wochen eingestiegen ist, der sitzt jetzt selbst dann meist noch auf satten Aktienkursgewinnen, wenn er nicht – was vernünftig gewesen wäre – schon zu Wochenbeginn seine Gewinne realisiert oder zumindest abgesichert hätte. Der Kurssturz hat Anleger bisher also nicht um Haus und Hof gebracht, sondern in den meisten Fällen lediglich den theoretisch aufgelaufenen Gewinn geschmälert. Panikmache mit den an der Börse angeblich ausradierten Fantastilliarden ist so gesehen ziemlich daneben.

Übertriebener Optimismus freilich auch. Denn in China ist mehr als ein Sack Reis umgefallen. Selbst wenn aus der Corona-Epidemie keine globale Pandemie wird (wonach es derzeit freilich nicht aussieht), ist großer wirtschaftlicher Schaden schon angerichtet. Spätestens in zwei, drei Wochen, wenn die erwarteten Containerschiffe aus Fernost immer öfter ausbleiben werden, wird der Sand im wirtschaftlichen Getriebe Europas und der USA hörbar zu knirschen beginnen. Wir reden bei China ja vom global mit Abstand wichtigsten Vorlieferanten.

Bekommen die Mediziner die Corona-Geschichte zeitnah unter Kontrolle (wonach es derzeit allerdings ebenfalls nicht aussieht), dann werden wir in den Industriestaaten ein paar rezessive Quar-

tale erleben. Dauert die Krise länger, dann wird die eingeschränkte Produktion zu Verknappungserscheinungen in verschiedenen Sektoren führen.

Und dann wird es richtig haarig: Verknappung erzeugt Preisdruck. Bei stagnierender oder sinkender Wirtschaftsleistung wohlgermerkt. Das ist die gefürchtete Stagflation. Die Notenbanken können darauf nicht lehrbuchgemäß mit Zinserhöhungen reagieren, weil sie damit die Wirtschaft (und nicht wenige Staaten dazu) wegen des aktuell hohen Schuldenlevels auf der Stelle abmurksen würden. Da werden wir dann Zeugen von erstaunlichen Experimenten mit ungewissem Ausgang werden. Hongkong beispielsweise beginnt schon jetzt mit Helikoptergeld. Dort wird jeder Einwohner demnächst 1200 Dollar mit lieben Grüßen von der Regierung auf dem Konto finden.

Übrigens: Das Stagflationsszenario ist nicht fiktiv. In China beispielsweise ist die Nachfrage im Februar drastisch eingebrochen, bei Autoverkäufen etwa um rund 90 Prozent. Trotzdem hat die Inflation deutlich angezogen.

Wir steuern also global auf sehr unsichere und unruhige Zeiten zu. Das heißt natürlich auch nichts Gutes für die angeschlagenen Finanzmärkte. Das Börsengewitter, das wir diese Woche gesehen haben, wird sich also wohl für längere Zeit nicht verziehen. Niemand hat eine funktionierende Glaskugel, aber im Fall einer echten Stagflation klingen Expertenprognosen über weitere Kursrückgänge von 20, 30 oder 40 Prozent nicht so an den Haaren herbeigezogen.

Wer also bisher nicht reagiert hat, sollte sich langsam etwas zu überlegen beginnen. Aussichtsstrategien sind angesichts solcher Aussichten jedenfalls keine brillante Idee. Dann schon eher „take the money and run“. Denn die alte Börsenweisheit, dass vom rechtzeitigen Realisieren von Gewinnen noch keiner arm geworden ist, gilt natürlich auch in solch ungewöhnlichen Zeiten. Oder besser, gerade dann.

Mehr zum Thema: Seite 1

E-Mails an: josef.urschitz@diepresse.com

# „Kapitalismus ist nicht perfekt, sichert aber unseren Wohlstand“

**Interview.** Notenbank-Gouverneur Holzmann sieht in Sachen Coronavirus die Fiskalpolitik gefordert. Die Vermögensberechnung könnte bald Sozialtransfers beinhalten.

