



Rezession?

Description

War bis Ende vergangenen Jahres noch die Rede davon, dass die Kreditkrise auf den Finanzsektor beschränkt bleiben könnte, so häufen sich jetzt die Stimmen, die sich um ein Übergreifen in die Realwirtschaft sorgen. Angesichts der dominanten Stellung des Finanzsektors im entwickelten Spätkapitalismus und des dort gedrehten großen Rades wäre es ohnehin ein Wunder, wenn die Güterwirtschaft nicht tangiert würde.

Die im Zuge der gerade angelaufenen Quartalsberichtssaison gemeldeten Abschreibungen und Verluste insbesondere der amerikanischen Großbanken summieren sich zu einem solchen Ausmaß, dass selbst der größte Optimist nun nicht mehr umhin kommt, sich mit den güterwirtschaftlichen Konsequenzen der Kreditkrise zu beschäftigen.

Die Aktienmärkte spiegeln den Ernst der Lage wider, sie haben einen im historischen Vergleich äußerst schwachen Start in das Neue Jahr hingelegt. Der S&P 500 ist zur Wochenmitte aus seinem seit 2003 etablierten Aufwärtsskanal gefallen. Nachdem das Sentiment gestern deutliche Panikzeichen ausgesendet hat, wird allmählich eine bullische Reaktion wahrscheinlich. Übergeordnet dürfte das nächste Kursziel aber im Bereich von 1220 liegen.

Drei große Fragen stellen sich: Kommt es zu einer Rezession in den USA? Wenn ja, wird sie ähnlich "mild" ausfallen, wie die beiden vorangegangenen? Wie stark würde die Weltwirtschaft insgesamt betroffen?

Nouriel Roubini schreibt in seinem Ausblick auf das Jahr 2008, den er auch auf der Weltwirtschaftstagung in Davos vorstellen wird, dass die amerikanische Wirtschaft sehr hart landen wird. Die kommende Rezession werde viel schwerer als die von 2001 und 1990/1991. Er veranschlagt ihren Beginn bereits auf das erste Quartal dieses Jahres und ihre Dauer auf (mindestens) vier Quartale.

Bis 2006 hatten die amerikanischen Verbraucher ihre Häuser als zusätzliche Einkommensquelle nutzen können. Dann begannen die Hauspreise zu fallen (bis jetzt 6 Prozent nominal gegenüber der Spitze) und eine Bodenbildung ist nicht in Sicht. Eher dürfte sich die Entwicklung noch beschleunigen. Ein Fall der Hauspreise um 20 Prozent wird mit einem Wertverlust des privaten Immobilienvermögens von etwa vier Billionen Dollar veranschlagt. Lagen die zusätzlichen Einkommen hieraus in der Spitze bei 700 Mrd. Dollar, so schrumpfen sie jetzt auf unter 200 Mrd. Dollar. Ein Fall der Hauspreise um 30 Prozent würde bedeuten, dass zehn Millionen Haushalte ein negatives Einkommen aus Immobilieneigentum beziehen.



Der private Konsument, belastet mit einer Schulden-Einkommens-Quote von ohnehin schon über 130 Prozent und ohne Ersparnisse, wird damit an einem äußerst empfindlichen Punkt getroffen. Da der private Verbrauch mittlerweile mehr als 70 Prozent des amerikanischen Bruttosozialprodukts ausmacht, wird die kommende Rezession Konsum-induziert sein. Das real gegenüber 2006 zurückgegangene Weihnachtsgeschäft und die schwachen Dezemberumsätze des Einzelhandels sind hierfür wichtige Anzeichen. Wie auch die jüngsten Zahlen der Citigroup zeigen, steigt nach den Ausfallrate im Hypothekensektor jetzt auch die bei den normalen Verbraucherkrediten.

Die besondere Schwere der anstehenden Rezession ergibt sich einerseits aus der Tatsache, dass sie vom Konsumsektor ausgeht, andererseits daraus, dass sie zu finanziellen Verlusten in der Größenordnung von einer Billion Dollar und mehr führen wird. Diese Verluste werden dabei ausgehend vom Immobiliensektor - die Rezession hier wird als die Schlimmste in der amerikanischen Geschichte erwartet- nach und nach in vielen anderen Bereichen auftreten und u.a. auch zu steigenden Zinsen für private, wie geschäftliche Darlehen führen. Das verstärkt die im Sommer 2007 ausgebrochene Kreditkrise weiter, was in einem Teufelskreis den wirtschaftlichen Abschwung beschleunigt.

