

## GASTBEITRAG

# Schulden, Gold und Nachsicht

**Börsen-Zeitung, 11.4.2014**  
Die Haushaltsprobleme in den USA sind seit der zeitweiligen Stilllegung der US-Verwaltung im letzten Jahr in den Hintergrund gerückt. Dennoch ist bemerkenswert, dass die Einschätzungen zu den Kreditrisiken von US-Schatzanleihen von diesen Entwicklungen kaum beeinflusst wurden. Mit Ausnahme von Standard & Poor's werden US-Schatzpa-piere nach wie vor mit einem Rating von „AAA“ gewürdigt, „(selbst wenn) die Performance unserer Regierung nicht mit ‚AAA‘ zu benoten ist“, wie es Warren Buffett während einer ähnlichen Episode 2011 formulierte. Ist der Ausfall eines so wichtigen Emittenten unter den Industrieländern also undenkbar oder sollte er von Investoren als ernst zu nehmendes Risiko betrachtet werden?

### Schuldenerlass ist nicht neu

Schuldenerlass ist schließlich nichts Neues. Schon Moses wurde göttlicher Ratschluss zu regelmäßigem Schuldenverzicht zuteil, wie er auch in der babylonischen Gesellschaft gang und gäbe war. Dort zerstörte man traditionell die Steintafeln, auf denen Schulden eingetragen wurden – man machte „Tabula rasa“. In jüngerer Zeit gab es Schuldenschnitte für Schwellenländer, so zum Beispiel durch Brady Bonds für mexikanische Schulden in den 1980er Jahren oder durch die Jubilee-2000-Initiative, durch die manchen der ärmsten Länder der Welt Schulden gestrichen wurden.

In der Vergangenheit legten Staaten großvolumige Anleihen auf, um Kriege zu finanzieren, und viele – mit den USA und Großbritannien als bedeutende Ausnahmen – kamen im Anschluss ihren daraus resultierenden Verpflichtungen nicht nach. Die Bank of England wurde 1694 als Aktiengesellschaft zur Finanzierung des Wiederaufbaus der königlichen Marine gegründet und erhielt im Gegenzug das Exklusivrecht zur Ausgabe von Banknoten. Bald darauf regulierte Großbritannien effektiv die umlaufende Geldmenge, indem es den Kurs für das Pfund auf eine bestimmte Menge Gold fixierte – eine Zusicherung, die als Goldstandard in die Geschichte einging. Als der Chef der königlichen Münzerei Sir Isaac Newton ein neues Verhältnis zwischen Silber und Gold festsetzte, wurde das reichlicher vorhandene Silber aus dem Umlauf ver-

drängt. Amtlich wurde dieser Schritt, als Großbritannien 1844 die Geldausgabe an seine Goldreserven knüpfte.

Gold galt weithin als sicherste Form des Geldes – als Wertspeicher, der nicht von Bankiers oder Politikern abgewertet oder im Übermaß gedruckt werden konnte. George Bernard Shaw tat den berühmten Ausspruch: „Sie haben die Wahl zwischen der natürlichen Stabilität von Gold und der Ehrlichkeit und Intelligenz der (britischen) Regierungsmitglieder. Und mit allem notwendigen Respekt für diese Gentlemen, ich rate Ihnen, solange das kapitalistische System währt, entscheiden Sie sich für Gold.“

In der übrigen Welt setzte sich ein Goldstandard größtenteils in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts durch. Das System funktionierte gut, bis die Ausgaben erhöht werden mussten. Da änderten die Regierungen dann flugs die Regeln. Ähnliches hätte man unlängst über den Kunstgriff der quantitativen Lockerungen sagen können. In den USA zog sich die Umstellung auf einen Goldstandard länger hin. Die Ausgaben während des Sezessionskriegs veranlassten die Nordstaaten, Papierdollar auszugeben, sogenannte Greenbacks, die nicht auf Verlangen zu einem festen Kurs in Gold oder Silber getauscht werden konnten. Colonel Edmund Taylor aus Illinois soll gesagt haben: „Bringt den Kongress einfach dazu, ein Gesetz zu verabschieden, das den Druck von Banknoten als gesetzliches Zahlungsmittel gestattet, und bezahlt eure Soldaten damit ... Wenn ihr sie zum gesetzlichen Zahlungsmittel erklärt, genießen sie den vollen Rückhalt der Regierung und sind so gut wie Geld.“

### Silber setzte sich nicht durch

Nach dem Bürgerkrieg kehrten die USA zu einem goldgedeckten System zurück, doch auf Kosten von Wachstum und Beschäftigung, denn die Regierung zog Geld aus der Wirtschaft ab. In den folgenden Jahrzehnten versuchten populistische amerikanische Politiker immer wieder, das System dahingehend zu ändern, dass der Dollar mit Gold und ebenso mit Silber unterlegt werden konnte. Durch diesen Schritt wollte man das Los der einfachen Leute im Kampf mit reichen Kapitalisten und Bankiers verbessern, indem man die

Geldmenge vergrößerte und den Zugang zu Kreditmitteln erleichterte.