VON NICOLE STERN UND BEATE LAMMER

**Die Presse:** Das Coronavirus dürfte das chinesische Wirtschaftswachstum dämpfen. Nun breitet sich das Virus auch in Europa aus. Macht sich die Europäische Zentralbank bereits Sorgen?

**Robert Holzmann:** Jeder Schock, der die Ökonomie, ob weltweit oder regional, trifft, bereitet einem Zentralbanker Sorgen. Daher möchte er wissen, wie groß der Schock ist und wie man mit ihm umgeht. Nachdem wir das beim Coronavirus noch nicht wissen, können wir nur Schätzungen abgeben. Was tatsächlich passiert, wird man sehen.

**Wenn die Konjunktur einbrechen sollte, was könnte die Europäische Zentralbank unternehmen?**

Wenn man sich die Prognosen der chinesischen Kollegen ansieht, sind wir noch weit von einem Worst-Case-Szenario entfernt. Selbst wenn uns das Virus noch ein weiteres Quartal beschäftigt, wird der Einfluss auf die chinesische Konjunktur zwar merklich spürbar, aber deshalb noch nicht katastrophal sein. Und es ist nicht ausgeschlossen, dass danach ein konjunkturelles Überschießen stattfindet. Weil man aufgrund von konsumierten Pflichturlauben später mehr arbeitet. Die tatsächliche Arbeitszeit ist noch immer ein wesentlicher Faktor für den Output einer Volkswirtschaft.

**Halten Sie neue geldpolitische Stimuli für notwendig?**

Bei einem Angebots- plus Nachfrageschock wird eine andere Form der Politik, nämlich vornehmlich Fiskal- oder Strukturpolitik, greifen müssen. Ich sehe die Rolle der Zentralbank da nicht an erster Stelle. Wo es wahrscheinlich Interventionen braucht, ist bei der Liquiditätsversorgung und der Kreditverlängerung im Bankenbereich. Man kann Zinssätze senken, aber wenn ein Unternehmen im Rahmen eines Schocks gezwungen ist, Überziehungen vorzunehmen, und keinen Kredit bekommt, nützen die niedrigen Zinsen wenig.

**In den vergangenen Tagen gab es Stimmen von Ökonomen, die das Virus für einen Game Changer in Sachen Globalisierung halten. Wie sehen Sie das?**

Ich glaube, dass es noch kein Game Changer ist, aber einer sein könnte, wenn eine mögliche Pandemie katastrophale Ausmaße erreichen sollte. Wenn etwa die Handelsbeziehungen zwischen Ländern unterbrochen wären, müsste man sich überlegen, ob es sich auszahlt, seine Produktion nach China auszulagern, weil man nicht weiß, ob die Ware ankommt. Diese Veränderung findet derzeit schon statt, auch weil die Lohnsteigerungen der vergangenen Jahre in China enorm waren. Solche Tendenzen würden dann noch verstärkt.

**Zurück zu den Zentralbanken. Die Notenbanken fahren seit der Finanzkrise eine extrem lockere Geldpolitik, senken Zinsen und blähen ihre Bilanzen auf. Kommen wir da je wieder raus, ist das geplant?**

Geplant ist es. Aber es ist nicht ausgeschlossen, dass wir lang niedrige Zinsen sehen werden. Wir haben mit Japan ein Land, dessen Zentralbankbilanz bereits seit dem Ende der 1980er-Jahre stark gewachsen ist. Bei uns ist das erst seit zehn Jahren der Fall. Wichtig ist jetzt vor allem ein Anstieg der Produktivität. Dies könnte man durch den Abbau von Bürokratie erreichen. Ohne eine verbesserte Produktivität nützen die gesamten makroökonomischen Instrumente wenig. In Österreich wird und soll sich künftig ein Produktivitätsrat mit diesem Thema befassen.