Die Fed ist mit ihren Gegenmaßnahmen ein Jahr zu spät dran, weil sie das Risiko einer Rezession unterschätzt hat. Auch jetzt geht sie immer noch nicht zwingend von einem solchen Szenario aus. Monetäre Maßnahmen benötigen im Schnitt 9 bis 18 Monate, bevor sie in der Realwirtschaft, namentlich bei den Investitionen, Wirkung zeigen. Auch nach dem durch einen Überfluss an HiTech-Investitionen ausgelösten Abschwung nach 2000 konnte die Fed selbst durch aggressive Rücknahme der Leitzinsen von 6,5 auf 1 Prozent eine Rezession nicht verhindern.

Heutzutage haben wir es mit mehreren Blasen zu tun, gleichzeitig ist die Fed in ihrem Spielraum eingeeengt durch inflationäre Tendenzen, die Gefahr eines Dollar-Kollapses und durch das Risiko, dass Ausländer das Handelsbilanzdefizit nicht länger finanzieren.

Die Fed kann zwar durch Art und Umfang ihrer monetären Maßnahmen in etwa das Niveau eines Rettungsnetzes festlegen, aber eine Rezession nicht verhindern. Zudem besteht das aktuelle Problem nicht so sehr in der Illiquidität, sondern in der Gefahr von Insolvenz, und dagegen ist kein "monetäres Kraut" gewachsen. Ganz abgesehen davon, dass monetäre Maßnahmen strukturelle Ursachen nicht abstellen können.

Im Gefolge der anstehenden Rezession kann nämlich auch eine ernste Strukturkrise des weltweiten Finanzsystems nicht ausgeschlossen werden. Das heutige Finanzsystem ist wesentlich anfälliger als das in der "guten alten Zeit", als die Banken das Risiko ihrer Ausleihungen noch in ihren eigenen Büchern stehen hatten. Dies führte während der "Savings and Loan"-Krise in den 1980er Jahren über Kreditverknappung rasch zu ernststen wirtschaftlichen Problemen.

Damals kam man auf die "segensreiche" Idee, die Darlehensrisiken zu verteilen. Die Vorstellung war, dass ein auf viele Schultern verteiltes Risiko letztlich eine geringere Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems darstellt. Hinzu kam insbesondere nach 2000, dass die Regeln für die Kreditvergabe immer lockerer wurden, in vielen Fällen fand keine Bonitätsprüfung mehr statt, häufig wurde zu 100 Prozent finanziert, Lockzinsen verschleierten die längerfristigen Belastungen usw. Die Bankenaufsicht erfüllte ihre Aufgaben nicht mehr, Laissez-faire wurde zur Regel, die Fed ermunterte zur Schaffung von immer komplexeren Finanzinnovationen.



Neuverpackung und Weiterverkauf von Risiken, sowie die Preisbildung anhand von synthetischen Modellen anstatt von Marktsprozessen führte in steigendem Umfang zu Unsicherheit. Das ging nach der Art der "Reise nach Jerusalem" so lange gut, so lange diese CDOs der CDOs der CDOs noch Abnehmer fanden. Aber als die Musik zu spielen aufhörte, war der Schrecken groß.

Die Spitze des Eisbergs mag im Subprime-Bereich zu finden sein, aber diese Praktiken gehen sehr viel weiter, auch über den Hypothekenbereich hinaus. Kredithebel von acht sind mittlerweile keine Seltenheit mehr – vor einigen Jahren gab es kaum mehr als drei. Abgesehen davon werden Fristen von Krediten und Investitionen zunehmend asymmetrisch gehandhabt. All das hat bisher schon zur schlimmsten Kreditklemme der vergangenen 20 Jahre geführt. Dass dies dabei nicht auf die USA beschränkt blieb, versteht sich aufgrund der internationalen Verflechtungen des Finanzkapitals von selbst.

War in der "guten alten Kredit-Zeit" der Zusammenhang zwischen Ursache und Wirkung noch eng und damit die Möglichkeit einer schnellen, marktkonformen Korrektur groß, so ist das heute durch die beschriebenen Bedingungen nicht mehr der Fall. Niemand kennt die Risiken, die in seinen Büchern schlummern wirklich. Es geht nicht mehr um erhöhtes Risiko alleine, sondern vor allem darum, dass Risiken nicht mehr einschätzbar sind.

Hinzu kommt, dass sich mittlerweile neben dem Bankensystem ein Schattensystem etabliert hat, das sich der Kontrolle einer Bankenaufsicht selbst dann entzieht, wenn sie ihre Aufgabe ernst nähme. Diese Hedge Fonds, SIVs, Conduits und wie sie alle heißen, haben im Unterschied zu normalen Banken keinen direkten Zugriff auf Zentralbank-Kredit. Dies macht sie bei Turbulenzen in besonderem Maße verletzlich.