Der Zauberer von Oz soll eine Allegorie für einen solchen „Bimetallismus“ sein, die vor dem Hintergrund der Konjunkturfalte der 1890er Jahre entstand. Die gelbe Steinstraße repräsentiert angeblich den Goldstandard, während Dorothys im Buch als silbern beschriebene Schuhe (im Film aus Unwissenheit rot dargestellt) den Silberstandard verkörpern. Die bösen Hexen des Ostens und des Westens sollen die Banken J. P. Morgan und Mellon auf der einen und Wells Fargo auf der anderen Seite symbolisieren.

Der Erste Weltkrieg verlangte den Nationen Militärausgaben ab, die sie zu inflationistischen Maßnahmen zwangen. Dadurch brachen sie das globale Währungssystem auf. Bei Kriegsende wollten die meisten Länder zum Goldstandard zurückkehren, wenngleich vielfach zu – überholten – Vorkriegsparitäten. Im Falle Großbritanniens löste die anschließende Abwertung des Pfund um 15% eine breit angelegte Wirtschaftsmisere aus und trug unter anderem zu einer Beinahe-Meuterei der königlichen Marine bei, die kaum beherrschbar war.

### Extreme Maßnahmen

Die Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre veranlasste die Regierungen in den USA und Großbritannien zu extremen Maßnahmen, um ihre finanziellen Belastungen zu stemmen. 1932 waren die Zinszahlungen für eine umfangreiche 5-prozentige Krieganleihe der Briten aus dem Ersten Weltkrieg auf 40% des Einkommensteueraufkommens angewachsen. Das Pfund stand unter enormem Druck, Kapital wurde aus dem Land abgezogen – Großbritannien hatte 1931 vom Goldstandard abgehen müssen – und die Zinsen fielen drastisch, was die Renditen bestehender Anleihen attraktiver machte. Die Krieganleihe konnte aufgrund eines Kündigungsrechts der Regierung aber nicht über Nennwert steigen. An diesem Punkt kündigte das Schatzamt an, die Emission in eine neue Anleihe ohne Laufzeitbegrenzung mit einer jährlichen Verzinsung von nur 3 1/8% umzuwandeln. Unter intensiven Appellen an ihren Patriotismus akzeptierten viele Anleihehaber das Angebot, was den Wert ihrer Anlagen nahezu vollständig aufzehrte. Die britische Regierung konnte aber vermelden,

dass die Zahlungsunfähigkeit vermieden wurde.

Die US-Reaktion war nicht weniger drastisch. 1933 erließ Präsident Franklin D. Roosevelt Notstandsgesetze, die alle Bürger zwangen, ihre Goldbestände der Regierung zu übereignen. Im Folgejahr wurde die Dollarbindung an Gold verändert. Der Preis wurde von 20,67 Dollar je Feinunze auf 35 heraufgesetzt, was den Dollar um 75 % abwertete. Das resultierende Anwachsen der US-Geldmenge ebnete dem Land den Weg zur Erholung von der Depression.

Der Dollar blieb bis 1971 zu 35 Dollar pro Unze an Gold gekoppelt, als die Mehrfachbelastung durch steigende Sozialausgaben, Inflation und die Kosten des Vietnamkriegs Präsident Nixon dazu brachten, die direkte Konvertibilität des Dollar in Gold einseitig aufzukündigen, um die US-Währung abzuwerten. Seine Entscheidung bedeutete das Ende des Nachkriegswährungssystems von Bretton Woods und läutete die

Ära des Fiatgeldes (der ungedeckten Währungen) ein. Innenpolitisch galten Nixons Maßnahmen als großer Erfolg. Die Rolle des Dollar als globale Reservewährung und die negativen Effekte eines solchen Schritts auf andere Länder, deren Währungen an den Dollar gebunden waren für Nixon zweitrangig. Er soll sogar gesagt haben: „Die Lira ist mir \*\*\*\*egal.“

### Politisches Phänomen

Was also verraten uns diese historischen Präzedenzfälle? Erstens, dass staatliche Finanzkrisen rasch und nahezu ohne Vorwarnung eintreten. Zweitens, dass sie fast immer ein politisches Phänomen sind und dass Regierungen in Extremsituationen nur allzu bereitwillig Regeln umgehen, wenngleich sie dabei sicherstellen, dass anschließende Gegenmaßnahmen offiziell nicht als Ausfall oder Abwertung etikettiert werden.

In der Vergangenheit hat sich ge-

zeigt, dass ein Land, dessen Verschuldungsquote auf über 90 % steigt, gewöhnlich geringes Wachstum oder hohe Inflation verzeichnet. Jüngste Prognosen des Internationalen Währungsfonds gehen davon aus, dass die Verschuldungsquote in den USA noch mindestens bis 2016 über 100 % liegen wird. Zugegebenmaßen nehmen sich die Zahlen für die USA jedoch bescheiden aus im Vergleich zu Japan, dessen Verschuldungsquote bei über 200 % steht. Viele andere Industrieländer bewegen sich um die 90-Prozent-Marke. Vielleicht sollten Anleger daher einen Ausfall eines Emittenten unter den größeren Industrieländern der Welt oder auch eine Abwertung bei ihrer Risikokalkulation ernsthaft in Betracht ziehen – auch wenn diese unter anderem Namen erfolgen.

.....  
John W. Beck, Senior Vice President  
und Director Fixed Income Group  
von Franklin Templeton