**Die Europäische Zentralbank hat unter ihrem früheren Chef Mario Draghi viele Aufrufe an die Politik getätigt. Diese sind**

**ungehört verhallt. Wird sich das nun unter Christine Lagarde ändern?**

Die Notenbank ist nicht der Oberlehrer der Nation, das habe ich schon bei meinem Amtsantritt gesagt. Man ist aber dafür da, bei wichtigen Fragen Fakten auf den Tisch zu legen. Dieses Recht nehme ich für uns in Anspruch. Gegenwärtig diskutieren wir gemeinsam mit der Statistik Austria und maßgeblichen Wirtschaftsforschungsinstituten über einen besseren Zugang zu bestehendem Datenmaterial. Das ist überaus wichtig, denn nur auf Basis valider Auswertungen kann eine hohe Entscheidungsqualität gewährleistet werden.

**Die Geldpolitik hat zu einer ungleichen Vermögensverteilung geführt. Sparer wurden ärmer, Wohlhabende reicher. Wie kann man diesen Entwicklungen entgegenwirken?**

Die gemessene Vermögensbildung ist ungleicher geworden. Aber was wird dort miteingerechnet? Das sind im Wesentlichen Immobilienvermögen und Finanzvermögen. Das wird dann von der OeNB publiziert und man sieht, wie groß die Ungleichheit geworden ist. Eine weitere Berechnung könnte nicht nur das tangible Vermögen (*materielle Vermögenswerte, Anm.*) hineinrechnen, sondern auch das intangible, also jenes Vermögen, das die Individuen in Form von Ansprüchen gegenüber der Sozialversicherung bei Pflege, Pensionen und Gesundheit haben. Das Ungleichgewicht der effektiven Vermögensansprüche wäre dann wesentlich geringer.

**Und was hätten die unteren Einkommenschichten von dieser Gegenüberstellung?**

Ein Wissen über die tatsächlichen Ansprüche, die nicht unbeträchtlich sind, und ein Verständnis zu alternativen Finanzierungsformen. Dabei stellt sich die Frage, was einen Kapitalmarkt ausmacht. Das Wichtigste ist, dass es dort Kapitalisten gibt. Wollen wir dort nur einige Großkapitalisten oder den Staat haben oder wollen wir einen Markt mit vielen kleineren Teilnehmern? Letzteres setzt voraus, dass man den Leuten die Möglichkeit gibt, selbst für das Alter vorzusorgen und Immobilienbesitz zu erwerben. Dann würden sich die Menschen auch über die Finanzmärkte informieren und damit auch Finanzwissen erwerben. Das ist derzeit auch ein wesentlicher Unterschied zwischen angelsächsischen und mitteleuropäischen Ländern. Der Kapitalismus ist kein perfektes System, aber er sichert in seiner derzeit westlichen Ausprägung einer breiten Bevölkerungsschicht Einkommen, Beschäftigung und letztlich Wohlstand. Das stellt auch den wesentlichen Unterschied zum Sozialismus oder Kommunismus des früheren Ostblocks dar. Wir brauchen für effiziente Märkte die Teilnahme vieler Kapitalisten. Das darf das Leben der Leute nicht beeinträchtigen, aber kapitalmäßiges Ansparen soll möglich sein. Hier kann sich die OeNB in die Diskussion einbringen. Entscheidungen jedoch trifft die Politik.

**Was könnte diese machen?**

Der Staat könnte sagen, dass die Pflege nicht nur über staatliche Transfers finanziert wird, sondern in Form einer Pflegeversicherung stattfindet. Eine ergänzende Alterssicherung über kapitalgedeckte Systeme wäre ebenso vorstellbar. Aber wie gesagt: Das sind einige mögliche Szenarien unter vielen.

### ZUR PERSON

**Robert Holzmann** ist seit September des Vorjahrs Gouverneur der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB) und als solcher auch Mitglied im Rat der Europäischen Zentralbank. Holzmann arbeitete viele Jahre lang für die Weltbank, den Internationalen Währungsfonds und die OECD. In geldpolitischer Hinsicht ist er eher als „Falke“ (restriktivere Geldpolitik), denn als „Tauben“ (lockere Geldpolitik) einzustufen. Sein Mandat läuft bis August 2025.



„Wir brauchen für effiziente Märkte die Teilnahme vieler Kapitalisten“, sagt Notenbankchef Holzmann. [Fabry]