Wenn die US-Wirtschaft in eine schwere und lang anhaltende Rezession fällt, steigt die Insolvenzrate bei den Unternehmen deutlich. Das führt zu immer weiteren Junk-Bond-Spreads (siehe aktuell) und letztlich zu großen Verlusten im 45 Bill. Dollar schweren Markt für Credit Default Swaps. Bill Gross, Pimco, zufolge, könnte es hier zu Verlusten in Höhe von 250 Mrd. Dollar kommen. Das wäre eine scharfe Bedrohung des weltweiten Finanzsystems. Die Akteure beginnen, ihr Augenmerk auf diese Thematik zu richten. Die Aktien von Monoline-Versicherungen stehen unter massivem Druck, nachdem befürchtet wird, dass die Großen der Branche ihr AAA-Rating verlieren könnten. Die v.a. im Bereich der öffentlichen Anleihen aktiven Monoliner garantieren einen Gesamtbetrag in Höhe von 2,4 Bill. Dollar.

Das besondere Merkmal der gegenwärtigen Krise ist die Unsicherheit. Jedes Risiko kann "gepreist" werden. Wenn es aber nicht bekannt ist, gibt es auch keinen Preis. Folglich bröckelt das Vertrauen der Marktteilnehmer untereinander. Jeder hortet Liquidität, das gilt auch für die Liquiditätsinjektionen der Zentralbanken. Diese landen bei den normalen "ordentlichen" Geschäftsbanken, werden nur widerwillig ausgeliehen und erreichen so ihr Ziel nur ungenügend, die Geldmärkte in Betrieb zu halten. Ihre Wirkung verpufft zum großen Teil.

Wenn das faule Volumen im Schatten-Finanz-System rückabgewickelt wird, führt das letztlich zu einem Mehrfachen an Kreditkontraktion. Goldman Sachs geht davon aus, dass 200 Mrd. Dollar Verluste im Schattensystem zu einer Kreditverknappung von 2 Bill. Dollar führt. Ob die Rekapitalisierung der Banken z.B. über ausländische Staatsfonds ausreichen wird, um die Kapitalvernichtung auszugleichen, ist längst nicht ausgemacht.

Was geschieht mit dem Rest der Welt, wenn die USA in eine Rezession fallen? Das Bruttosozialprodukt der USA macht rund ein Viertel der gesamten Weltwirtschaft aus. Allein das zeigt schon, dass der Rest der Welt in einem solchen Szenario nicht auf einer Insel der Seligen sitzen bleiben wird. Eine Abkopplung wäre vielleicht möglich, wenn die US-Wirtschaft eine weiche Landung hinbekäme, doch danach sieht es nicht aus. Eine solche Möglichkeit wurde von den Finanzmärkten streckenweise in 2007 gespielt, in 2008 steht eher die Wieder-Ankopplung auf dem Programm. Abgesehen davon ist die Verflechtung über die



Finanzindustrie so eng, dass eine dauerhafte Entkopplung schon allein deshalb unwahrscheinlich ist.

Eine Rezession in den USA würde die einzelnen Weltregionen in unterschiedlichem Masse treffen. Rohstoff-Exporteure in Asien, Lateinamerika und Afrika würden unter fallenden Rohstoff-Preisen leiden. Die stark am US-Export ausgerichteten Länder wie Mexiko, Kanada, China und Ost-Asien würden stark betroffen. China dürfte dabei einen besonders deutlichen Abschwung erleben, weil seine Wirtschaft am Exportwachstum hängt.

Im Zuge einer US-Rezession wird aufgrund rückläufiger Nachfrage der Inflationsdruck nachlassen. Dieses Szenario wird aktuell im Ölpreis und bei verschiedenen Industriemetallen gespielt. Eine Stagflation dürfte nur im Falle eines Schocks auf der Angebotsseite eintreten, etwa wenn es zu einem Krieg gegen den Iran käme. Und so bleibt auf längere Sicht ein deflationäres Szenario zumindest bei den Industriegütern wahrscheinlich, das allerdings partiell überdeckt werden könnte durch Preissteigerungen im Bereich der landwirtschaftlichen Rohwaren und Lebensmittel.

Natürlich werden die Aktienmärkte am aktuellen Punkt immer noch auf Zinssenkungen der Fed positiv reagieren – zumindest so lange die Hoffnung besteht, dass die Fed eine Rezession verhindern kann. Aber diese Zwischenerholungen werden immer kurzlebiger werden und schließlich ganz ausbleiben, je deutlicher sich rezessive Tendenzen bemerkbar machen.

Angesichts der insgesamt zu erwartenden Finanz-Verluste, Roubini rechnet mit über einer Bill. Dollar, und dem Risiko eines "System-Crashes" der Finanzmärkte wird die kommende Rezession deutlich schwerer ausfallen und länger dauern als die beiden vorangegangenen. Dies legt auch der Rezessionsindikator nahe, der unter "Intermarket" auf der Web-Seite der TimePattern einsehbar ist.